

整合轨交业务优化经营，员工持股彰显信心

买入|维持

——众合科技事件点评

事件：

1、3月26日，公司发布员工持股计划草案，拟参与对象包括13名董监高在内的不超过1700人公司员工，计划筹资不超过4亿元；同时，公司代员工持股计划受让第二大股东成尚科技持有的公司股份3528.56万股（占公司总股本的6.42%），作价6.804元/股，共计2.40亿元。

2、公司拟与关联方网新机电在产业基地开发与运营、非主业资产的共同运营管理、供应链等多方面开展战略合作。同时拟与网新机电共同投资设立智控子公司，搭建“智慧大交通”业务平台。

报告要点：

● 继环保业务整合之后，厘清智慧交通板块，有助于提升经营效率

公司业务分为智慧交通及节能环保两个板块。2019年12月公司将环保业务统一整合成环保平台，引入上海申能能创为战投，拟在2019-2021年分三阶段转让环保业务90%的股权。而今，公司拟与网新机电共同投资设立智控子公司，并将公司智慧交通相关的部门及业务统一纳入智控子公司，由智控子公司负责整个“智慧大交通”板块。其中，公司占智控子公司股份不低于80%。此外，公司拟与网新机电在产业基地开发与运营、非主业资产的共同运营管理、供应链等多方面开展战略合作。本次整合，将更有利于公司厘清交通业务已有资源、提升经营效率，同时优化管理架构，加强各业务板块的主观能动性。

● 员工持股涉及面广，为公司长期健康发展注入强心剂

公司此次员工持股计划拟筹资上限为4亿元，参与员工不超过1700人，其中公司13名董监高拟认购份额上限为2亿份，占比约50%。另外，本次设立智控子公司将为公司智慧交通板块核心团队预留不超过10%的期权，将在合适的时机向智慧交通板块核心团队开放认购。公司通过员工持股及期权计划深度绑定员工利益，有利于刺激团队动力，为公司长期健康发展注入强心剂，同时也彰显公司对未来发展的信心。

● 轨交信号系统在手订单充足、订单持续性强，业绩释放弹性大

目前公司轨交信号系统在手订单约40亿元。2019年新增中标21.80亿元，同比+256%，自研系统占比63.85%。公司自研信号系统毛利率远高于合资项目，自研占比提升将带动公司轨交信号系统毛利率逐步攀升。未来几年城轨建设如火如荼，公司轨交信号系统订单持续强。根据订单周期推算，2019-2021年公司信号系统进入收入确认高增长期。我们测算轨交信号系统收入盈亏平衡点约为10亿元，当收入迈过盈亏平衡点，业绩弹性较大。

● 盈利预测与投资建议

预计公司19-21年将实现营收分别为24.88/28.71/32.71亿元，实现归母净利润分别为1.5/2.1/3.1亿元，对应当前的PE分别为27/20/14。考虑到公司在手订单充足、轨交进入确认加速阶段，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

城市轨道交通项目招投标进展不及预期；应收账款等资产减值风险；环保业务整合不及预期。

当前价/目标价：7.60元/9.5元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：9.5/6.07

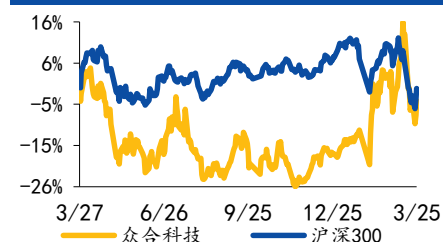
A股流通股（百万股）：453.23

A股总股本（百万股）：549.56

流通市值（百万元）：3562.37

总市值（百万元）：4319.58

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《环保平台引入长期合作方，轨交业务进入爆发期》

2020.01.02

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

邮箱 qinyanan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2086	2089	2488	2871	3271
收入同比 (%)	73	0	19	15	14
归母净利润(百万元)	60	27	153	208	306
归母净利润同比(%)	155	-55	465	36	47
ROE (%)	2.6	1.2	6.1	7.7	10.2
每股收益 (元)	0.11	0.05	0.28	0.38	0.56
市盈率(P/E)	69.44	154.78	27.37	20.10	13.67

资料来源：Wind,国元证券研究中心

国元持仓披露：未达到 1% 或者以上，无需披露。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2930	3050	3554	3936	4403
现金	879	911	995	1091	1178
应收账款	1370	1449	1704	1981	2271
其他应收款	158	74	162	164	184
预付账款	102	84	220	180	200
存货	296	427	349	381	414
其他流动资产	125	104	125	138	156
非流动资产	3086	3416	3541	3475	3378
长期投资	170	305	309	309	309
固定资产	345	333	384	472	526
无形资产	1023	968	913	827	718
其他非流动资产	1548	1810	1935	1867	1824
资产总计	6016	6466	7096	7411	7780
流动负债	2999	3381	3850	3945	3997
短期借款	1214	1469	1688	1637	1464
应付账款	951	1127	1225	1385	1555
其他流动负债	834	785	937	923	978
非流动负债	617	646	639	644	643
长期借款	558	454	454	454	454
其他非流动负债	59	192	185	190	189
负债合计	3616	4027	4490	4589	4640
少数股东权益	96	97	107	117	127
股本	393	550	550	550	550
资本公积	2031	1880	1880	1880	1880
留存收益	-91	-64	89	297	603
归属母公司股东权益	2304	2342	2499	2705	3013
负债和股东权益	6016	6466	7096	7411	7780

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	46	155	199	353	431
净利润	122	26	163	218	316
折旧摊销	139	177	164	175	184
财务费用	99	111	97	101	95
投资损失	-17	-6	-47	-8	-9
营运资金变动	-376	-235	-199	-163	-185
其他经营现金流	78	82	20	30	30
投资活动现金流	-120	-365	-243	-103	-78
资本支出	113	302	170	50	50
长期投资	41	187	4	0	0
其他投资现金流	34	124	-68	-53	-28
筹资活动现金流	359	175	129	-155	-266
短期借款	11	256	219	-51	-173
长期借款	366	-104	0	0	0
普通股增加	73	157	0	0	0
资本公积增加	1057	-151	0	0	0
其他筹资现金流	-1148	17	-90	-103	-93
现金净增加额	270	-24	84	96	87

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2086	2089	2488	2871	3271
营业成本	1479	1466	1715	1922	2141
营业税金及附加	20	21	25	29	33
营业费用	57	60	56	69	79
管理费用	122	157	199	233	262
研发费用	123	150	164	181	199
财务费用	99	111	97	101	95
资产减值损失	60	113	85	100	114
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0
投资净收益	17	6	47	8	9
营业利润	156	34	210	262	375
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	155	34	211	263	376
所得税	33	8	49	45	60
净利润	122	26	163	218	316
少数股东损益	62	-1	10	10	10
归属母公司净利润	60	27	153	208	306
EBITDA	394	322	471	537	654
EPS (元)	0.15	0.05	0.28	0.38	0.56

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	73.0	0.1	19.1	15.4	13.9
营业利润 (%)	184.5	-77.9	511.1	24.4	43.4
归属母公司净利润 (%)	155.3	-55.1	465.4	36.2	47.1
获利能力					
毛利率 (%)	29.1	29.8	31.1	33.0	34.6
净利率 (%)	2.9	1.3	6.1	7.2	9.4
ROE (%)	2.6	1.2	6.1	7.7	10.2
ROIC (%)	6.3	3.5	6.7	8.4	10.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.1	62.3	63.3	61.9	59.6
净负债比率 (%)	52.99	53.60	52.95	50.68	46.39
流动比率	0.98	0.90	0.92	1.00	1.10
速动比率	0.87	0.77	0.83	0.90	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.33	0.37	0.40	0.43
应收账款周转率	2	1	1	1	1
应付账款周转率	1.80	1.41	1.46	1.47	1.46
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.05	0.28	0.38	0.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	0.28	0.36	0.64	0.78
每股净资产 (最新摊薄)	4.19	4.26	4.54	4.92	5.48
估值比率					
P/E	69.44	154.78	27.37	20.10	13.67
P/B	1.81	1.79	1.67	1.55	1.39
EV/EBITDA	13	16	11	9	8

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188