2010 年 8 月 17 日

众合机电

轨交业务是亮点

买入

A

000925.SZ – 人民币 21.34

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: S13002

众合机电 2010 年上半年净利润同比下滑 39%至 3,200 万元人民币，收入同比下滑 5%至 4.2 亿人民币。由于上半年公司业务结构的调整，轨道交通以及半导体硅片业务等高利润率产品的收入占比有非常明显的提高，因此公司的毛利率出现了 10.2 个百分点的大幅上升，脱硫业务出现明显的下滑。公司在管理费用和销售费用的控制方面做的非常不错，因此公司的经营利润率同比上升了大约 12 个百分点。但是由于 2009 年上半年有一笔因实施重大资产重组而获得的债务豁免收益 6,000 万元，导致 2010 年上半年公司的净利润同比下滑 39%。

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。

估值

- 我们预计公司 2010 和 11 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，维持目标价 23.60 元，维持*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(%)	(3)	6	23	47
相对新华富时 A50 指数(%)	20	(1)	25	67

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	322
流通股 (%)	28
流通股市值 (人民币 百万)	1,884
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	54
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
盾安环境	56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

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*	*11*	*95*	*54*
市盈率(倍)	89.0	63.7	57.2	29.4	19.1
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)	149.1	26.1	105.1	57.2	19.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	111.9	100.1	45.7	23.8	16.0
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	0.5	0.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，thomsonreuters.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

估值。我们预计公司2010和11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，维持***买入***评级。

2010年上半年盈利同比下滑39%。众合机电2010年上半年净利润同比下滑39%至3,200万元人民币，收入同比下滑5%至4.2亿人民币。由于上半年公司业务结构的调整，轨道交通以及半导体硅片业务等高利润率产品的收入占比有非常明显的提高，因此公司的毛利率出现了10.2个百分点的大幅上升，脱硫业务出现明显的下滑。公司在管理费用和销售费用的控制方面做的非常不错，因此公司的经营利润率同比上升了大约12个百分点。但是由于2009年上半年有一笔因实施重大资产重组而获得的债务豁免收益6,000万元，导致2010年上半年公司的净利润同比下滑39%。

轨道交通业务。公司承担的项目中预计年底前将有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。

脱硫机电业务。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。

半导体单晶硅业务。在国际和国内半导体市场快速恢复的宏观环境下，公司2010年上半年的单晶硅产量和销售额都有所增长。公司产品以半导体器件中节能灯电子整流器芯片用硅片为主，在国家节能减排的大环境和政策下，未来我们认为盈利能力将得到有效保障，产品销量和市场趋于稳定。

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币，百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动 %
经营收入	436	415	(5)
销售成本	(373)	(312)	(16)
毛利润	63	102	61
销售费用	(25)	(21)	(13)
管理费用	(41)	(30)	(27)
经营利润	(2)	51	NM
财务成本	2	(28)	NM
投资及其它收益	55	14	(75)
税前利润	54	37	(32)
税金	(2)	(6)	263
少数股东权益	(0)	1	NM
净利润	52	32	(39)
盈利能力(%)			
毛利率	14.5	24.7	
经营利润率	(0.5)	12.2	
净利率	12.0	7.7	

资料来源：公司数据

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

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

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

主要比率

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
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
流动性(倍)					
流动比率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率	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	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1
估值 (倍)					
市盈率	89.0	63.7	57.2	29.4	19.1
核心业务市盈率	89.0	63.7	57.2	29.4	19.1
目标价对应核心业务市盈率	99.8	71.4	64.2	33.0	21.4
市净率	13.8	9.7	8.3	6.6	5.0
价格/现金流	133.8	23.4	94.3	51.4	17.9
企业价值/息税折旧前利润	98.7	85.9	39.5	20.6	13.4
周转率					
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
回报率 (%)					
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

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 8 月 13 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，豁免披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”)须要受制于任何地区、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，亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本报告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报告均須在承諾購買任何报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。本报告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情况及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下須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，毋須提前通知。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阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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