

2010年6月8日

**买入**
**A**

000925.SZ - 人民币 19.15

目标价格: 人民币 23.60

**史祺, CFA**

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

**胡文洲, CFA**

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

# 众合机电

## 轨交业务是亮点

众合机电是轨交信号系统和脱硫等细分行业市场中的龙头企业。为配合国家对城市轨道交通的加大投入,公司将逐渐扩大轨道交通信号系统的市场份额和销售收入。公司目前的产品符合未来城市轨道交通和低碳节能的发展方向,并且具有自主知识产权。从销售收入来看,公司轨道交通信号系统的在手订单超过15亿元,已经锁定了未来2年的收入,而且从目前城市轨道交通加快投资来看,新增订单的速度将不断加快,首次评级给予买入。

## 支撑评级的要点

- 目前我国正处于轨道交通建设的繁荣时期,中国已经成为世界上最大的城市轨道交通市场。城市轨道交通已经成为城市公共交通系统的一个重要组成部分。
- 在2007和2008年的轨道交通信号业务招投标中,公司的中标率在国内排名第一,目前市场占有率为30%。
- 未来随着研发成果的体现以及自主化率的提升,轨道交通信号系统毛利率将有较大的上升空间,我们预计公司在2012年基本实现自主化,毛利率将有可能从现在的20%提升到30%以上。

## 评级面临的主要风险

- 未来国内和火电配套的脱硫业务将受到一定的影响,并且有可能导致比较激烈的竞争。

## 估值

- 我们预计公司2010和2011年净利润分别增长11%和95%,按照分部加总法计算,加权平均计算得出,众合机电的相对估值应该是2011年32.5倍,对应目标价23.60元,给予**买入**评级。

## 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

## 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(12)	(5)	(4)	51
相对新华富时A50指数(%)	15	4	13	65

资料来源: 彭博及中银国际研究

## 重要数据

发行股数(百万)	279
流通股(%)	37
流通股市值(人民币 百万)	1,977
3个月日均交易额(人民币 百万)	83
净负债比率(%)	34
主要股东(%)	
网新科技	32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
 以2010年6月4日当地货币收市价为标准  
 所有数字均四舍五入

## 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	94	1,206	1,663	2,423	3,116
变动(%)	(29)	1,184	38	46	29
净利润(人民币百万)	22	94	104	203	312
全面摊薄每股收益(人民币)	0.24	0.34	0.37	0.73	1.12
变动(%)	(89)	40	17	95	54
市盈率(倍)	79.8	57.1	51.3	26.4	17.1
每股现金流量(人民币)	0.14	0.82	0.20	0.37	1.07
价格/每股现金流量(倍)	133.8	23.4	94.3	51.4	17.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	100.4	90.7	41.4	21.6	14.6
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.06	0.11	0.17
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.6	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

# 目录

轨道交通设备行业前景看好.....	3
盈利前景.....	6
主要风险.....	12
财务状况.....	13
估值.....	15
附录一、中国城市轨道交通网.....	16
附录二、公司简介.....	18
附录三、财务数据.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

## 轨道交通设备行业前景看好

发展城市轨道交通成为我国大城市发展公共交通的根本方针和缓解交通拥堵的最佳选择

目前我国正处于轨道交通建设的繁荣时期，中国已经成为世界上最大的城市轨道交通市场。城市轨道交通已经成为城市公共交通系统的一个重要组成部分

自 20 世纪 90 年代以来，我国城镇人口迅速增长，城市规模不断扩大，机动车快速增加，城市交通堵塞日益严重，发展城市轨道交通成为我国大城市发展公共交通的根本方针和缓解交通拥堵的最佳选择。

目前我国正处于轨道交通建设的繁荣时期，中国已经成为世界上最大的城市轨道交通市场。城市轨道交通已经成为城市公共交通系统的一个重要组成部分。国外城市轨道交通起步较早，世界主要大城市大多有成熟的轨道交通系统。伦敦、东京、旧金山、纽约线网密度（线网公里/平方公里），分别是 0.74、0.79、1.28 和 0.76 公里，北京、上海、广州的线网密度分别为 0.09、0.09、0.07 公里，与国际大城市差距明显；伦敦、东京、旧金山、纽约每万人拥有轨道线网长度为 1.64、0.61、1.96、0.77 公里，北京、上海、广州分别为 0.13、0.07、0.05 公里，与国外相比差距较大。

根据国外的经验，加大轨道线网密度不仅能够促进城市公共交通的发展，还可以提高土地集约利用程度，形成良好的城市空间结构与用地布局。中国城市轨道交通建设起步较晚，智能化系统发展历史更短。2000 年以前，由于经济实力和技术水平的限制，我国城市轨道交通规模较小。近年来，随着综合国力和自主创新能力的增强，及城市轨道交通设备国产化政策的实施，我国城市轨道智能化系统市场出现跨越式发展趋势。

城市轨道交通建设逐步成网；车辆与机电设备的技术水平和国产化率不断提高，城市轨道交通装备产业初具规模；地铁造价已从 20 世纪 90 年代初的 7 亿元/公里左右，下降到 90 年代末的 6 亿元/公里左右，目前已降到 4-5 亿元/公里左右。

图表 2. 国内外轨道交通网络密度对比

城市	国外		城市	国内	
	线网密度 (公里/平方公里)	线网密度 (公里/万人)		线网密度 (公里/平方公里)	线网密度 (公里/万人)
伦敦	0.74	1.64	北京	0.09	0.13
东京	0.79	0.61	上海	0.09	0.07
旧金山	1.28	1.96	广州	0.07	0.05
纽约	0.76	0.77			

资料来源：《城市轨道交通智能化系统细分市场深度调研报告》

截至 2009 年年底，除港澳台地区外，北京、上海、天津、广州、长春、大连、重庆、武汉、深圳、南京等 10 个城市建有 20 条城轨线路，预计到 2010 年底会有 10 座城市 35 条线投入运营，运营里程将超 1,000 公里。我们估计今后 5 年，北京、上海、广州每年新增线路约 30-50 公里。

国内城市轨道交通的发展大致可分为三类：一是具有建设和运营管理城市轨道交通经验、为准备迎接大型国际活动的城市。如北京 2008 年奥运会、上海 2010 年世博会、广州 2010 年亚运会、深圳 2011 年大运，这些城市正在加快建设城市轨道交通，并已经逐步形成网络。二是已建成一条线并同时在建设第二条或多条城市轨道交通线路的城市。如天津、深圳、南京、武汉、重庆等城市。三是正在开展轨道交通建设前期或首条线建设工作的城市。除已建成轨道交通的城市外，国家相继批准了成都、杭州、哈尔滨、沈阳、西安、苏州等城市的轨道交通建设，此外，长沙、石家庄、宁波、青岛等城市已开展前期和报批工作。目前已有 22 个城市修建地铁的申请得到了国家批准，计划至 2015 年前后规划建设 79 条轨道交通线路，总长度约 2,260 公里，总投资在 9,000 亿元的规模。

计划至 2015 年前后规划建设  
79 条轨道交通线路，总长度  
约 2,260 公里，总投资在 9,000  
亿元的规模

除了已经批准的项目外，09 年底国务院公布批准地铁建设的 3 项指标——城市人口超 300 万、GDP 超 1,000 亿元、地方财政一般预算收入超 100 亿元，全国有近 50 个城市达标。目前有合肥、青岛、济南、厦门、太原、大同和兰州等一批城市在筹备轨道交通，筹备轨道交通的城市总计达到 40 多个，加上正在筹备建设的城市，中国轨道交通建设线路将达到 3,400 公里以上。随着我国城市化率的提高，在可预见的未来 20 年内，轨道交通将始终处于高速发展时期。预计未来建设轨道交通的城市将越来越多，可以给轨道交通市场带来更大的增量。即使不考虑满足 3 个条件的其他城市，中国已建、在建、待批以及已进入远期规划的城市轨道交通的合计总里程接近 9,000 公里，远景轨道规划网的总里程相当于现有里程的 9 倍。

**图表 3.最近 2 年内国家发改委核准的轨道交通计划**

报告名称	线路	总公里数	预计投资额 (亿)
无锡市轨道交通 1 号线工程可行性研究报告	1 号线	30.5	155.6
北京市轨道交通房山线工程可行性研究报告	房山线	24.8	126.5
北京市地铁 15 号线一期工程可行性研究报告	15 号线一期	38.3	195.3
长沙市轨道交通 2 号线一期工程可行性研究报告	2 号线	22.3	113.7
重庆市轨道交通六号线一期工程可行性研究报告	六号线一期	23.7	120.9
北京市地铁 6 号线工程可行性研究报告	6 号线	42.9	218.8
《郑州市城市快速轨道交通建设规划》	1 号线一期	26.2	133.6
福州市城市快速轨道交通近期建设规划 (2008-2016 年)	1 号线	28.8	146.9
	2 号线	26.6	135.7
北京市轨道交通亦庄线工程可行性研究报告	亦庄线	23.2	118.3
北京市轨道交通大兴线工程可行性研究报告	大兴线	21.8	111.0
上海市轨道交通 11 号线南段工程可行性研究报告	11 号线南段	59.3	296.7
武汉市轨道交通四号线一期工程可行性研究报告	4 号线一期	16.5	82.4
杭州市地铁 2 号线一期工程可行性研究报告	2 号线一期	30.5	152.4
深圳市地铁 3 号线西延段工程可行性研究报告	3 号线西延段	8.7	43.5
西安地铁一号线一期工程可行性研究报告	1 号线一期	25.3	122.7
宁波市地铁一号线一期工程可行性研究报告	1 号线一期	21.3	123.9
北京市地铁 10 号线二期工程可行性研究报告	10 号线二期	32.4	200.6
北京地铁 8 号线二期工程可行性研究报告	8 号线二期	17.3	100.1
沈阳市地铁二号线一期工程南延线工程可行性研究报告	2 号线一期南延线	2.6	12.2
西安市地铁二号线一期工程可行性研究报告	2 号线一期	26.3	105.2
《宁波市城市快速轨道交通近期建设规划》	1 号线和 2 号线一期	72.1	253.8
广州市轨道交通三号线北延线工程可研报告	3 号线一期	30.9	154.5
苏州市城市轨道交通一号线一期工程可行性研究报告	1 号线一期	22.3	99.6
武汉市轨道交通二号线一期工程可行性研究报告	2 号线一期	28.0	142.6
广州市轨道交通六号线首期工程 (浔峰岗 - 元岗段)	6 号线首期工程	24.3	115.3
哈尔滨市轨道交通一号线一期工程可行性研究报告	1 号线一期	14.3	60.5
武汉市城市快速轨道交通 1 号线二期工程可行性研究报告	1 号线二期	18.4	46.5
广州市城市快速轨道交通二、八号线延长线工程可行性研究报告	2、8 号延长线	28.6	147.3
苏州市城市快速轨道交通建设规划	2 条	47.0	235.0
西安市城市快速轨道交通近期建设规划	1、2 号线	50.3	251.5

资料来源：中国城市轨道交通网及中银国际研究

**我国也已由原来一条线路单独批建，转变为城市轨道交通网络规划和建设规划**

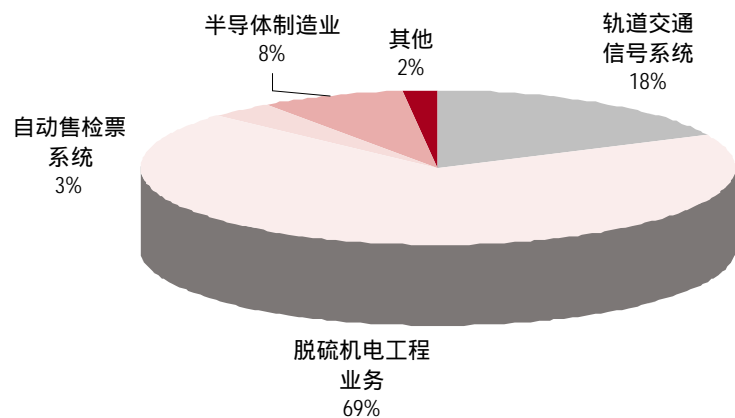
北京、上海、广州等城市已建成多条线路，并已构成城市轨道交通网络的基本骨架，北京、上海、广州等城市已按照城市空间转移和卫星城建设要求，正在规划或建设市郊线或市域快速轨道交通。对此，我国也已由原来一条线路单独批建，转变为城市轨道交通网络规划和建设规划的审批。在经济发达的珠江三角洲、长江三角洲、环渤海地区正启动城际轨道交通建设。

## 盈利前景

目前公司的收入主要来自电站脱硫业务总包，未来5年轨道交通信号系统将成为公司最主要的利润增长点

受益于国家对轨道交通行业的加大投资，未来几年轨道交通相关设备的需求将大幅加快，而且随着我国城市化率的提升，未来将有越来越多的城市新建轨道交通网络和城际轨道交通线路，公司生产的轨道交通信号系统的市场前景将非常看好。目前公司的收入主要来自电站脱硫业务总包，未来5年轨道交通信号系统将成为公司最主要的利润增长点。

图表 4.2009 年公司收入构成



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

公司凭借高性价比的解决方案得到了国内各城市如沈阳、南京、成都、深圳、西安、杭州等城市轨道交通业主的认可，承担了其城市轨道交通线路的建设任务

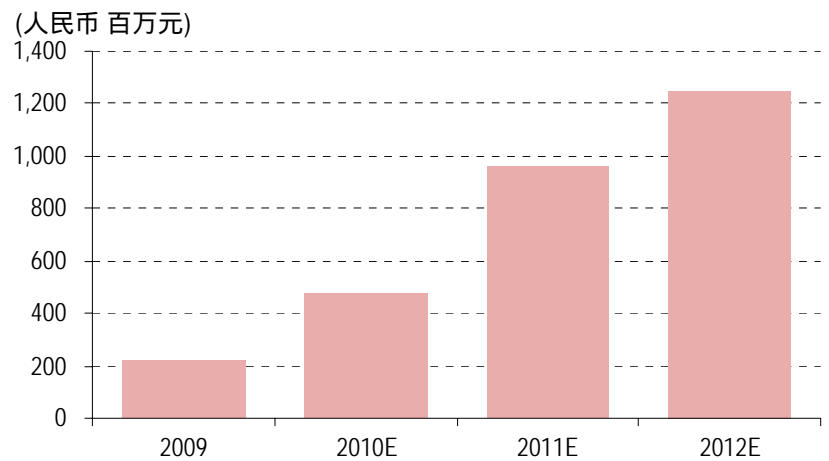
## 轨道交通业务

众合轨道专业从事轨道交通机电工程中的信号系统和 AFC 自动售检票系统，公司凭借网新集团的巨大的前期投入、依托浙江大学的科研和技术力量和从全国各地地铁公司、设计院及专业公司引进的人材队伍，以技术为基础，以高性价比的解决方案得到了国内大中城市如沈阳、南京、成都、深圳、西安、杭州等城市轨道交通业主的认可，承担了其城市轨道交通线路的建设任务。众合轨道拥有一支从设计、采供、项目管理到运行调试、售后服务一体化的专业队伍，包括一大批具有城市轨道建设和运营的资深专家，均有着数十年的铁路和城市轨道交通实践经验，目前公司员工队伍已达三百余人，其中 60%具有中高级工程师职称，20%以上具有博士及硕士学位。众合轨道在技术创新与开发、国产化率、软件开发及管理团队上具备明晰的竞争优势，未来盈利前景看好。

在 2007 和 2008 年的轨道交通信号业务招投标中,公司的中标率在国内排名第一,目前市场占有率为 30%。未来相当长的一段时期内,随着政府的大力投资,轨道交通相关产业进入快速发展期,为公司业绩持续增长的提供了有效保证。到 2015 年的时候,我们预计将会有 2,250 公里的轨道交通线路通车,基本未来 5 年平均每年将会有 450 公里的轨交线路建成。按照目前新建线路的轨道交通信号系统每公里 1,000 -1,200 万元的造价算下来,平均每年的市场容量在 50-60 亿元左右,众合机电将有可能获取大约 30-40%的市场份额,每年可实现收入规模将达到 15-20 亿元的规模。

公司承担的项目中预计今年将有 3 条线竣工。由于目前公司的轨道交通信号系统还没有完成竣工验收,因此在 2010 年之前,该业务贡献的收入和利润非常少,但是随着 2010 年及以后公司承担的线路逐步竣工之后,我们预计轨道交通信号系统收入将迎来爆发式的增长,2010 年同比增长 120%左右,收入接近 4.8 亿元,2011 年收入预计增长 100%,达到 9.6 亿元,12 年收入将达到 12.5 亿元。

**图表 5.轨道交通业务营业收入预测**



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

未来公司将在原有业务基础上，以转变经营模式，努力开拓国际市场为目标

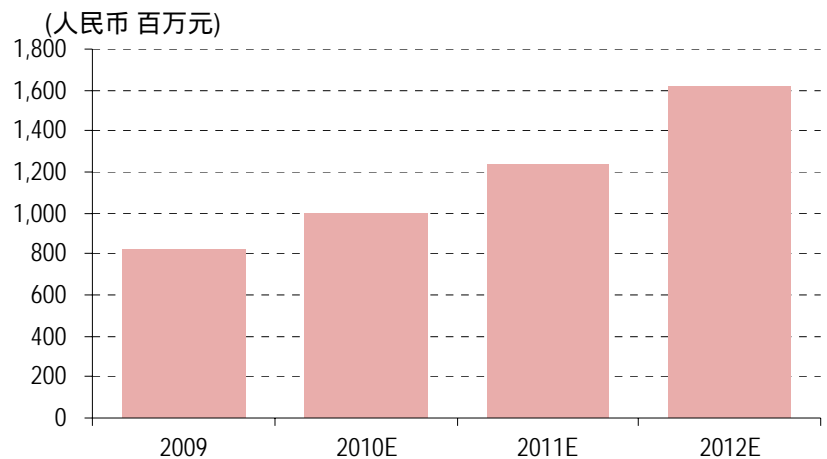
## 脱硫机电业务

脱硫减排业务是资产重组注入公司的主要资产，主要是火电厂的烟气脱硫项目总承包，该业务有着比较强的盈利能力，由于国家要求新建燃煤机组必须同时建设脱硫设施，同时现有燃煤机组必须在“十一五”期限内完成脱硫改造，因此在前几年公司业务规模取得比较大的增长，目前五大电站的脱硫化率已经达到 70%，2010 年底预计脱硫化率将达到 80%，未来脱硫改造的市场空间不大。从未来的发电结构来看，清洁的水电、核电和新能源发电装机会逐步增加，新建火电装机将逐步减少，在原有火电脱硫改造基本完成的基础上，未来几年国内业务不会出现大的增长，但是依靠每年新增燃煤机组的脱硫项目建设能保证该业务的稳定发展。

未来公司将在原有业务基础上，以转变经营模式、努力开拓国际市场为目标，目前公司在手已经获得来自东欧的海外订单，公司希望未来在美国以及其他发展中国家有所突破。此外 BOT（特许经营模式）项目的实施，将成为一种新的盈利模式，并且 BOT 每年的收入将相对比较稳定，1 个 BOT 项目每年可贡献净利润 1,500 万元，目前公司在手有 3 个 BOT 项目。公司在重组过程中承诺脱硫业务 09 年和 10 年的净利润分别不低于 4,420 万元和 4,808 万元。

综合来看，我们预计未来几年国内脱硫工程总包业务有所萎缩但是海外市场以及 BOT 业务进入增长期，2010、11 年脱硫总包业务的收入将分别达到 9.9 亿元、12.4 亿元。

图表 6. 脱硫机电业务营业收入预测



资料来源：公司数据及中银国际研究预测



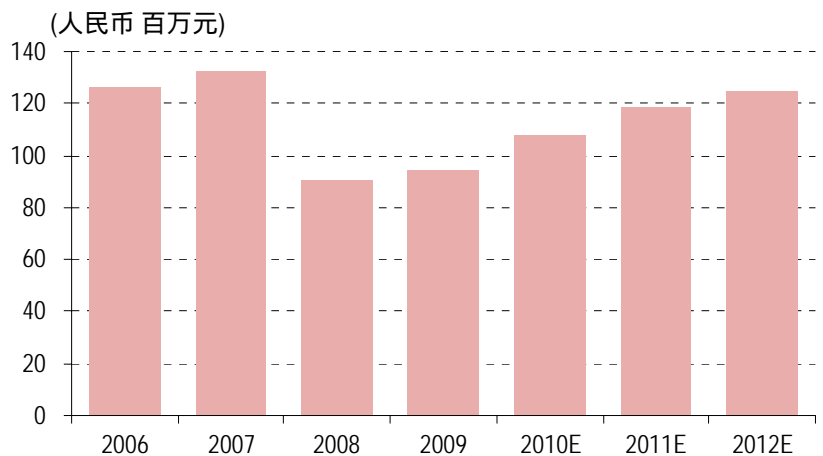
## 半导体单晶硅业务

半导体单晶硅业务主要是由子公司杭州海纳和联营企业杭鑫电子经营的，下游是节能灯行业。由于技术上依托浙江大学半导体材料研究所和硅材料科学国家重点实验室，在高纯硅材料技术、硅单晶缺陷控制、线切割技术和硅片清洗技术方面有着独特的技术优势。多晶硅是公司半导体业务的主要原材料，由于 2007-2008 年太阳能电池行业的超常规发展，抢占了多晶硅资源，导致全球多晶硅供应严重不足，价格连年翻涨，为了避免亏损，公司自 07 年下半年开始被迫降低产能，从而使产品销售下降，市场份额有所下滑。不过 09 年以来，受到全球金融危机的影响，多晶硅的价格出现暴跌，从巅峰的 400 美元/公斤降到 50 美元/公斤，因此对公司盈利出现有利的局面，但是公司产品下游的节能灯行业受到 LED 灯的冲击，整体市场需求受到一定的影响，未来看需求整体将保持平稳。

*未来公司将充分发挥自身优势，提高在节能灯用硅材料领域的市场份额，我们预计公司市场份额有望从目前的 35% 逐步提升到 50%*

公司前几年因大股东占有巨额资金，又因担保债务诉讼不断，主要经营性资产被法院查封冻结，严重阻碍了半导体业务的发展，在重组完成后，化解了债务危机，公司的信用彻底恢复，设备的更新和厂房的建设等将不再成为发展的阻碍，未来公司将充分发挥自身优势，提高在节能灯用硅材料领域的市场份额，我们预计公司市场份额有望从目前的 35% 逐步提升到 50%。半导体单晶硅业务 2010 和 11 年的收入分别增长 15% 和 10%，收入将分别达到 1.1 亿元和 1.2 亿元。

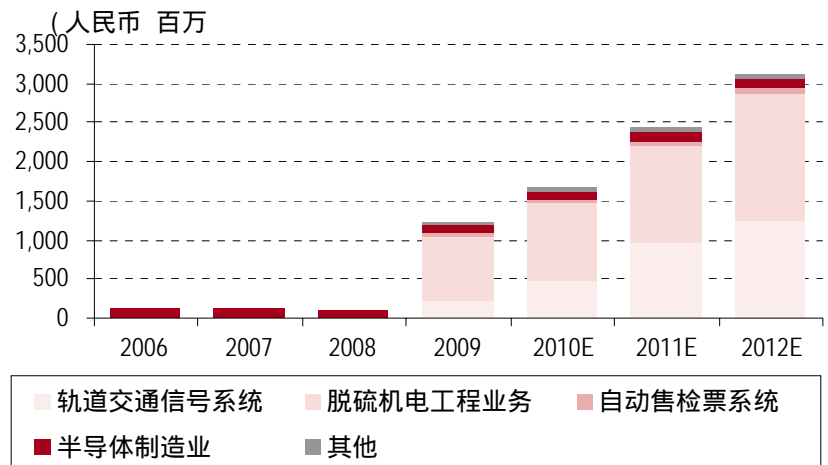
图表 7. 半导体单晶硅业务营业收入预测



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

总体而言，未来 5-10 年轨道交通设备行业将处于行业景气高峰，轨道交通相关设备商将直接受益，此外脱硫机电在新的运营模式以及出口市场带动下将有稳定增长，我们认为 2010 和 11 年的公司销售收入保持快速增长，预计 2010 年销售额达到 16.6 亿元，同比增长 38%，预计 2011 年销售额超过 24.2 亿元，同比增长 46%。

图表 8. 主营业务收入增长



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

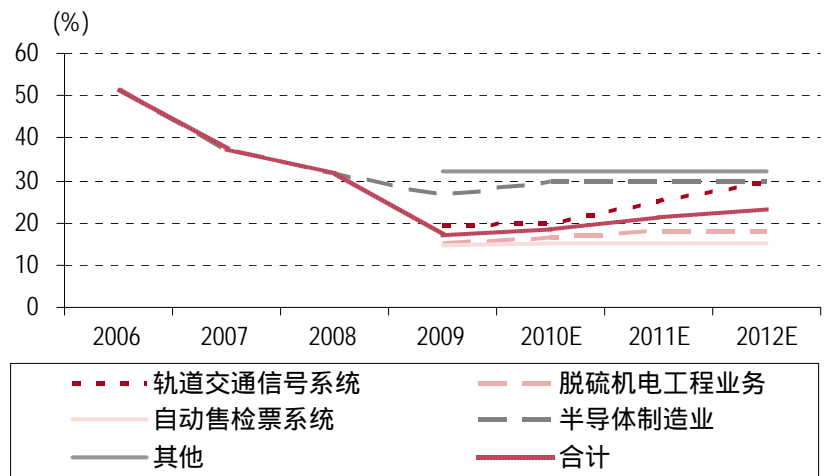
## 利润率分析

我们预计未来两年公司毛利率将平稳上升，这主要得益于公司自主研发的结果，特别是轨道交通信号系统，公司未来有望实现完全自主生产，从而节省每年大笔的技术转让费用以及进口的采购成本。

半导体单晶硅行业的毛利率在 2009 年触底，2010 年以后将有一定反弹，但是不可能恢复到 2006 年 50% 的水平，我们预计该业务的毛利率维持在 30% 左右。脱硫机电业务在经过几年行业内恶性竞争后，整个行业的利润率均下滑到了比较低的水平，行业内平均毛利率在 10-15%，不过目前公司接的海外订单，由于资质要求较高，竞争对手比较少，因此同类产品的售价是国内的 5 倍甚至更高，综合来看脱硫机电业务毛利率会有小幅的回升。

轨道交通信号系统是一个系统工程，因此原材料成本占公司成本的比重不高，研发费用以及技术转让费用的占比较高，未来随着研发成果的体现以及自主化率的提升，毛利率将有较大的上升空间，我们预计公司在 2012 年基本实现自主化，毛利率将有可能从现在的 20%提升到 30%以上。总体来看，我们估计未来两年公司的整体毛利率每年都有 1-2 个百分点的提高。

图表 9.公司的毛利润率水平



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 主要风险

### 行业趋势下滑的风险

由于未来国家大力发展新能源和清洁能源，因此国内火电市场将会趋于饱和，新增的火电装机容量将有所下滑，未来和火电配套的脱硫业务也将受到一定的影响，并且有可能导致更加激烈的竞争。但是，我们认为公司受这方面影响较小，首先公司在 2009 年开拓海外市场非常成功，将有效的弥补国内需求下滑的影响，此外公司在脱硫业务上开始逐步向特许经营等运营类模式转型，未来的收入和利润将会比较稳定。

