

调研简报

众和机电（000925）

投资评级

谨慎推荐

2010年6月30日

轨道信号系统的新秀，竞争壁垒很高

分析师： 段迎晟 duanyingsheng@guosen.com.cn 电话 0755-82130761

SAC 执业证书编号：S0980210030013

事项：

6月29日对众和机电进行了调研，了解了公司最近的发展情况。

评论：

■ 公司概况

公司目前主要由三大块主要业务：脱硫机电工程及相关 BOT 模式的脱硫业务，包括轨道交通信号及 AFC（自动售检票系统）在内的轨道业务、单晶硅业务。其中，轨道交通业务会随着中国轨道建设的迅速扩张以及公司自主研发能力的提升实现较大增长；在脱硫业务方面，公司积极拓展海外项目，以保持稳定的业务收入；而单晶硅业务随着半导体市场的复苏也逐渐转暖。

■ 轨道交通业务前景广阔

截至目前为止，全国已有 10 个城市开通了 31 条城市轨道交通线，运营里程达 835.5 公里。我国已获批准的城市轨道交通项目在 2010 年至 2015 年间，总里程将达 1700 公里，到 2020 年预计我国将建成 5000km 左右的城市轨道交通线路。未来十年将是我国城市轨道交通建设的黄金发展期。

公司轨道交通信号系统占市场份额逐年提升，轨道交通信号系统的中标率较高。目前公司已经中标总计 12 个轨道交通工程项目，其中轨道交通信号控制系统项目 6 个，自动售检票系统项目 4 个，票务清分系统 2 个。作为国内有资格参与轨道交通信号控制系统招投标的少数几家企业之一，公司将显著受益于轨道交通业务的建设投资。另外，公司在工程项目建设过程中，同安萨尔多信号集团美国公司（ASTS US）、庞巴迪（BOMBARDIER）公司形成了良好的合作关系。

■ 轨道交通信号系统的竞争壁垒很高

由于轨道交通信号系统对安全性能要求极高，我国从 90 年代开始建设轨道交通时，都是引进国外先进的地铁信号系统设

备，目前国内成功应用地铁信号系统的公司包括英国 WESTINGHOUSE 公司、意大利安萨尔多、美国 GRS 公司、美国 ASTS 公司、德国 SIEMENS 公司、法国 ALSTON 公司等。

出于铁路系统建设国产化的要求，国内少数厂商逐渐开始进入地铁信号系统领域，包括浙江众合机电、铁路通号、上海自仪股份、北京和利时、中国电子科技集团公司第十四研究所等企业。然而，国产信号系统至今尚未形成完整的产品，信号系统的国产化率仅能达到 55%。

轨道交通信号系统由列车自动控制系统（ATC 系统）和联锁设备两大部分组成。其中 ATC 系统又可分为列车自动防护（ATP）子系统、列车自动运行（ATO）子系统和列车自动监控（ATS）子系统三个子系统。由于信号系统涉及重大安全问题，而且国内技术暂时处于落后状态，所以相关政府部门对系统厂商的资质要求非常严格，所以潜在厂商想要进入该领域具有较高壁垒。

由于轨道交通业务属于政府采购项目，采购价格总体控制较低。同时，地铁项目非连续性及其明显，如果相关公司无法取得一定规模的项目，很难维持经营成本。另外，已经成功实施的项目对于后续的项目竞标时具备重要的参照价值；而且目前的信号系统业务普遍是中方和外方厂商合作竞标的形式，同有实力的外方厂商合作关系也非常重要。

■ 研发能力的提高将进一步增强盈利能力

由于目前的信号系统都同外资公司合作实施，一条地铁的信号系统平均约 2 亿合同中，有 7000 万~8000 万支付给外方作为软件及服务费用。而目前信号系统业务的毛利仅能达到 20% 左右，公司依托浙大网新的研发实力，在实现软件系统的自主开发之后，毛利将达到 40%，极大的提高公司的盈利能力。

■ 脱硫机电业务实现转型

公司在接下来将重点开拓海外脱硫机电业务，目前已经与意大利 IDRECO 公司合作在欧洲获得 2 次订单。目前公司的经营目标未来每年在海外至少获得一个项目，其中每个项目平均 5000 万欧元的规模。

另外，公司正在积极开展 BOT 经营模式，即建设—经营—转让的特许经营模式，BOT 模式虽然占用资金规模较大，但是利润率相对较高，也是公司未来发展的重要方向之一。

■ 半导体单晶硅业务实现复苏

随着 2010 年半导体行业的复苏，公司的单晶硅业务也实现复苏。另外，公司的联营企业杭鑫电子（参股比例 45.36%）在 2009 年发生亏损，在 2010 年一季度杭鑫电子已经顺利实现盈利。

■ 公司的成长空间大，给予谨慎推荐评级

公司在已经签订的 12 个项目中，沈阳 1 号线、深圳 3 号线和成都 1 号线的信号系统以及南京 AFC 系统都将于 2010 年完工。另外，公司目前正在跟踪的轨道交通信号工程项目有 40 多个，其中信号系统 23 个，自动售检票系统 22 个，跟踪项目金额预计达到 90 亿元以上。我们预计未来三年内公司每年可承揽的轨道交通工程合同额都在 10 亿以上。

我们看好公司在轨道交通信号系统中的发展，其他如脱硫业务的海外拓展和BOT模式的推广也具备基础，半导体业务随行业复苏，虽然轨道交通的结算具有不确定性，但公司的成长性比较确定，如果增发成功将给公司带来更大的资本支持，我们给予公司谨慎推荐的评级。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。