

审慎推荐-A (维持)

众合科技 000925.SZ

当前股价: 6.9 元  
2019年10月30日

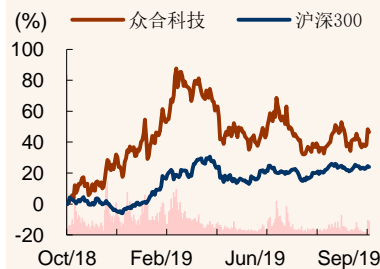
轨交业务逐步释放利润弹性 拟剥离环保聚焦轨交

基础数据

|            |        |
|------------|--------|
| 上证综指       | 2954   |
| 总股本(万股)    | 54956  |
| 已上市流通股(万股) | 45323  |
| 总市值(亿元)    | 38     |
| 流通市值(亿元)   | 31     |
| 每股净资产(MRQ) | 4.3    |
| ROE(TTM)   | 2.9    |
| 资产负债率      | 64.3%  |
| 主要股东       | 浙大网新科技 |
| 主要股东持股比例   | 10.43% |

股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 7  | -10 | 51  |
| 相对表现 | 5  | -10 | 24  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《众合科技(000925)一轨交新签订单高速增长 业绩逐渐进入释放期》2019-08-15
- 2、《众合科技(000925)一上半年营收增势不改 19年业绩有望大幅释放》2018-08-21
- 3、《众合科技(000925)一智慧交通业务新催化 增值服务再开花》2017-12-28

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn  
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn  
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

研究助理

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

事件:

众合科技 2019 年三季报, 公司前 3Q 营业收入 16.8 亿元, 同比上升 42.54%, 归母净利润为 8388 万元, 同比增长 105%; 扣非后归母净利润为 2871 万元, 同比下降 12.8%。非经常性损益为 5516.16 万, 其中政府补助 1778.1 万。

评论:

1、轨交业务保持高速增长 Q3 单季收入增长超过 60%

公司 19 前 3Q 收入为 16.8 亿元同比上升 42.54%, 19Q1-Q3 增速分别为 69.56%、8.47%、64.89%。1) 前三季度接近 70% 收入来自为轨道交通(信号+AFC+移动支付), 同比增速超过 80%, 比 19H1 继续加速。2) 节能环保由海拓环境及苏州科环负责, 收入 5 亿以上, 同比略微下降。

2、期间费用绝对额大 但超过盈亏平衡点后净利大幅释放弹性

前 3Q 归母净利润为 5913.68 万元同比增长 105% 远超营收增速, 主要系轨交业务刚超过完盈亏平衡线, 净利弹性远大于收入弹性。前 3Q 综合毛利率为 30% 略微提升。

期间费用绝对额较好控制, 轨交业务释放弹性。1) 销售费用 4035.74 万元同比上升 13.56%; 2) 管理费用 1.5 亿同比增加 38.68%, 股权激励费用近 450 万; 3) 研发费用为 1.08 亿同比增长 22.63%; 4) 财务费用 9792.41 万, 同比增长 112.66%, 其中汇兑收益约 1000 万。

在手订单充沛, 中标改造线路或打开新市场。今年 8 月中标重庆轨道交通 2 号线较场口至新山村段运营设备大修和更新改造工程(信号系统), 金额 3.997 亿元。改造线金额约是新线的 2 倍, 毛利率有望比新线更高, 我国目前非 CBTC 线路里程超过 565 公里改造市场空间约 90 亿, 未来是一个很大的增量市场。截 8 月信号系统累计中标正线项目 16.75 亿元, 其中国产自研信号系统中标 13.92 亿元, 占今年新增中标正线项目金额的 83%。

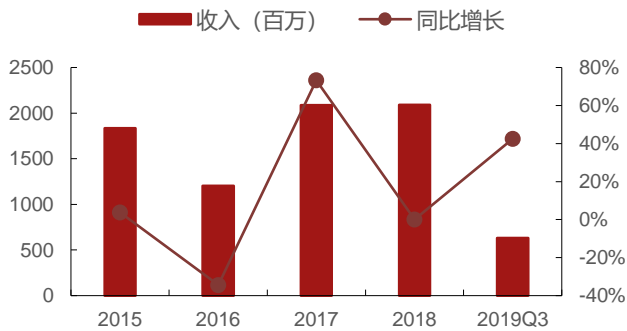
3、计划逐步剥离节能环保业务聚焦轨交主业

公司 9 月 17 号公告与上海申能签订合作框架协议, 计划以全现金方式分阶段将众合旗下的环保业务 90% 股权出售给申能, 计划 19-21 年分步收入 40%、30%、不超过 20%, 反映公司计划逐步剥离节能环保业务聚焦轨交主业的明确意向。10 月 10 号董事、副总裁楼洪海先生计划减持不超过 220 万股(占总股本 0.40%) 主要是个人财务需求。