### 溢价能力较弱的风险

轨道交通设备市场的主体采购方是各地的地方政府，整个轨道交通项目的审批是在国家发改委，由于主要的客户和审批方都是政府机关，因此轨道交通设备生产商的溢价能力相对较弱，市场化程度较低，因此行业内很难产生具有垄断优势的企业，即使市场份额提高但是也很难存在溢价能力上升的情况。

### 市场竞争加剧的风险

由于国内轨道交通设备市场前景看好，因此国内外很多企业都希望进入该领域，目前国家已经明确规定了轨道交通设备的国产化率标准，因此国外企业要想独立进入这个市场非常困难。国内企业在技术上存在一定差距，因此一般轨道信号系统市场上都是国内和国外企业联合竞标，目前国外重要的企业基本上均在国内找到了合作方，新的进入者很有可能倒在技术门槛之外，因此行业内的竞争相对比较稳定，并没有新的进入者以及产能过剩的问题，但是和国际品牌竞争的时候，国内企业在规模、研发力量和经验积累等方面与跨国企业均存在一定的差距。

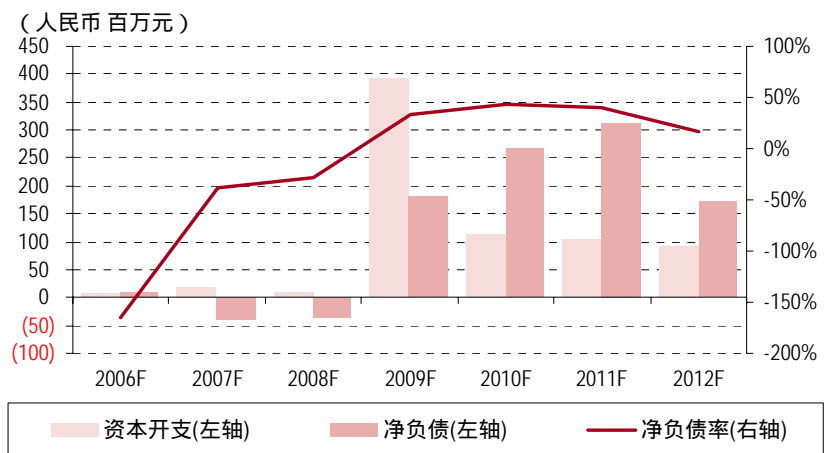
## 财务状况

2010年我们预计公司将通过资本市场募集大约6亿元人民币，这将缓解公司资金方面的需求，同时也为公司未来的发展打下重要基础

公司未来发展投资的方向主要在轨道交通信号系统，除了必要的产能扩张，公司还需要投入很多资源进行自主化研发。此外，公司脱硫业务的特许经营模式在前期也需要占用公司很多的费用。因此未来几年公司的发展对公司资金的需求比较大，不过公司的经营活动现金流将比较充足。

假设公司在2010年顺利完成定向增发，我们预计公司将通过资本市场募集大约6亿元人民币，这将缓解公司资金方面的需求，同时也为公司未来的发展打下重要基础。未来几年轨道交通信号系统工程的逐渐投产，主要是投入到项目的营运资金上，此外公司还将投入一定的资金到信号控制系统的研发中去，因此我们认为在未来3年内公司固定资产投资将维持在比较高的水平——我们预计2010年资本开支为1.1亿元，2011年资本开支达到1.0亿元水平。公司充足的募集资金和稳定的现金流将保证其未来几年的资本开支。我们预计公司2010年和11年将保持在净负债率40%左右的水平。

图表 10. 净负债 (现金)及资本开支



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 11. 非公开发行募集资金投向

项目名称	投资总额(万元)	预计募集资金投入金额(万元)
补充轨道交通工程项目运营资金项目	33,700	33,700
轨道交通信号控制系统开发项目	10,045	6,000
华能湖南岳阳发电有限责任公司三期 2*600MW 机组烟气脱硫工程特许经营项目	19,400	19,400
<b>合计</b>	<b>63,145</b>	<b>59,100</b>

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 估值

众合机电是轨交信号系统和脱硫等细分行业市场中的龙头企业，为配合国家对城市轨道交通的加大投入，公司将逐渐扩大轨道交通信号系统的市场份额和销售收入。公司目前的产品符合未来城市轨道交通和低碳节能的发展方向，并且具有自主知识产权。从销售收入来看，公司轨道交通信号系统的在手订单已经锁定了未来 2 年的收入，而且从目前城市轨道交通加快投资来看，新增订单的速度将不断加快；脱硫机电业务的出口订单以及未来 BOT 项目，收入和盈利的确定性比较强，未来公司机电业务还有可能涉及工业污水处理、淤泥处理和脱硝业务。公司未来的盈利增长确定而且进入的领域都符合国家未来产业调整的方向，因此相比其他机电类上市公司，应该给予众合机电一定的估值溢价。

*基于 2011 年预期市盈率 32.5 倍，我们得出众合机电的目标价格为 23.60 元人民币，给予买入评级。*

我们预测公司 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 0.37 元、0.73 元和 1.12 元，2011 年的业绩里面，轨道交通信号业务的利润占比是 53%，脱硫业务占比 47%。目前轨道交通设备相关类 A 股上市公司 2011 年市盈率平均值为 28.1 倍。脱硫机电业务方面，目前相关企业 2011 年平均市盈率是 37.5 倍。按照分部加总法计算，加权平均计算得出，众合机电的相对估值应该是 2011 年 32.5 倍。因此，基于 2011 年预期市盈率 32.5 倍，我们得出众合机电的目标价格为 23.60 元人民币，给予**买入**评级。

