

大股东完成股权交易，轨道交通发展空间巨大，

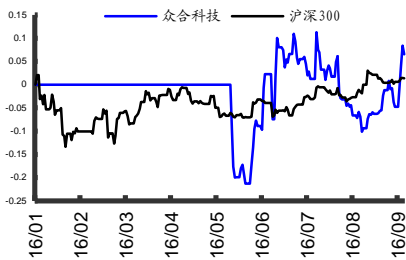
环保业务拓展积极

——众合科技（000925）事件点评

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
众合科技	27.6	10.7	55.4
沪深 300	-3.0	4.9	0.4

市场数据

2016/09/20

当前价格（元）	22.10
52 周价格区间（元）	13.82 - 22.94
总市值（百万）	7079.16
流通市值（百万）	6751.85
总股本（万股）	32032.39
流通股（万股）	30551.36
日均成交额（百万）	89.39
近一月换手（%）	78.86

相关报告

《众合科技（000925）动态研究：轨交与环保齐飞，内涵与外延动力充足》——2016-09-09

《众合科技（000925）动态研究：轨交业务构筑护城河，业绩长期拐点有望确立》——2016-07-28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司 9 月 18 日发布权益变动报告书，公司大股东浙大网新科技股份有限公司通过大宗交易向二股东杭州成尚科技有限公司出售 1000 万股公司股票，交易价格 19.99 元/股。

投资要点：

■ **股权结构优化，股东对公司未来发展信心不变。**此次大宗交易由公司第一大股东浙大网新通过大宗交易向第二大股东成尚科技转让 1000 万股（公司总股本的 3.12%）公司股票，成交价格为 19.99 元/股，交易完成后，浙大网新仍然是公司第一大股东，占总股本的 16.66%，成尚科技占总股本的 15.67%，二者为一致行动人共持有公司股权比例为 32.33%，占绝对优势。我们认为，此次大宗交易是公司股权结构进行的优化，有利于提高公司治理效率，而公司的实际控制人并未发生变化，从去年 8 月浙大网新两笔增持，以及去年 9 月及今年 7 月成尚科技及其一致行动人（即浙大网新）两笔增持行为可以看出，公司主要大股东对公司未来发展充满信心。

■ **轨道交通发展空间巨大，公司技术过硬具备核心竞争力。**截至 2015 年底，中国累计 26 个城市建成投运城市轨道交通线路 116 条，运营长度 3612 公里，其中地铁 2658 公里，而对比发达国家，仅东京城市圈就有轨道交通线路约 2500 公里，我国的轨道交通建设远落后于发达国家。根据权威报道，目前已经获得国家发改委批准、有轨道交通修建计划的共有 42 个城市（包括已经建成城市），按照修建规划及发展趋势，到 2020 年轨道交通总长度可达 10000 公里左右，按照一公里轨道交通投资约 7 亿元计算，到 2020 年轨道交通的市场空间可达 44716 亿元，轨道信号市场空间亦可达到约 900 亿元。公司致力于轨道交通机电系统建设的国产化，技术水平在国内具有领先地位，基于无线通信的移动闭塞（CBTC）技术的轨道交通信号系统解决方案，目前已在国内八个城市投入使用，运营正线里程近 300 公里，公司自主知识产权的自动售检票系统（AFC）软件广泛应用于国内的南京、杭州、苏州、宁波、武汉、天津、南昌、成都等多个城市，2016 年上半年，公司中标轨道交通项目金额 2.87 亿元、合同金额 3.84 亿元，预计大量订单后期发力，可为公司带来稳定增长。

■ **积极拓展环保业务。**日前，公司全资子公司浙江众合投资有限公司与浙江网新联合工程有限公司合作承接墨西哥城市政府公开招标的街灯替换成 LED

灯源节能环保项目，为公司海外拓展再下一城。公司收购的海拓环境在重金属、印染化工等废水重污染行业的防控与治理方面具有核心技术，是目前国内最大的专业工业园区废水集中治理运营服务商之一，尤其在电镀园区废水治理领域的集中处理工程服务数量及运营管理规模均居国内首位，自今年3月并表以来到6月份，共贡献净利润978万元，同时上半年新签工程合同金额6016万元，新签运营项目3个，预计全年可完成业绩承诺的3744万元目标。此外，公司拟通过发行6.82亿元股份的形式收购苏州科环100%股权，其主要专注于石化行业污水处理业务，我们认为此项收购有利于公司水处理业务在细分行业的拓展，将为公司带来新的业绩增长点。

- **维持公司“买入”评级：**我们看好轨道交通巨大的市场空间，公司在轨道交通行业的领先地位及技术实力具有极大的竞争力；同时在节能环保方面，海外市场开拓及水处理细分行业拓展，也将为公司环保业务带来较大增长。在增发未最终完成时，暂不考虑增发对公司业绩及股本的影响，我们预计公司2016-2018 EPS 分别为 0.31、0.65、0.86，对应当前股价 PE 为 63.27、30.09、23.01 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑风险；合同项目工期未达预期风险；水处理业务未达业绩承诺风险；收购项目未获中国证监会核准风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	1835	2398	2986	3648
增长率(%)	4%	31%	24%	22%
净利润（百万元）	34	100	210	274
增长率(%)	181%	192%	110%	31%
摊薄每股收益（元）	0.11	0.31	0.65	0.86
ROE(%)	2.79%	7.67%	14.06%	15.74%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 众合科技盈利预测表 (暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	000925.SZ				股价:	22.10	投资评级:	买入		日期:	2016/09/20
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	3%	8%	14%	16%	EPS	0.11	0.31	0.65	0.86		
毛利率	21%	22%	26%	27%	BVPS	3.76	4.04	4.64	5.42		
期间费率	20%	17%	16%	16%	估值						
销售净利率	2%	4%	7%	8%	P/E	209.65	71.02	33.77	25.83		
成长能力					P/B	5.88	5.47	4.77	4.08		
收入增长率	4%	31%	24%	22%	P/S	3.90	2.95	2.37	1.94		
利润增长率	181%	192%	110%	31%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.43	0.50	0.56	0.60	营业收入	1835	2398	2986	3648		
应收账款周转率	1.32	1.29	1.37	1.39	营业成本	1453	1864	2199	2675		
存货周转率	5.15	5.15	5.15	5.15	营业税金及附加	12	16	20	25		
偿债能力					销售费用	59	72	94	115		
资产负债率	72%	73%	72%	71%	管理费用	184	240	299	365		
流动比	0.83	0.86	0.92	1.00	财务费用	103	67	66	65		
速动比	0.73	0.75	0.81	0.87	其他费用 / (-收入)	(7)	0	2	2		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	17	140	309	405		
现金及现金等价物	676	556	683	874	营业外净收支	9	12	10	12		
应收款项	1394	1855	2186	2622	利润总额	26	152	319	417		
存货净额	282	365	431	524	所得税费用	9	52	109	143		
其他流动资产	110	143	179	218	净利润	17	100	210	274		
流动资产合计	2463	2919	3479	4239	少数股东损益	(17)	0	0	0		
固定资产	274	322	369	407	归属于母公司净利润	34	100	210	274		
在建工程	42	46	48	51	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
无形资产及其他	739	739	678	616	经营活动现金流	(140)	52	235	294		
长期股权投资	38	38	38	38	净利润	17	100	210	274		
资产总计	4309	4817	5365	6103	少数股东权益	(17)	0	0	0		
短期借款	798	803	808	813	折旧摊销	106	101	106	105		
应付款项	1286	1665	1966	2391	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	160	210	261	319	营运资金变动	(247)	(1005)	(785)	(1052)		
其他流动负债	734	734	734	734	投资活动现金流	(93)	(52)	(50)	(41)		
流动负债合计	2979	3411	3768	4257	资本支出	(2)	(52)	(50)	(41)		
长期借款及应付债券	95	95	95	95	长期投资	(5)	0	0	0		
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(86)	0	0	0		
长期负债合计	106	106	106	106	筹资活动现金流	112	(19)	(13)	(19)		
负债合计	3084	3517	3874	4362	债务融资	66	5	5	5		
股本	324	320	320	320	权益融资	100	(16)	0	0		
股东权益	1224	1300	1491	1741	其它	(54)	(9)	(18)	(24)		
负债和股东权益总计	4309	4817	5365	6103	现金净增加额	121	(19)	172	234		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。