众合是城轨 CBTC 的优秀参与者, 在城轨投资高峰的“十三五”自主研发信号系统逐渐为市场所认可, 营收扩大, 在手订单充沛将逐步在业绩兑现。我们预计 19 年公司净利 1.5 亿, 对应在 25.4 倍, 维持审慎推荐

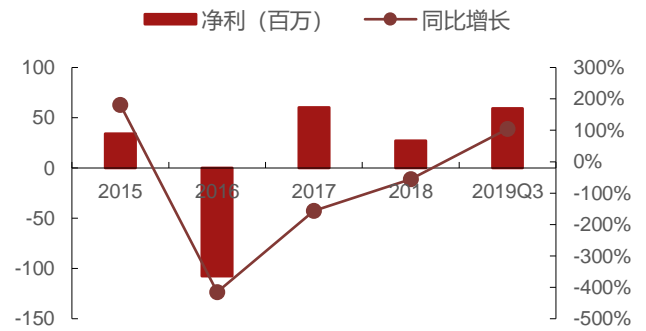
4、风险提示: 行业环境变化风险、人民币升值、城市轨道交通项目资金紧张

图 1: 众合科技收入增长



资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 众合科技净利润增长



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 主要财务指标预测

| 会计年度      | 2016   | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 1204   | 2086  | 2089  | 2731  | 3298  | 3848  |
| 同比增长      | -34%   | 73%   | 0%    | 31%   | 21%   | 17%   |
| 营业利润(百万元) | 156    | 34    | 34    | 197   | 224   | 280   |
| 同比增长      | -1185% | -185% | -78%  | 473%  | 13%   | 25%   |
| 净利润(百万元)  | -108   | 60    | 27    | 150   | 169   | 211   |
| 同比增长      | -415%  | -156% | -55%  | 454%  | 13%   | 24%   |
| 每股收益(元)   | -0.34  | 0.15  | 0.05  | 0.27  | 0.31  | 0.38  |
| P/E(倍)    | -20.5  | 45.0  | 140.5 | 25.4  | 22.4  | 18.0  |
| P/B(倍)    | 2.0    | 1.2   | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.4   |

资料来源: 公司数据、招商证券

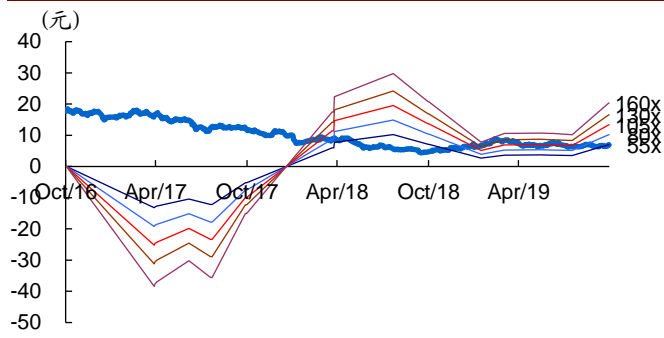
表 2: 众合科技各季度业绩回顾

| (百万元)       | 17Q2  | 17Q3   | 17Q4    | 18Q1  | 18Q2    | 18Q3   | 18Q4   | 19Q1   | 19Q2   | 19Q3  |
|-------------|-------|--------|---------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入        | 342   | 516    | 1065    | 304   | 492     | 383    | 911    | 515    | 534    | 631   |
| 营业毛利        | 83    | 140    | 343     | 92    | 141     | 116    | 274    | 160    | 150    | 194   |
| 营业费用        | 18    | 12     | 16      | 11    | 11      | 14     | 24     | 14     | 12     | 15    |
| 管理费用        | 46    | 49     | 108     | 58    | 68      | 61     | -13    | 44     | 50     | 57    |
| 财务费用        | 15    | 30     | 65      | 3     | 52      | -9     | 65     | 27     | 18     | 52    |
| 投资收益        | 2     | 9      | 3       | 1     | 2       | 2      | 1      | 1      | 0      | 46    |
| 营业利润        | -8    | 63     | 116     | 20    | -1      | 32     | -37    | 22     | 8      | 25    |
| 归母净利润       | -10   | 60     | 36      | 1     | 19      | 15     | -28    | 10     | 8      | 12    |
| EPS (元)     | -0.03 | 0.15   | 0.09    | 0.00  | 0.05    | 0.04   | -0.07  | 0.03   | 0.02   | 0.03  |
| <b>主要比率</b> |       |        |         |       |         |        |        |        |        |       |
| 毛利率         | 24.4% | 27.1%  | 32.2%   | 30.4% | 28.6%   | 30.2%  | 30.1%  | 31.1%  | 28.1%  | 30.7% |
| 营业费用率       | 5.2%  | 2.4%   | 1.5%    | 3.5%  | 2.2%    | 3.8%   | 2.7%   | 2.7%   | 2.3%   | 2.4%  |
| 管理费用率       | 13.5% | 9.5%   | 10.1%   | 19.2% | 13.9%   | 15.9%  | -1.5%  | 8.5%   | 9.3%   | 9.0%  |
| 营业利润率       | -2.3% | 12.1%  | 10.9%   | 6.7%  | -0.2%   | 8.5%   | -4.1%  | 4.3%   | 1.5%   | 4.0%  |
| 有效税率        | 26.9% | 10.2%  | 25.7%   | 49.2% | 2210.8% | 11.4%  | -6.5%  | 28.1%  | 19.7%  | 75.0% |
| 净利率         | -2.9% | 11.6%  | 3.4%    | 0.3%  | 3.9%    | 3.9%   | -3.0%  | 2.0%   | 1.5%   | 1.8%  |
| <b>YoY</b>  |       |        |         |       |         |        |        |        |        |       |
| 收入          |       | 120.8% | 85.5%   | 43.9% | -25.8%  | -14.5% | 69.6%  | 8.5%   | 64.9%  |       |
| 归母净利润       |       | -145%  | -106.0% | -293% | -74.8%  | -177%  | 980.8% | -58.5% | -22.9% |       |

资料来源: 公司数据、招商证券。

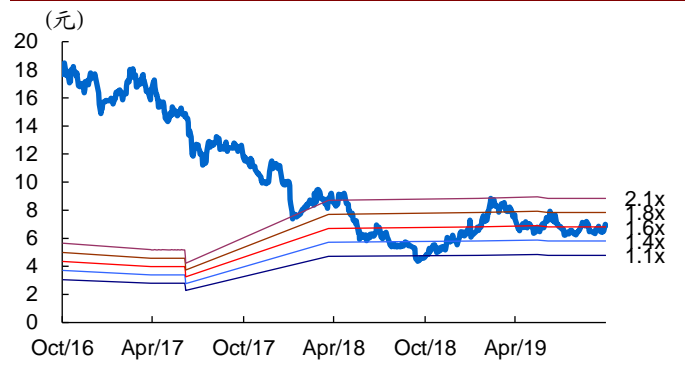
PE-PB Band

图 3: 众合科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 众合科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 2930        | 3050        | 3045        | 3684        | 4306        |
| 现金             | 879         | 911         | 256         | 300         | 359         |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 75          | 78          | 102         | 124         | 144         |
| 应收款项           | 1370        | 1449        | 1870        | 2258        | 2635        |
| 其它应收款          | 151         | 74          | 97          | 117         | 136         |
| 存货             | 296         | 427         | 572         | 704         | 819         |
| 其他             | 159         | 110         | 148         | 182         | 211         |
| <b>非流动资产</b>   | 3086        | 3416        | 3305        | 3205        | 3116        |
| 长期股权投资         | 170         | 305         | 305         | 305         | 305         |
| 固定资产           | 345         | 333         | 319         | 308         | 297         |
| 无形资产           | 1023        | 968         | 871         | 784         | 706         |
| 其他             | 1548        | 1810        | 1809        | 1809        | 1808        |
| <b>资产总计</b>    | <b>6016</b> | <b>6466</b> | <b>6350</b> | <b>6889</b> | <b>7422</b> |
| <b>流动负债</b>    | 2999        | 3381        | 3174        | 3592        | 3970        |
| 短期借款           | 1214        | 1469        | 948         | 883         | 837         |
| 应付账款           | 951         | 1127        | 1528        | 1882        | 2191        |
| 预收账款           | 256         | 155         | 211         | 259         | 302         |
| 其他             | 578         | 630         | 487         | 569         | 640         |
| <b>长期负债</b>    | 617         | 646         | 646         | 646         | 646         |
| 长期借款           | 558         | 454         | 454         | 454         | 454         |
| 其他             | 59          | 192         | 192         | 192         | 192         |
| <b>负债合计</b>    | <b>3616</b> | <b>4027</b> | <b>3820</b> | <b>4239</b> | <b>4616</b> |
| 股本             | 393         | 550         | 550         | 550         | 550         |
| 资本公积金          | 2018        | 1845        | 1845        | 1845        | 1845        |
| 留存收益           | (91)        | (64)        | 31          | 155         | 315         |
| 少数股东权益         | 96          | 97          | 93          | 90          | 85          |
| 归属于母公司所有者权益    | 2291        | 2313        | 2436        | 2561        | 2721        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>6003</b> | <b>6437</b> | <b>6350</b> | <b>6889</b> | <b>7422</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2017       | 2018        | 2019E        | 2020E     | 2021E     |
|----------------|------------|-------------|--------------|-----------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 24         | 155         | 263          | 244       | 242       |
| 净利润            | 60         | 27          | 150          | 169       | 211       |
| 折旧摊销           | 139        | 177         | 133          | 122       | 112       |
| 财务费用           | 94         | 121         | 89           | 74        | 69        |
| 投资收益           | (17)       | (6)         | (6)          | (6)       | (6)       |
| 营运资金变动         | (307)      | (165)       | (108)        | (119)     | (146)     |
| 其它             | 54         | 2           | 4            | 3         | 2         |
| <b>投资活动现金流</b> | (97)       | (365)       | (16)         | (16)      | (16)      |
| 资本支出           | (113)      | (302)       | (22)         | (22)      | (22)      |
| 其他投资           | 16         | (63)        | 6            | 6         | 6         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 359        | 175         | (901)        | (184)     | (166)     |
| 借款变动           | (667)      | 247         | (757)        | (65)      | (46)      |
| 普通股增加          | 73         | 157         | 0            | 0         | 0         |
| 资本公积增加         | 1082       | (174)       | 0            | 0         | 0         |
| 股利分配           | (64)       | (79)        | (55)         | (45)      | (51)      |
| 其他             | (65)       | 22          | (89)         | (74)      | (69)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>286</b> | <b>(35)</b> | <b>(655)</b> | <b>44</b> | <b>60</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

| 单位：百万元           | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 2086 | 2089 | 2731  | 3298  | 3848  |
| 营业成本             | 1479 | 1466 | 1989  | 2449  | 2851  |
| 营业税金及附加          | 20   | 21   | 28    | 34    | 39    |
| 营业费用             | 57   | 60   | 79    | 96    | 112   |
| 管理费用             | 245  | 157  | 137   | 165   | 192   |
| 财务费用             | 99   | 111  | 89    | 74    | 69    |
| 资产减值损失           | 60   | 113  | 3     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | (7)  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 17   | 6    | 6     | 6     | 6     |
| <b>营业利润</b>      | 156  | 34   | 197   | 224   | 280   |
| 营业外收入            | 0    | 1    | 4     | 4     | 4     |
| 营业外支出            | 1    | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>      | 155  | 34   | 200   | 226   | 282   |
| 所得税              | 33   | 8    | 53    | 60    | 76    |
| <b>净利润</b>       | 122  | 26   | 146   | 166   | 206   |
| 少数股东损益           | 62   | (1)  | (3)   | (4)   | (5)   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 60   | 27   | 150   | 169   | 211   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.15 | 0.05 | 0.27  | 0.31  | 0.38  |

主要财务比率

|                 | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 73%   | 0%    | 31%   | 21%   | 17%   |
| 营业利润            | -185% | -78%  | 473%  | 13%   | 25%   |
| 净利润             | -156% | -55%  | 454%  | 13%   | 24%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 29.1% | 29.8% | 27.2% | 25.7% | 25.9% |
| 净利率             | 2.9%  | 1.3%  | 5.5%  | 5.1%  | 5.5%  |
| ROE             | 2.6%  | 1.2%  | 6.1%  | 6.6%  | 7.7%  |
| ROIC            | 4.5%  | 2.3%  | 5.3%  | 5.4%  | 6.2%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 60.1% | 62.3% | 60.2% | 61.5% | 62.2% |
| 净负债比率           | 31.8% | 33.4% | 22.1% | 19.4% | 17.4% |
| 流动比率            | 1.0   | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.1   |
| 速动比率            | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率           | 5.6   | 4.1   | 4.0   | 3.8   | 3.7   |
| 应收帐款周转率         | 1.7   | 1.5   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| 应付帐款周转率         | 1.8   | 1.4   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.15  | 0.05  | 0.27  | 0.31  | 0.38  |
| 每股经营现金          | 0.06  | 0.28  | 0.48  | 0.44  | 0.44  |
| 每股净资产           | 5.83  | 4.20  | 4.43  | 4.66  | 4.95  |
| 每股股利            | 0.20  | 0.10  | 0.08  | 0.09  | 0.11  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 45.0  | 140.5 | 25.4  | 22.4  | 18.0  |
| PB              | 1.2   | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA       | 27.3  | 41.5  | 18.0  | 18.0  | 16.4  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**招商机械团队：**7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。