

## 城轨信号国产化+环保 PPP 助力公司未来增长，海外市场拓展有望力度加大 投资评级：增持（首次）

**事件：**公司公告增加经营范围：“承包境外工程建设类项目、并派遣实施上述对外承包工程项目所需的劳务人员”。英文名由“United Science & Technology Co., Ltd”变更为：“UnitTEC Co., Ltd”。

### 投资要点

- **增加经营范围及变更英文名称利于公司更好开展对外承包工程业务及拓展海外市场。**公司已取得对外承包工程资格，2015年海外收入 1.32 亿元，同比+56.62%，占总收入比例提升至 7.17%，同比+2.42pct。伴随今年特朗普上台后美国战略性收缩政策及中国海外战略扩张的发展态势，我们预期 2017 年“一带一路”会给国内相关企业带来新的发展机遇。公司海外业务具有良好的历史基础，公司作为国内城轨信号系统的龙头企业之一，技术实力强劲，本次经营范围的更新，预示未来海外市场拓展可能成为公司发展的新的着力点。
- **CBTC 信号系统“十三五”期间市场空间预测 400 亿元，年均 80 亿元。**CBTC 城轨信号系统技术门槛高，我国前期主要通过中外合作的方式进行，核心技术被国外掌控。目前公司已获得劳氏铁路颁发的信号系统中最关键的 6 个子系统的全部证书，具有完全自主知识产权的 BiTracon CBTC 系统通过德国莱茵认证和杭州四号线全系统功能测试。假设“十三五”期间中国新增城市轨道交通里程 4000 公里，信号系统单公里投资成本 1000 万元，则城轨信号系统的年均市场空间约 80 亿元，五年加总 400 亿元，公司目前市占率近 15%，未来随着政府对国产化支持力度的逐渐增加，众合科技自主研发的信号系统市占率有望进一步提升，毛利率水平也将逐渐提高。
- **中标重庆轨交 4 号线一期信号系统，积累业绩有助提升未来中标概率。**公司是继北京交控、中国通号、中国铁科后的第四家具备完全自主知识产权的国内城轨信号提供商，也是在该领域主板上市公司的稀缺标的。今年 9 月 14 日，重庆机电设备招投标和政府采购交易网显示，公司中标重庆 4 号线一期轨道交通信号系统，金额 1.72 亿元，此次中标标志着公司完全自主研发的信号系统打破坚冰，获得市场肯定，对公司意义重大，未来伴随历史成功业绩的逐渐积累，公司中标新项目的概率将得到提升，有望成长加速。
- **子公司联合发起 50 亿基金，布局大环保 PPP 业务。**子公司合众碧橙出资 1 亿元作为劣后级和工商银行发起环保 PPP 基金，总规模 50 亿元，首期 20 亿元。合众碧橙股东萧山环境市政投资资源丰富，有望加速子公司在浙江环保 PPP 项目的推进。PPP 项目受到发改委和财政部的大力支持，本月 26 日发改委和证监会联合发出通知推动 PPP 项目的资产证券化，为 PPP 项目的社会资本完善了退出机制。《通知》强调主要社会资本参与方为行业龙头企业的 PPP 项目会优先开展资产证券化，有望加快公司未来在 PPP 领域的布局速度，发挥公司创新、管理和综合运营优势。

### 盈利预测与投资建议

2017 年 1 月 2 日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

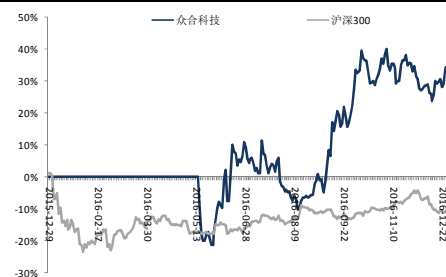
[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

研究助理王皓

[wangh@dwzq.com.cn](mailto:wangh@dwzq.com.cn)

13811332227

### 行业走势



### 市场数据

收盘价(元)	24.57
一年最高价/最低价	14.18/26.95
市净率	6.6
流通 A 股市值(百万元)	7506.5

### 基础数据

每股净资产(元)	3.73
资产负债率(%)	71.58%
总股本(百万股)	320.32
流通 A 股(百万股)	305.51

### 相关研究

公司受益于城市轨交信号系统国产替代，未来业绩有望逐步提升，同时环保 PPP 项目发展前景广阔，有望为公司打开新的成长空间。预测 2016-2018 年 EPS 为-0.31/0.32/0.40 元，对应 PE -78/75/61X，若考虑定增收购苏州科环 2017 年并表，预测 2017-2018 年备考 EPS 为 0.45/0.56 元，对应 PE 为 54/44X。首次覆盖公司，给予“增持”评级。

#### 风险提示

信号系统国产化和 PPP 项目拓展不及预期，海外市场拓展低于预期

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>2462.5</b>	<b>1887.2</b>	<b>1905.4</b>	<b>2266.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>1835.3</b>	<b>1501.3</b>	<b>1726.5</b>	<b>2037.2</b>
现金	676.4	350.0	350.0	350.0	营业成本	1452.5	1188.1	1277.6	1497.4
应收款项	1394.2	1219.5	1207.1	1507.0	营业税金及附加	12.3	10.1	11.6	13.7
存货	282.1	227.9	245.0	287.2	营业费用	59.5	91.6	55.9	66.0
其他	109.8	89.8	103.2	121.8	管理费用	270.7	302.4	197.3	228.4
<b>非流动资产</b>	<b>1846.1</b>	<b>1805.7</b>	<b>1801.3</b>	<b>1793.0</b>	财务费用	103.0	49.4	53.6	63.6
长期股权投资	38.1	38.1	38.1	38.1	投资净收益	3.4	-0.2	0.0	0.0
固定资产	315.6	299.8	320.0	336.4	其他	76.2	-20.4	24.6	24.6
无形资产	739.5	714.8	690.2	665.5	<b>营业利润</b>	<b>16.9</b>	<b>-160.9</b>	<b>155.1</b>	<b>192.8</b>
其他	753.0	753.0	753.0	753.0	营业外净收支	9.4	6.0	6.0	6.0
<b>资产总计</b>	<b>4308.6</b>	<b>3692.9</b>	<b>3706.6</b>	<b>4059.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>26.2</b>	<b>-154.9</b>	<b>161.1</b>	<b>198.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>2978.6</b>	<b>2464.6</b>	<b>2404.1</b>	<b>2664.8</b>	所得税费用	9.0	-53.1	55.3	68.2
短期借款	1018.3	794.6	1047.6	1074.7	少数股东损益	-16.9	-0.5	0.5	0.7
应付账款	1286.4	1051.4	1130.6	1325.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>34.2</b>	<b>-101.2</b>	<b>105.3</b>	<b>130.0</b>
其他	673.9	618.6	225.9	265.1	EBIT	126.5	-66.2	208.7	256.4
<b>非流动负债</b>	<b>105.6</b>	<b>105.6</b>	<b>105.6</b>	<b>105.6</b>	EBITDA	232.9	-10.3	270.0	322.7
长期借款	95.0	95.0	95.0	95.0					
其他	10.6	10.6	10.6	10.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>3084.2</b>	<b>2570.2</b>	<b>2509.7</b>	<b>2770.4</b>	每股收益 (元)	0.11	-0.31	0.32	0.40
少数股东权益	6.3	5.8	6.3	6.9	每股净资产 (元)	3.76	3.45	3.67	3.95
归属母公司股东权益	1218.2	1116.9	1190.7	1281.6	发行在外股份 (百万股)	324.1	324.1	324.1	324.1
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4308.6</b>	<b>3692.9</b>	<b>3706.6</b>	<b>4059.0</b>	ROIC (%)	4.0%	-2.1%	6.4%	7.1%
					ROE (%)	2.8%	-9.1%	8.8%	10.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率 (%)	20.2%	20.2%	25.3%	25.8%
经营活动现金流	-139.9	-52.5	-164.6	69.9	EBIT Margin (%)	6.9%	-4.4%	12.1%	12.6%
投资活动现金流	-92.8	-50.2	-56.8	-58.0	销售净利率 (%)	1.9%	-6.7%	6.1%	6.4%
筹资活动现金流	288.4	-223.7	221.4	-11.9	资产负债率 (%)	71.6%	69.6%	67.7%	68.3%
现金净增加额	57.9	-326.4	0.0	0.0	收入增长率 (%)	9.0%	-18.2%	15.0%	18.0%
折旧和摊销	106.4	55.9	61.3	66.3	净利润增长率 (%)	100.9%	--	--	23.4%
资本开支	-23.6	-50.2	-56.8	-58.0	P/E	231.76	(78.21)	75.18	60.92
营运资本变动	-419.8	-51.7	-331.7	-127.0	P/B	6.50	7.09	6.65	6.18
企业自由现金流	-211.2	-89.4	-190.2	49.7	EV/EBITDA	47.23	(1017.56)	38.62	33.12

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

