

众合科技(000925)重大事项点评

引入上海中能能创为战投，整合环保业务

事项:

- ❖ 公司拟新设环保产业战略平台公司“众合环境”，将环保板块水处理业务有关子公司股权以内部划转的方式转至平台公司名下，对水处理等环保类业务体系进行整合，实现集团化经营。
- ❖ 环保平台引入上海中能能创能源发展有限公司作为产业合作方，签署了《关于环保业务合作框架协议》，上海中能能创分三个阶段以全现金方式收购公司环保平台90%股权。

评论:

- ❖ **整合环保业务，聚焦轨道交通。**众合科技分为轨道交通及节能环保两个业务板块。其中轨交业务近两年发展迅速，今年上半年实现营业收入6.75亿元，同比增长74.56%。节能环保业务板块包括苏州科环、海拓环境、达康环境等子公司，此次设立环保平台，将划转苏州科环、海拓环境、达康环境三家子公司100%的股权至众合环境名下。引入上海中能能创为战投，在2019-2021年分三个阶段收购众合环境90%的股权，其中第一阶段为在2019年收购40%的股权。公司在坚持双轮驱动战略下，对轨道交通和节能环保实施差异化发展模式，轨道交通将集中资源着重走自主发展模式，深耕国产自主研发产品和系统，把产品做扎实，提升盈利能力；节能环保业务将引入外部资源，走借力合作发展模式，把业务规模做大。
- ❖ **轨交业务在手订单充足，进入业绩释放期。**正公司2016-2019H1轨交信号系统新增订单分别达到11.47亿、31.42亿、16.56亿、12.76亿，且公司信号系统业务订单周期长，充足的在手订单将在今年和明年确认，进入业绩释放期。且新签订单中自研比例不断提升，2016-2019H1自研系统占比分别达到15.45%、36.56%、73.77%、77.74%，自研系统进入确认周期公司盈利能力将得到进一步提升。
- ❖ **城轨建设如火如荼，轨交信号系统行业规模不断扩大。**自2018年中52号新规发布以来，城轨审批重启。2019年上半年，城轨建设规模持续扩张，批复提速，发改委共批复四城（武汉、郑州、成都、西安）城轨下一轮规划建设，共涉及30个项目，里程总数684.65公里，总投资金额4894.84亿元。预计未来三年（2019-2021）城轨通车里程分别达到1404公里、2289公里、1589公里，信号系统年市场规模分别达到140亿、229亿、159亿元。
- ❖ **盈利预测：**由于此次合作事项在确认实施第二阶段前，暂不会对公司当年度财务情况和经营情况产生重大影响，我们维持预计公司2019-2021年EPS分别为0.27/0.44/0.55元，对应PE为26/16/13倍，考虑公司在手订单，结合公司历史估值水平以及可比公司估值水平，给予众合科技2019年30-35倍估值，维持目标价区间8.1-9.45元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**轨交项目招投标节奏放缓，公司市场开拓不及预期。

主要财务指标

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万) | 2,089 | 2,816 | 3,663 | 4,364 |
| 同比增速(%) | 0.1% | 34.8% | 30.1% | 19.1% |
| 归母净利润(百万) | 27 | 147 | 243 | 304 |
| 同比增速(%) | -55.1% | 444.0% | 65.7% | 25.0% |
| 每股盈利(元) | 0.05 | 0.27 | 0.44 | 0.55 |
| 市盈率(倍) | 142 | 26 | 16 | 13 |
| 市净率(倍) | 2 | 2 | 1 | 1 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为19年09月17日收盘价

推荐(维持)

目标区间: 8.1-9.45元

当前价: 6.97元

华创证券研究所

证券分析师: 李佳

电话: 021-20572564
邮箱: lijia@hcyjs.com
执业编号: S0360514110001

证券分析师: 鲁佩

电话: 021-20572564
邮箱: lupei@hcyjs.com
执业编号: S0360516080001

证券分析师: 赵志铭

电话: 021-20572557
邮箱: zhaozhiming@hcyjs.com
执业编号: S0360517110004

公司基本数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(万股) | 54,956 |
| 已上市流通股(万股) | 45,323 |
| 总市值(亿元) | 38.8 |
| 流通市值(亿元) | 32.0 |
| 资产负债率(%) | 64.2 |
| 每股净资产(元) | 4.3 |
| 12个月内最高/最低价 | 9.17/4.22 |

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《众合科技(000925)2018年报点评:“轨道交通+节能环保”双轮驱动,未来可期》

