

受疫情影响 Q1 业绩下滑，轨交业务渐入兑现期

买入|维持

——众合科技 19 年年报及 20 年一季报点评

事件:

公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报，2019 年实现营收 27.78 亿元，同比+32.98%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比增长 395.62%。2020 年一季度实现营业收入 3.41 亿元，同比下滑 33.76%；实现归母净利润-1.53 亿元，同比下滑 1590.61%

报告要点:

● Q1 亏损主要因疫情导致国内项目延迟和墨西哥比索汇率大幅贬值

受疫情影响，公司一季度合同项目交付短期内普遍受阻延迟。随着国内疫情的有效控制，项目交付逐步恢复正常，未来盈利情况预计会出现补偿性恢复。另外，墨西哥比索汇率突发大幅贬值导致海外子公司产生汇兑损失，公司财务费用同比增加约 1.53 亿元，对净利润造成较大影响。

● 19 年业绩大幅增长主要因轨交业务进入业绩兑现阶段、盈利能力提升
公司 19 年全年营收增长 32.98%，主因公司智慧交通和水处理业务板块经营能力提升。公司 19 年全年归母净利润增长 395.62%，净利率为 4.82%，较 18 年提升 3.53pct。利润大幅提升主要由于公司智慧交通业务和水处理业务毛利率提升以及子公司商誉减值对本公司业绩影响减弱。

● 信号系统订单大幅增长、自研系统收入占比提升，业绩释放弹性大

19 年公司智慧交通业务新签订单 28.17 亿元，同比增长 69%，其中轨交信号系统新签订单 22.46 亿元，同比增长 167%，AFC/ACC 订单 4.17 亿元。节能环保业务新签订单 13.97 亿元，同比增长 82%。自研信号系统正线订单约 13.92 亿元，占比约 70%；自研项目 19 年实现收入约为 4.55 亿元，占信号系统收入的 39.19%。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，公司信号系统进入收入确认高速增长期。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。

● 项目审批加速，专项债等融资手段提供增量资金，城轨建设确定性高
截至一季度末，全国发行新增专项债 1.08 万亿元、同比+63%；第三批专项债额度也即将下达，并力争在二季度发行完毕，提前下达的总规模将超去年全年；专项债规模主要投向轨道交通等基建领域。今年以来发改委陆续批复徐州、深圳、合肥等地的城市轨道交通建设规划，各地基建项目也在提速，项目后劲十足。

● 盈利预测与投资建议

随着城市轨道交通建设提速以及公司自研系统占比提升，轨交板块有望释放利润弹性。我们预计公司 20-22 年将实现营收分别为 31.7/35.8/40.6 亿元，实现归母净利润分别为 2.1/3.1/4.4 亿元，对应当前的 PE 分别为 20/14/10。维持“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。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2089	2778	3172	3579	4060
收入同比 (%)	0	33	14	13	13
归母净利润(百万元)	27	134	210	314	435
归母净利润同比 (%)	-55	396	57	50	39
ROE (%)	1.2	5.5	7.8	10.5	12.7
每股收益 (元)	0.05	0.24	0.38	0.57	0.79
市盈率(P/E)	157.68	31.81	20.28	13.56	9.79

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 7.75 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

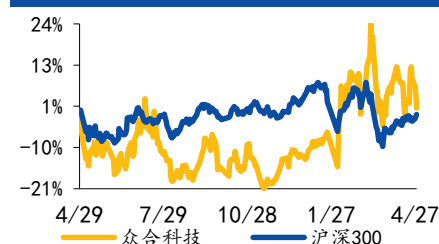
A 股流通股 (百万股): 453.23

A 股总股本 (百万股): 549.56

流通市值 (百万元): 3512.51

总市值 (百万元): 4259.13

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-众合科技(000925)一季报业绩预告点评报告: Q1 业绩受疫情影响, 业务整合后全年经营向好》2020.04.15

《国元证券公司研究-众合科技(000925): 整合轨交业务优化经营, 员工持股彰显信心》2020.03.27

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

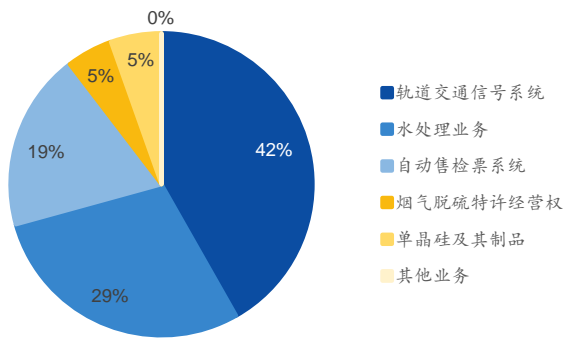
邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