图表 12. 估值比较

公司名称	评级	每股收益(人民币)		市盈率(倍)		净资产收益率(%)		每股收益增长率(%)		市净率(倍)	
		2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
<b>轨道交通相关设备</b>											
中国南车-A 股	买入	0.22	0.30	22.6	16.3	12.8	15.6	44.3	38.3	2.9	2.6
中国北车	买入	0.21	0.27	22.9	18.0	9.8	12.5	33.6	27.8	2.2	2.2
辉煌科技	未有评级	0.84	1.25	55.1	37.3	9.0	11.2	(4.5)	47.7	4.9	4.2
赛为智能	未有评级	0.43	0.56	52.9	40.7	8.8	10.2	(18.6)	30.1	4.6	4.2
<b>平均</b>		<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>38.4</b>	<b>28.1</b>	<b>10.1</b>	<b>12.4</b>	<b>13.7</b>	<b>36.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>
<b>脱硫机电类公司</b>											
龙净环保	未有评级	1.3	1.5	20.4	17.8	13.1	17.2	18.0	3.1	3.5	3.2
菲达环保	未有评级	0.2	0.2	99.1	67.6	2.4	4.0	5.5	66.7	3.9	3.7
凯迪电力	未有评级	0.5	0.6	28.4	27.1	11.4	12.5	11.4	5.1	3.6	3.1
<b>平均</b>		<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>49.3</b>	<b>37.5</b>	<b>9.0</b>	<b>11.2</b>	<b>11.6</b>	<b>25.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>
<b>众合机电</b>	<b>买入</b>	<b>0.37</b>	<b>0.73</b>	<b>51.3</b>	<b>26.4</b>	<b>16.3</b>	<b>24.9</b>	<b>11.3</b>	<b>94.6</b>	<b>8.3</b>	<b>6.6</b>

资料来源：中银国际研究预测

## 附录一、中国城市轨道交通网

### 北京地铁

北京地铁最初试运营于1969年，是中国的第一个地铁系统。截至2009年底，北京地铁共有9条运营线路，147座运营车站（换乘站重复计算），运营线路总长近228公里。以运营里程计算，北京的地铁系统目前是中国大陆第二大城市轨道交通系统，仅次于上海轨道交通。目前北京地铁日客运量在500万人次左右。目前，北京地铁正在进行大规模建设，预计在2015年，北京地铁将有19条线路，运营里程达到561公里。

根据2002年6月修订的《北京市城市轨道交通线网调整规划》，北京城市轨道交通线网将由中心城区轨道交通、市区城市轨道交通和市郊轨道交通三部分组成，北京市轨道交通规划线路总里程将由原408公里增加到1053公里。2015年底，北京将建成“三环、四横、五纵、七放射”的19条线路、总长561公里的轨道交通网络，标志着北京轨道交通近期建设规划（2004-2015）完成。届时，轨道交通日客运量将由2007年初的186万人次增加到1,000万人次，轨道交通出行占公共交通出行比例由2007年初的15%提高至49%，占总出行比例由5%提高到23%。

### 上海轨道交通

上海地铁第一条线路于1995年4月正式运营，是目前中国线路最长的城市轨道交通系统。截至2010年4月，上海轨道交通线网已开通运营11条线、266座车站，运营里程达410公里（不含磁浮示范线），另有全线位于世博园区内，仅供世博园游客和工作人员搭乘的世博专线，近期及远期规划则达到510公里和970公里。2008年全网年客运量达11.22亿人次。



图表 13. 中国城市轨道交通网

城市	线路	总公里数	车站数量	状态
北京	1号线	31.0	23	在运营
	2号线	23.6	18	在运营
	4号线	28.2	24	在运营
	5号线	27.6	23	在运营
	8号线(奥运支线)	4.5	4	在运营
	10号线	24.7	22	在运营
	13号线	40.9	16	在运营
	八通线	19.0	13	在运营
	机场线	28.1	4	在运营
	上海	1号线	36.4	28
2号线		60.0	29	在运营
3号线		40.3	29	在运营
4号线		33.7	26	在运营
5号线		17.2	11	在运营
6号线		31.1	27	在运营
7号线		34.4	27	在运营
8号线		37.4	28	在运营
9号线		45.6	23	在运营
10号线		29.6	27	在运营
11号		46.0	19	在运营
13号线		4.0	3	在运营
磁选浮		33.0	2	在运营
广州	1号线	18.5	16	在运营
	2号线	27.2	17	在运营
	3号线	36.4	18	在运营
	4号线	43.7	13	在运营
	5号线	31.9	24	在运营
天津	1号线	26.2	22	在运营
	津滨轻轨	45.4	14	在运营
深圳	罗宝线(1号线)	21.9	19	在运营
	龙华线(4号线)	16.0	10	在运营
南京	1号线	21.7	16	在运营
武汉	轻轨1号线	28.9	27	在运营
重庆	2号线	19.2	18	在运营
大连	轻轨3号线	63.5	20	在运营
长春	3号线	52.0	33	在运营

资料来源：中银国际研究

## 附录二、公司简介

公司之前叫浙江海纳，因为原实际控制人的违法违规行为，浙江海纳巨额资金被违规占用，且存在巨额对外担保，2004年度、2005年度连续两年亏损，2006年度财务报告被注册会计师出具了无法表示意见的审计报告。由于浙江海纳严重资不抵债，无力清偿到期债务，浙江海纳的债权人向杭州中院提起破产重整申请，经法院裁定，浙江海纳进入重整程序，通过重整程序实施债务重组。浙江海纳的债权本金偿债率为25.35%，2007年大地投资提供等值现金，用于完成浙江海纳重整计划。

