

证券研究报告 / 公司动态报告

**增持**

上次评级: 增持

## 环保平台引入合作方, 建议持续关注轨交业务

**事件概述:** 浙江众合科技股份有限公司为整合资源, 提升公司价值, 优化公司资产与业务结构, 在坚持双轮驱动主营战略的前提下, 结合环保业务行业特点和新趋势, 有针对性地实施差异化发展模式, 实现环保业务的可持续发展, 特别是做大做强水处理等相关细分板块业务, 拟在设立环保平台公司——浙江众合达康环境有限公司的基础上, 引入上海申能能创能源发展有限公司作为产业合作方, 充分发挥上海申能能创及其股东方在能源及节能环保等产业的背景、渠道、资金实力等优势资源与其开展股权、项目投资等多种形式的合作。双方已就上述合作事项初步达成一致, 并于2019年9月12日在董事会审议通过后签署了《关于环保业务合作框架协议》。

**股权合作模式分“三步走”, 未来或实现环保业务股权出售。** 此次环保平台引入长期产业发展合作方, 合作方上海申能能创是, 能集团的下属子公司, 通过股权、项目投资等多种形式展开。股权合作方是具体分为三个阶段, 第一阶段中上海申能能创在2019年内收购众合科技持有的标的公司40%的股权, 成为标的公司的重要战略性股东; 第二阶段中上海申能能创无条件享有在2020年继续向众合科技收购标的公司30%股权或放弃第二阶段收购/全部收购(包括第一阶段收购或后续阶段收购)的自主选择权; 第三阶段众合科技有权要求上海申能能创在2021年向众合科技收购标的公司不超过20%(含)的股权。

**短期整合资源促进环保业务发展, 中长期聚焦轨道交通主业。** 公司目前的业务内容主要分为轨道交通和节能环保两部分, 2019年上半年, 公司水处理业务收入为2.47亿元, 占比总收入为23%, 轨道交通信号系统和自动售检票系统收入为6.7亿元, 占比总收入为64%。上海申能能创是申能集团下属子公司, 是此次众合科技在环保板块的合作方。申能集团目前拥有申能股份有限公司、上海燃气集团、东方证券(SH600958)等十余家二级全资和控股子企业。近年来, 申能集团大

股票数据	2019/9/18
6个月目标价(元)	7.63
收盘价(元)	6.87
12个月股价区间(元)	4.22~9.17
总市值(百万元)	3,776
总股本(百万股)	550
A股(百万股)	550
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	6

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	9%	6%	24%
相对收益	4%	-1%	5%

### 相关报告

《众合科技(000925): 中报业绩高增长, 期待自研信号系统持续放量》—20190830

《机械行业周观点: 中报业绩预告喜忧参半, 油服及工程机械行业表现亮眼》—20190715

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,086	2,089	2,727	3,306	4,011
(+/-)%	73.01%	0.13%	30.52%	21.25%	21.33%
归属母公司净利润	60	27	134	220	324
(+/-)%	155.34%	-55.14%	396.78%	64.10%	47.19%
每股收益(元)	0.11	0.05	0.24	0.40	0.59
市盈率	141.29	119.02	28.14	17.15	11.65
市净率	3.69	1.37	1.51	1.39	1.24
净资产收益率(%)	2.61%	1.15%	5.38%	8.11%	10.67%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	393	550	550	550	550

### 证券分析师: 刘军

执业证书编号: S0550516090002  
02120363255 liujun@nesc.cn

### 证券分析师: 邹桂龙

执业证书编号: S0550518070002  
02120363255 taigl@nesc.cn

力推动能源产业链拓展，先后涉足节能环保、能源贸易、新能源创投基金等新业务领域，短期来看，本次引入产业发展合作方上海中能能创，有助于通过产业资源的整合，提升现有环保业务的盈利能力，特别是水处理等业务的产业规模和综合竞争力。长期来看，公司或实现环保业务的出售，继续聚焦轨道交通业务。城市轨道交通行业目前维持高景气，十三五末期迎来通车高峰期，长期来看，城市轨道交通发展空间依旧广阔，城市轨道交通信号系统伴随城轨行业发展维持景气。

**盈利预测与投资评级：**城市轨道交通行业维持景气，公司智慧交通板块业绩向好；节能环保板块业绩稳健，引入长期产业发展合作方有助于提升现有环保业务的盈利能力，特别是水处理等业务的产业规模和综合竞争力。相较于节能环保板块，我们更建议投资者重点关注公司自研系统放量和毛利率提升。预计公司 2019 年-2021 年的净利润为 1.34/2.20/3.24 亿元，维持“增持”评级。

**风险提示：**自研信号系统放量与毛利率低于预期；节能环保板块公司业绩低于预期；行业竞争格局恶化。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	911	762	691	703	净利润	26	131	215	317
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	113	78	64	59
应收款项	1,528	1,940	2,352	2,853	折旧及摊销	177	31	33	35
存货	427	474	571	683	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	184	288	342	408	财务费用	121	92	92	92
<b>流动资产合计</b>	<b>3,050</b>	<b>3,462</b>	<b>3,956</b>	<b>4,646</b>	投资损失	-6	-3	-3	-3
可供出售金融资产	33	33	33	33	运营资本变动	-268	-282	-208	-250
长期投资净额	305	305	305	305	其他	-8	0	0	0
固定资产	333	320	295	272	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>155</b>	<b>46</b>	<b>192</b>	<b>249</b>
无形资产	968	968	968	968	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-365</b>	<b>-122</b>	<b>-171</b>	<b>-145</b>
商誉	640	640	640	640	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>175</b>	<b>-74</b>	<b>-92</b>	<b>-92</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,416</b>	<b>3,510</b>	<b>3,651</b>	<b>3,765</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>140</b>	<b>350</b>	<b>317</b>	<b>490</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,466</b>	<b>6,972</b>	<b>7,607</b>	<b>8,411</b>					
短期借款	1,469	1,469	1,469	1,469	财务与估值指标				
应付款项	1,382	1,650	1,988	2,377	每股指标				
预收款项	155	203	246	298	每股收益 (元)	0.05	0.24	0.40	0.59
一年内到期的非流动负债	235	235	235	235	每股净资产 (元)	4.26	4.54	4.94	5.53
<b>流动负债合计</b>	<b>3,381</b>	<b>3,738</b>	<b>4,158</b>	<b>4,645</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.28	0.08	0.35	0.45
长期借款	454	454	454	454	成长性指标				
其他长期负债	192	192	192	192	营业收入增长率	0.13%	30.52%	21.25%	21.33%
<b>长期负债合计</b>	<b>646</b>	<b>646</b>	<b>646</b>	<b>646</b>	净利润增长率	-55.14%	396.78%	64.10%	47.19%
<b>负债合计</b>	<b>4,027</b>	<b>4,385</b>	<b>4,804</b>	<b>5,291</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,342	2,494	2,714	3,038	毛利率	29.82%	29.57%	30.00%	31.00%
少数股东权益	97	94	89	82	净利率	1.29%	4.92%	6.66%	8.08%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,466</b>	<b>6,972</b>	<b>7,607</b>	<b>8,411</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	259.62	259.62	259.62	259.62
					存货周转率 (次)	90.01	90.01	90.01	90.01
					偿债能力指标				
					资产负债率	62.29%	62.89%	63.15%	62.90%
					流动比率	0.90	0.93	0.95	1.00
					速动比率	0.75	0.77	0.78	0.82
					费用率指标				
					销售费用率	2.86%	2.45%	2.50%	2.50%
					管理费用率	7.52%	8.95%	8.00%	8.00%
					财务费用率	5.32%	2.86%	2.43%	2.03%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	119.02	28.14	17.15	11.65
					P/B (倍)	1.37	1.51	1.39	1.24
					P/S (倍)	1.81	1.39	1.14	0.94
					净资产收益率	1.15%	5.38%	8.11%	10.67%

  

利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,089	2,727	3,306	4,011
营业成本	1,466	1,920	2,314	2,768
营业税金及附加	21	21	33	40
资产减值损失	113	78	64	59
销售费用	60	67	83	100
管理费用	157	244	264	321
财务费用	111	78	80	81
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	6	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>34</b>	<b>165</b>	<b>273</b>	<b>402</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>34</b>	<b>165</b>	<b>273</b>	<b>402</b>
所得税	8	33	58	85
净利润	26	131	215	317
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27</b>	<b>134</b>	<b>220</b>	<b>324</b>
少数股东损益	-1	-3	-5	-7

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

刘军: 机械行业首席分析师, 2016年加入东北证券研究所, 2013年新财富最佳分析师第四名, 水晶球卖方分析师第四名, 2014年新财富最佳分析师第五名。

郇桂龙: 复旦大学经济学学士、金融学硕士, 2016年加入东北证券研究所, 任机械行业证券分析师。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本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反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn