安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 09 月 09 日

众合科技（000925.SZ）

公司快报

证券研究报告

综合

国产信号系统龙头，PPP 带来新机遇

■推进轨交国产化，未来市场规模广阔

十三五期间，我国城市轨交行业相较于十二五期间将有快速增长，根据已批复建设规划，到 2020 年地铁轨交规划里程 8500 公里，比 2015 年新增近 5000 公里，其中 2016、2017 年分别新增 790 公里、854 公里，远超十二五期间年均新增 380 公里。

目前国内大部分新建地铁线路都采用 CBTC，在发改委大力推动下，一直被外资主导的地铁 CBTC 国产化进程正在不断加速。

■领跑轨交信号系统国产化浪潮，“轨道交通+节能环保”双轨发展：

众合科技主营业务包括轨交（AFC、信号系统）和环保（脱硫脱硝）两大板块。目前，公司通过 EPC、BT、BOT、PMC、PPP 等合作模式，业务覆盖地铁、轻轨、有轨电车、城际线等。根据 2015 年报，轨交信号系统收入 7 亿，收入占比 40%。今年上半年，公司已经剥离了大气治理 EPC 业务及资产，实施“轨道交通+节能环保”的双轨发展模式。公司自主研发的 BiTRACON 型 CBTC 信号系统已在专家评审会获得圆满成功、获德国 TUV 莱茵权威认可，轨交信号系统领域存在很高的行政壁垒及技术壁垒，公司未来有望凭借竞争优势进一步提高市占率。

■轨交信号系统及 PPP 将带来新机遇

公司董事长 2012 年上任以来，对业务进行了调整，包括剥离脱硫脱硝业务、强化轨交布局，2015 年 5 月上任的卢西伟先生，是北车长客总经理，由此可以看出众合科技在轨交方面的布局和战略。

公司在轨交及环保均具有实施 PPP 项目能力，能够较好与政府对接项目，我们认为轨交信号系统过程化及 PPP 将为公司带来新的发展机遇。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 25 元。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.15、0.6、1 元，公司是轨交信号系统龙头，受益 PPP 推进，维持买入-A 投资评级，6 个月目标价为 25 元。

■风险提示：自主化进展不及预期、环保业务转型不利

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,767.8	1,835.3	2,055.5	2,590.0	3,367.0
净利润	12.1	34.2	48.2	192.9	321.3
每股收益(元)	0.04	0.11	0.15	0.60	1.00
每股净资产(元)	2.90	3.80	4.05	4.45	5.15

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	571.6	206.3	143.8	36.0	21.6
市净率(倍)	7.5	5.7	5.4	4.9	4.2
净利润率	0.7%	1.9%	2.3%	7.4%	9.5%
净资产收益率	1.4%	1.4%	3.7%	13.5%	19.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	1.4%
ROIC	8.5%	8.1%	8.2%	15.0%	32.5%

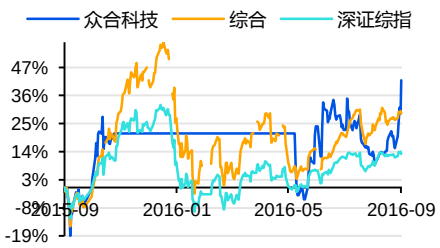
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	25.00 元
股价（2016-09-09）	21.66 元

交易数据

总市值（百万元）	6,938.21
流通市值(百万元)	6,617.42
总股本（百万股）	320.32
流通股本(百万股)	305.51
12 个月价格区间	12.36/21.66 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.15	8.54	36.98
绝对收益	25.86	14.6	53.83

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514040001
zourf@essence.com.cn
021-35082076

王书伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082050

朱元骏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516080006
zhuyj2@essence.com.cn
021-35082065

相关报告

众合科技：增持彰显信心，领跑轨交信号系统国产化浪潮	2016-07-22
众合科技：领跑轨交信号系统国产化浪潮，外延拓展水处理产业	2016-06-07

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,767.8	1,835.3	2,055.5	2,590.0	3,367.0
减:营业成本	1,436.4	1,452.5	1,603.3	1,890.7	2,356.9
营业税费	8.7	12.3	14.4	18.1	23.6
销售费用	61.8	59.5	74.0	93.2	124.6
管理费用	181.1	184.5	205.6	259.0	336.7
财务费用	92.2	103.0	103.4	103.8	129.9
资产减值损失	-1.2	10.4	10.0	2.0	2.0
加:公允价值变动收益	-0.3	0.3	-	-	-
投资和汇兑收益	5.4	3.4	5.0	6.0	6.0
营业利润	-6.0	16.9	49.9	229.2	399.4
加:营业外净收支	15.1	9.4	19.0	28.0	29.0
利润总额	9.1	26.2	68.9	257.2	428.4
减:所得税	-3.5	9.0	20.7	64.3	107.1
净利润	12.1	34.2	48.2	192.9	321.3

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	630.1	676.4	822.2	1,036.0	1,346.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	959.8	1,366.1	1,309.2	1,875.7	2,387.5
应收票据	63.7	28.1	154.8	41.1	199.8
预付帐款	117.0	67.4	128.6	111.7	184.0
存货	238.0	282.1	220.1	390.1	390.9
其他流动资产	23.3	42.3	27.3	31.0	33.5
可供出售金融资产	20.1	20.1	30.4	23.5	24.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	33.3	38.1	38.1	38.1	38.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	263.7	273.9	254.1	234.4	214.6
在建工程	50.1	41.6	41.6	41.6	41.6
无形资产	929.2	979.4	890.9	802.4	713.9
其他非流动资产					
资产总额	3,555.0	4,308.6	4,295.7	5,036.2	5,999.1
短期债务	608.0	798.2	1,064.8	952.0	1,156.4
应付帐款	841.3	1,103.2	790.2	1,478.0	1,444.0
应付票据	260.4	218.2	270.0	328.8	418.1
其他流动负债					
长期借款	219.2	95.0	218.2	-	424.7
其他非流动负债					
负债总额	2,626.3	3,084.2	2,993.8	3,606.3	4,343.1
少数股东权益	0.3	6.3	6.3	6.3	6.3
股本	307.9	324.1	320.3	320.3	320.3
留存收益	671.5	931.2	975.3	1,103.4	1,329.5
股东权益	928.7	1,224.5	1,301.9	1,430.0	1,656.0

财务指标

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	25.2%	3.8%	12.0%	26.0%	30.0%
营业利润增长率	-96.5%	-380.6%	195.9%	359.2%	74.3%
净利润增长率	-108.2%	181.4%	41.2%	299.9%	66.6%
EBITDA 增长率	-651.5%	27.5%	15.6%	68.7%	44.5%
EBIT 增长率	-174.9%	39.1%	27.9%	117.2%	59.0%
NOPLAT 增长率	-208.1%	-34.3%	36.2%	132.7%	59.0%
投资资本增长率	-31.3%	34.2%	27.3%	-26.4%	45.1%
净资产增长率	-3.6%	31.8%	6.3%	9.8%	15.8%
利润率					
毛利率	18.7%	20.9%	22.0%	27.0%	30.0%
营业利润率	-0.3%	0.9%	2.4%	8.8%	11.9%
净利润率	0.7%	1.9%	2.3%	7.4%	9.5%
EBITDA/营业收入	10.0%	12.3%	12.7%	17.0%	18.9%
EBIT/营业收入	4.9%	6.5%	7.5%	12.9%	15.7%
运营效率					
固定资产周转天数	54	53	46	34	24
流动营业资本周转天数	13	-34	13	24	35
流动资产周转天数	389	441	449	427	429
应收帐款周转天数	202	228	234	221	228
存货周转天数	43	51	44	42	42
总资产周转天数	675	771	753	649	590
投资资本周转天数	243	223	260	200	160
投资回报率					
ROE	1.4%	1.4%	3.7%	13.5%	19.4%
ROA	0.4%	0.4%	1.1%	3.8%	5.4%
ROIC	8.5%	8.1%	8.2%	15.0%	32.5%
费用率					
销售费用率	3.5%	3.2%	3.6%	3.6%	3.7%
管理费用率	10.2%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用率	5.2%	5.6%	5.0%	4.0%	3.9%
三费/营业收入	19.0%	18.9%	18.6%	17.6%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	73.9%	71.6%	69.7%	71.6%	72.4%
负债权益比	282.8%	251.9%	230.0%	252.2%	262.3%
流动比率	0.89	0.83	0.98	0.98	1.17
速动比率	0.79	0.73	0.90	0.87	1.07
利息保障倍数	0.93	1.16	1.48	3.21	4.08
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.05	0.18	0.30
分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	1.4%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	12.6	17.2	48.2	192.9	321.3
加:折旧和摊销	95.3	111.2	108.3	108.3	108.3
资产减值准备	-1.2	10.4	-	-	-
公允价值变动损失	0.3	-0.3	-	-	-
财务费用	78.6	72.7	103.4	103.8	129.9
投资损失	-5.4	-3.4	-5.0	-6.0	-6.0
少数股东损益	0.5	-16.9	-	-	-
营运资金的变动	370.5	-319.2	-350.1	297.8	-672.3
经营活动产生现金流量	265.6	-139.9	-95.2	696.8	-118.8
投资活动产生现金流量	-117.3	-92.8	-5.4	12.9	4.8
融资活动产生现金流量	-42.5	288.4	246.3	-495.9	424.7

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	0.11	0.15	0.60	1.00
BVPS(元)	2.90	3.80	4.05	4.45	5.15
PE(X)	571.6	206.3	143.8	36.0	21.6
PB(X)	7.5	5.7	5.4	4.9	4.2
P/FCF	19.7	-66.4	564.2	22.8	16.5
P/S	3.9	3.8	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA	37.4	26.8	27.9	15.3	11.1
CAGR(%)	148.3%	165.1%	-168.7%	148.3%	165.1%
PEG	3.9	1.2	-0.9	0.2	0.1
ROIC/WACC	0.8	0.8	0.8	1.4	3.1
REP	8.4	6.0	5.6	3.8	1.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邹润芳、王书伟、朱元骏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。