2008年在债务重组成功的基础上，为进一步提高浙江海纳资产质量，改善公司财务结构，提升上市公司持续盈利能力，浙江海纳向浙大网新非公开发行股份，购买浙大网新持有的网新机电100%的股权。网新机电的主营业务为脱硫业务总包，年销售额约为10-15亿元，毛利率约为12%-16%。

2009年，浙江海纳与网新集团签署《股权购买协议》，浙江海纳以现金购买网新集团拥有众合轨道100%的股权，购买的众合轨道100%股权采用收益法下评估价值为6,275万元，交易价格为6,000元。

## 附录三、财务数据

### 损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	94	1,206	1,663	2,423	3,116
销售成本	(64)	(1,013)	(1,371)	(1,927)	(2,419)
经营费用	(13)	(129)	(149)	(221)	(286)
息税折旧前利润	17	64	142	275	412
折旧及摊销	(8)	(10)	(20)	(26)	(32)
经营利润(息税前利润)	9	54	122	249	380
净利息收入/(费用)	(1)	(8)	(29)	(31)	(33)
其他收益/(损失)	14	57	30	22	22
税前利润	22	103	123	240	369
所得税	0	(9)	(19)	(36)	(55)
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	22	94	104	203	312
核心净利润	22	94	104	203	312
每股收益(人民币)	0.240	0.335	0.373	0.726	1.118
核心每股收益(人民币)	0.240	0.335	0.373	0.726	1.118
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.056	0.109	0.168
收入增长(%)	(29)	1,184	38	46	29
息税前利润增长(%)	(51)	505	125	104	52
息税折旧前利润增长(%)	(38)	276	121	94	49
每股收益增长(%)	(89)	40	11	95	54
核心每股收益增长(%)	(89)	40	11	95	54

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	35	319	283	286	480
应收帐款	46	1,015	1,306	1,759	2,054
库存	47	142	192	270	338
其他流动资产	28	228	301	419	524
流动资产总计	155	1,704	2,081	2,734	3,396
固定资产	36	317	369	408	441
无形资产	0	143	184	223	250
其他长期资产	44	61	76	86	96
长期资产总计	80	521	630	717	787
总资产	234	2,225	2,711	3,451	4,183
应付帐款	1	942	1,220	1,636	1,955
短期债务	0	319	369	419	469
其他流动负债	103	214	283	385	481
流动负债总计	104	1,475	1,873	2,439	2,905
长期借款	0	181	181	181	181
其他长期负债	0	6	6	6	6
股本	90	279	279	279	279
储备	35	273	361	533	798
股东权益	125	552	640	812	1,077
少数股东权益	6	11	12	13	14
总负债及权益	234	2,225	2,711	3,451	4,183
每股帐面价值(人民币)	1.38	1.98	2.29	2.91	3.86
每股有形资产(人民币)	1.38	1.46	1.63	2.11	2.97
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.38)	0.65	0.96	1.13	0.61

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	22	103	123	240	369
折旧与摊销	8	10	20	26	32
净利息费用	1	8	29	31	33
运营资本变动	(15)	(301)	(82)	(147)	(69)
税金	0	(9)	(19)	(36)	(55)
其他经营现金流	(4)	417	(15)	(10)	(10)
经营活动产生的现金流	13	228	57	104	299
购买固定资产净值	(10)	(393)	(114)	(104)	(92)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(7)	(2)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(16)	(394)	(114)	(104)	(92)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	462	50	50	50
支付股息	0	(4)	0	(16)	(30)
其他融资现金流	(1)	(7)	(29)	(31)	(33)
融资活动产生的现金流	(1)	451	21	3	(13)
现金变动	(4)	285	(36)	3	194
期初现金	39	35	319	283	286
公司自由现金流	(3)	(165)	(54)	3	211
权益自由现金流	(4)	288	(36)	19	224

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	18.3	5.3	8.6	11.4	13.2
息税前利润率(%)	9.5	4.5	7.3	10.3	12.2
税前利润率(%)	23.5	8.6	7.4	9.9	11.8
净利率(%)	23.0	7.8	6.3	8.4	10.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.2	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	7.4	5.8	3.9	7.3	10.3
净权益负债率(%)	净现金	32.2	41.0	38.1	15.6
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	79.8	57.1	51.3	26.4	17.1
核心业务市盈率(倍)	79.8	57.1	51.3	26.4	17.1
目标价对应核心业务	99.8	71.4	64.2	33.0	21.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	13.8	9.7	8.3	6.6	5.0
价格/现金流(倍)	133.8	23.4	94.3	51.4	17.9
企业价值/息税折旧前	98.7	85.9	39.5	20.6	13.4
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	270.1	34.0	44.4	43.7	45.9
应收帐款周转天数	197.7	160.5	254.7	230.8	223.3
应付帐款周转天数	5.1	142.7	237.3	215.1	210.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	19.0	27.7	17.5	27.9	33.0
资产收益率(%)	3.9	4.0	4.2	6.9	8.5
已运用资本收益率(%)	7.8	9.4	11.1	19.2	24.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

众合机电 (000925.SZ/人民币 19.15,买入)  
辉煌科技 (002296.SZ/人民币 46.55, 未有评级)  
赛为智能 (300044.SZ/人民币 22.82, 未有评级)  
龙净环保 (600388.SS/人民币 26.12, 未有评级)  
菲达环保 (600526.SS/人民币 14.87, 未有评级)  
凯迪电力 (000939.SZ/人民币 15.48, 未有评级)  
中国南车 (601766.SS/人民币 4.85,买入)  
中国北车 (601299.SS/人民币 4.86,买入)

以 2010 年 6 月 4 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;  
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。  
未有评级 (NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述  
指数在上下 10%区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 6 月 4 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

### 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

### 相关关联机构：

#### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

#### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

#### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

#### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

#### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

#### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371