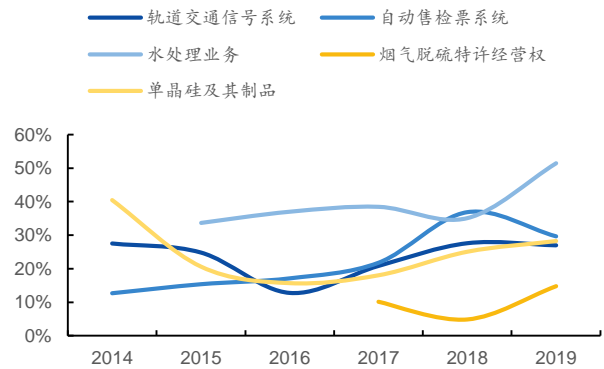
邮箱 qinyanan@gyzq.com.cn

图 1：2019 年公司主营构成



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：历年公司主要产品毛利率（%）



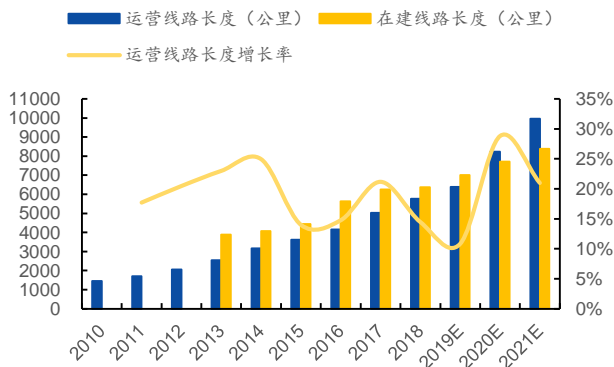
资料来源：Wind，国元证券研究中心

表 1：2018 年 8 月份以来发改委审批通过的城轨建设规划

时间	项目	投资额 (亿元)	新建里程 (公里)
2018 年 8 月	苏州市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	933	137
2018 年 11 月	关于调整济南市城市轨道交通第一期建设规划 (2015~2019 年)	29	1
2018 年 11 月	重庆市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	456	71
2018 年 11 月	调整杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (2017~2022 年)	560	68
2018 年 11 月	长春市城市轨道交通第三期建设规划 (2019~2024 年)	711	116
2018 年 12 月	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	2983	286
2018 年 12 月	武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2019~2024 年)	1469	198
2018 年 12 月	调整沈阳市第三期城市轨道交通建设规划 (2016~2022 年)	700	104
2019 年 3 月	郑州市城市轨道交通第三期建设规划 (2019~2024 年)	1139	160
2019 年 6 月	成都市轨道交通第四期建设规划 (2019~2024 年)	1318	177
2019 年 7 月	西安市城市轨道交通第三期建设规划调整方案 (2019~2024 年)	969	150
2019 年 12 月	关于调整北京市城市轨道交通第二期建设规划 (2015 年~2021 年)	700.8	33.3
2020 年 1 月	徐州市城市轨道交通第二期建设规划 (2019~2024 年)	535.9	79.3
2020 年 3 月	合肥市城市轨道交通近期建设规划 (2018~2023)	798.1	110
2020 年 3 月	深圳市城市轨道交通第四期建设规划调整 (2017~2022)	914.5	75.8

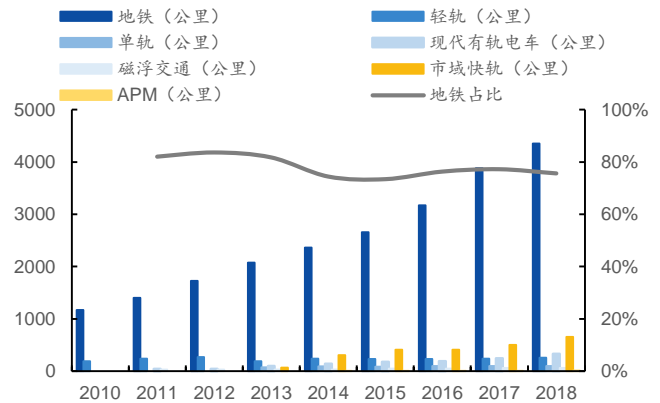
资料来源：发改委，国元证券研究中心

图 3：城轨运营、在建里程稳步增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：地铁为城市轨道交通主要制式



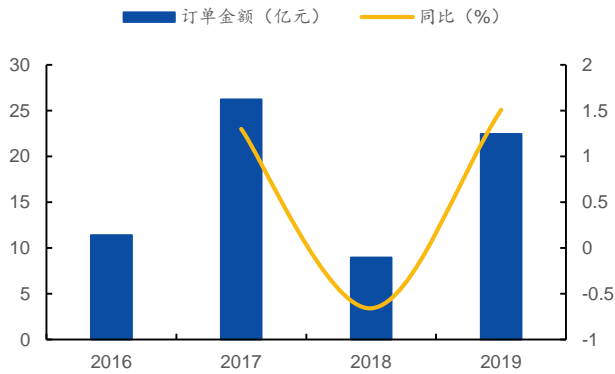
资料来源：Wind，国元证券研究中心

表 2：2009 年以来公司轨道交通信号系统业务的主要订单（不完全统计）

合同签署时间	合同金额 (亿元)	合同内容	是否自研
2019 年	2.22	杭州 4 号线二期	
2019 年	0.66	杭州 2 号线加车	
2019 年 12 月	2.83	绍兴市城市轨道交通 1 号线工程信号系统集成采购项目	合作开发
2019 年 8 月	4.00	重庆轨道交通 2 号线较场口至新山村段运营设备大修和更新改造工程	自研
2019 年 6 月	3.60	西安市地铁 6 号线工程信号系统集成采购招标项目	自研
2019 年 4 月	3.68	杭州地铁 7 号线工程信号系统招标项目	自研
2019 年 4 月	2.84	杭州地铁 9 号线一期工程信号系统招标项目	合作开发
2019 年 1 月	2.65	宁波市轨道交通 5 号线一期工程信号系统	自研
2018 年 4 月	5.23	金华-义乌-东阳市域线信号系统	自研
2018 年 2 月	1.86	杭州至绍兴城际铁路工程信号系统	合作开发
2017 年 12 月	4.60	杭州地铁 5 号线工程信号系统	自研
2017 年 11 月	1.94	杭州至绍兴城际铁路工程信号系统	
2017 年 11 月	2.87	成都地铁 10 号线二期工程信号系统	
2017 年 9 月	4.99	杭州地铁 6 号线工程及杭州至富阳城际铁路工程所需信号系统	自研
2017 年 4 月	2.97	大连市金州至普兰店湾新区城际铁路工程信号系统购销合同	
2016 年 12 月	1.72	重庆轨道交通四号线一期信号系统工程项目	自研
2015 年 6 月	1.40	尼日利亚阿布贾城铁项目站后设备采购合同	自研
2014 年 8 月	1.27	成都地铁 1、2 号线增车租赁项目车载信号系统采购合同项目	合作开发
2014 年 6 月	2.93	温州市域铁路 S1 线一期工程信号系统采购项目	合作开发
2014 年 4 月	2.16	杭州地铁 4 号线一期工程信号系统项目采购合同	合作开发
2013 年 7 月	3.30	大连地铁 1、2 号线一期工程信号系统总承包项目	合作开发
2013 年 7 月	1.10	沈阳至铁岭城际铁路工程（松山路~道义）信号系统采购项目	合作开发
2013 年 4 月	1.06	成都地铁 1 号线南延线信号系统集成采购及施工总承包项目	合作开发
2010 年 4 月	1.41	深圳市地铁龙岗线工程 3256 标段信号系统西延段补充合同	合作开发
2009 年 11 月	4.35	浙江浙大网新集团有限公司中标信号系统	合作开发

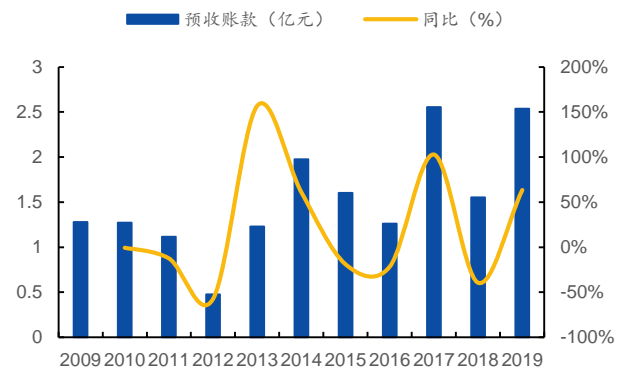
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 5：2019 年公司信号系统订单总金额大幅增长



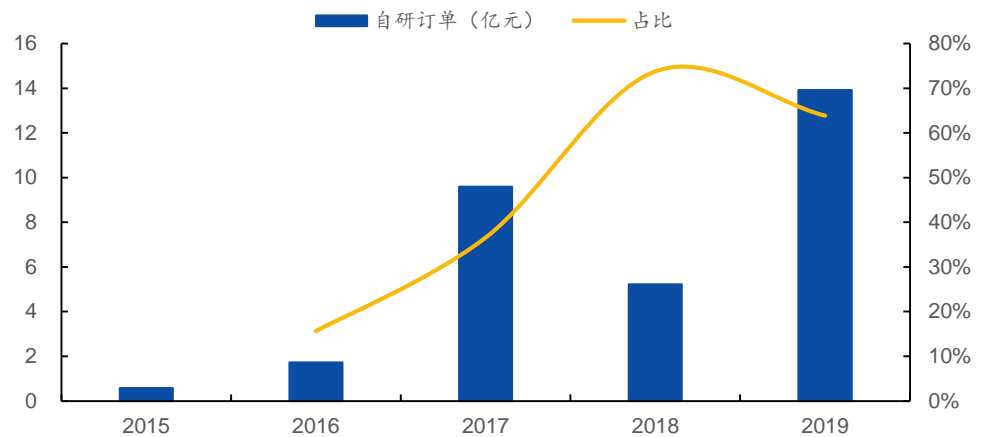
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 6：截至 2019 年末公司预收账款同比+63.5%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：公司信号系统自研占比呈提升趋势



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3050	3728	4488	4965	5703
现金	911	965	1269	1360	1658
应收账款	1449	1870	2278	2645	2987
其他应收款	74	78	120	121	138
预付账款	84	129	220	180	200
存货	427	551	451	491	533
其他流动资产	104	137	150	168	187
非流动资产	3416	3599	3550	3414	3285
长期投资	305	382	386	386	386
固定资产	333	351	422	536	605
无形资产	968	962	838	679	534
其他非流动资产	1810	1904	1903	1813	1760
资产总计	6466	7327	8038	8379	8988
流动负债	3381	3845	4360	4374	4537
短期借款	1469	1308	1642	1548	1343
应付账款	1127	1387	1560	1738	1930
其他流动负债	785	1150	1158	1088	1264
非流动负债	646	986	989	988	988
长期借款	454	810	810	810	810
其他非流动负债	192	177	179	179	178
负债合计	4027	4831	5348	5362	5525
少数股东权益	97	62	12	22	32
股本	550	550	550	550	550
资本公积	1880	1868	1868	1868	1868
留存收益	-64	70	280	594	1029
归属母公司股东权益	2342	2434	2678	2995	3431
负债和股东权益	6466	7327	8038	8379	8988

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	155	348	369	366	677
净利润	26	100	160	324	445
折旧摊销	177	179	180	192	204
财务费用	111	130	227	141	119
投资损失	-6	-7	0	0	0
营运资金变动	-235	-162	-394	-231	-117
其他经营现金流	82	107	195	-61	27
投资活动现金流	-365	-310	-209	-42	-56
资本支出	302	201	170	50	50
长期投资	187	113	5	0	0
其他投资现金流	124	5	-34	8	-6
筹资活动现金流	175	22	144	-232	-323
短期借款	256	-162	334	-94	-205
长期借款	-104	355	0	0	0
普通股增加	157	-1	0	0	0
资本公积增加	-151	-12	0	0	0
其他筹资现金流	17	-159	-190	-139	-118
现金净增加额	-24	69	304	91	298

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2089	2778	3172	3579	4060
营业成本	1466	1974	2183	2415	2699
营业税金及附加	21	20	27	30	34
营业费用	60	64	71	86	97
管理费用	157	207	222	243	268
研发费用	150	191	210	242	266
财务费用	111	130	227	141	119
资产减值损失	-113	-4	85	100	113
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	6	7	0	0	0
营业利润	34	92	176	353	495
营业外收入	1	47	32	37	35
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	34	136	208	390	530
所得税	8	37	48	66	85
净利润	26	100	160	324	445
少数股东损益	-1	-34	-50	10	10
归属母公司净利润	27	134	210	314	435
EBITDA	322	401	583	687	817
EPS (元)	0.05	0.24	0.38	0.57	0.79

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	0.1	33.0	14.2	12.8	13.4
营业利润 (%)	-77.9	167.0	91.3	101.0	40.0
归属母公司净利润 (%)	-55.1	395.6	56.9	49.6	38.6
获利能力					
毛利率 (%)	29.8	28.9	31.2	32.5	33.5
净利率 (%)	1.3	4.8	6.6	8.8	10.7
ROE (%)	1.2	5.5	7.8	10.5	12.7
ROIC (%)	3.5	4.9	8.6	11.0	14.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.3	65.9	66.5	64.0	61.5
净负债比率 (%)	53.60	48.29	49.87	48.00	42.88
流动比率	0.90	0.97	1.03	1.14	1.26
速动比率	0.77	0.83	0.92	1.02	1.14
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.40	0.41	0.44	0.47
应收账款周转率	1	2	1	1	1
应付账款周转率	1.41	1.57	1.48	1.46	1.47
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.24	0.38	0.57	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.28	0.63	0.67	0.67	1.23
每股净资产 (最新摊薄)	4.26	4.43	4.87	5.45	6.24
估值比率					
P/E	157.68	31.81	20.28	13.56	9.79
P/B	1.82	1.75	1.59	1.42	1.24
EV/EBITDA	16	13	9	8	6

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