2019-04-19

《众合科技(000925)2019年一季度报点评:收入大幅增长,与阿里强强联手》

2019-04-26

《众合科技(000925)2019年半年报点评:轨交业务大增带动公司业绩增长,信号系统新签订单自研比例再提升》

2019-08-23

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 911 | 491 | 652 | 893 |
| 应收票据 | 78 | 106 | 37 | 44 |
| 应收账款 | 1,449 | 1,401 | 1,641 | 1,738 |
| 预付账款 | 84 | 124 | 161 | 192 |
| 存货 | 427 | 550 | 685 | 786 |
| 其他流动资产 | 101 | 138 | 180 | 214 |
| 流动资产合计 | 3,050 | 2,810 | 3,356 | 3,867 |
| 其他长期投资 | 614 | 816 | 1,051 | 1,246 |
| 长期股权投资 | 305 | 305 | 305 | 305 |
| 固定资产 | 333 | 327 | 322 | 317 |
| 在建工程 | 287 | 257 | 227 | 197 |
| 无形资产 | 968 | 871 | 784 | 706 |
| 其他非流动资产 | 909 | 834 | 833 | 833 |
| 非流动资产合计 | 3,416 | 3,410 | 3,522 | 3,604 |
| 资产合计 | 6,466 | 6,220 | 6,878 | 7,471 |
| 短期借款 | 1,469 | 969 | 869 | 769 |
| 应付票据 | 256 | 343 | 443 | 528 |
| 应付账款 | 1,127 | 1,380 | 1,783 | 2,125 |
| 预收款项 | 155 | 141 | 183 | 218 |
| 其他应付款 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 一年内到期的非流动负债 | 235 | 235 | 235 | 235 |
| 其他流动负债 | 125 | 147 | 180 | 210 |
| 流动负债合计 | 3,382 | 3,230 | 3,708 | 4,100 |
| 长期借款 | 454.00 | 354.00 | 354.00 | 354.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 192 | 46 | 46 | 46 |
| 非流动负债合计 | 646 | 400 | 400 | 400 |
| 负债合计 | 4,028 | 3,630 | 4,108 | 4,500 |
| 归属母公司所有者权益 | 2,342 | 2,497 | 2,682 | 2,889 |
| 少数股东权益 | 97 | 93 | 88 | 82 |
| 所有者权益合计 | 2,438 | 2,590 | 2,770 | 2,971 |
| 负债和股东权益 | 6,466 | 6,220 | 6,878 | 7,471 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 222 | 511 | 574 | 651 |
| 现金收益 | 314 | 359 | 419 | 464 |
| 存货影响 | -131 | -123 | -135 | -101 |
| 经营性应收影响 | -178 | -90 | -288 | -223 |
| 经营性应付影响 | 69 | 325 | 546 | 462 |
| 其他影响 | 148 | 40 | 33 | 49 |
| 投资活动现金流 | -365 | 0 | 0 | 0 |
| 资本支出 | -333 | -1 | -1 | -1 |
| 股权投资 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | -37 | 1 | 1 | 1 |
| 融资活动现金流 | 175 | -931 | -413 | -410 |
| 借款增加 | 243 | -600 | -100 | -100 |
| 股利及利息支付 | -116 | -144 | -95 | -119 |
| 股东融资 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 其他影响 | 39 | -196 | -227 | -200 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2,089 | 2,816 | 3,663 | 4,364 |
| 营业成本 | 1,466 | 1,964 | 2,538 | 3,025 |
| 税金及附加 | 21 | 29 | 37 | 44 |
| 销售费用 | 60 | 81 | 105 | 125 |
| 管理费用 | 157 | 212 | 275 | 328 |
| 财务费用 | 111 | 81 | 58 | 53 |
| 资产减值损失 | 113 | 71 | 81 | 88 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 6 | 10 | 11 | 9 |
| 其他收益 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 34 | 192 | 317 | 397 |
| 营业外收入 | 2 | 1 | 2 | 1 |
| 营业外支出 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 34 | 192 | 318 | 397 |
| 所得税 | 8 | 48 | 80 | 99 |
| 净利润 | 26 | 144 | 238 | 298 |
| 少数股东损益 | -1 | -3 | -5 | -6 |
| 归属母公司净利润 | 27 | 147 | 243 | 304 |
| NOPLAT | 112 | 205 | 281 | 337 |
| EPS(摊薄) (元) | 0.05 | 0.27 | 0.44 | 0.55 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 0.1% | 34.8% | 30.1% | 19.1% |
| EBIT 增长率 | -43.0% | 88.2% | 37.3% | 19.9% |
| 归母净利润增长率 | -55.1% | 444.0% | 65.7% | 25.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 29.8% | 30.3% | 30.7% | 30.7% |
| 净利率 | 1.3% | 5.1% | 6.5% | 6.8% |
| ROE | 1.1% | 5.7% | 8.8% | 10.2% |
| ROIC | 4.7% | 11.5% | 16.6% | 20.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 62.3% | 58.3% | 59.7% | 60.2% |
| 债务权益比 | 96.4% | 61.9% | 54.3% | 47.3% |
| 流动比率 | 90.2% | 87.0% | 90.5% | 94.3% |
| 速动比率 | 77.6% | 70.0% | 72.0% | 75.1% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转天数 | 243 | 182 | 149 | 139 |
| 应付账款周转天数 | 255 | 230 | 224 | 233 |
| 存货周转天数 | 89 | 90 | 88 | 88 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.05 | 0.27 | 0.44 | 0.55 |
| 每股经营现金流 | 0.40 | 0.93 | 1.04 | 1.18 |
| 每股净资产 | 4.26 | 4.54 | 4.88 | 5.26 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 142 | 26 | 16 | 13 |
| P/B | 2 | 2 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 23 | 18 | 15 | 13 |

机械组团队介绍

所长助理、首席分析师：李佳

伯明翰大学经济学硕士。2014年加入华创证券研究所。2012年新财富最佳分析师第六名、水晶球卖方分析师第五名、金牛分析师第五名，2013年新财富最佳分析师第四名，水晶球卖方分析师第三名，金牛分析师第三名，2016年新财富最佳分析师第五名。

高级分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014年加入华创证券研究所。2016年十四届新财富最佳分析师第五名团队成员。

高级分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学理学硕士。2015年加入华创证券研究所。

助理研究员：宝玥娇

西南财经大学管理学硕士。2019年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|------|---------------|-----------------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售助理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 王栋 | 高级销售经理 | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com | |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyin@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售助理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com | |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|--|--|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |