

买入 首次

众合机电 (000925)

2014 年 11 月 26 日

## 轨交信号国产化标杆，订单充足确保业绩拐点

计算机行业核心分析师：陈美凤  
SAC 执业证书编号：S0850511020002  
chenmf@htsec.com  
021-23219409计算机行业高级分析师：蒋科  
SAC 执业证书编号：S0850512070002  
jiangk@htsec.com  
021-23219474联系人：王秀钢  
wxg8866@htsec.com  
010-58067934

11 月 26 日收盘价：22.60 元 6 个月目标价：30.00 元

## 投资要点：

1. 市域/城际铁路、有轨电车建设驱动城市轨道交通信号系统市场快速增长。与其他轨交智能化系统相比，ATC 是安全认证等级最高的系统，拥有极高的进入壁垒。未来数年，市域/城际铁路、有轨电车建设将推动国内城轨 ATC 年市场规模由目前的约 50 亿提升到约 100 亿。
2. 订单充足、新市场开拓和利润率提升将使公司未来两年迎来确定性的业绩拐点。公司轨道交通业务订单 2013 年和 2014 年连续两年翻番增长，未来两年订单确认收入将使公司大概率迎来业绩拐点。城域铁路 ATC 的先发优势、海外市场的开拓、智能列车项目进展以及信号国产化带来的利润率提升将进一步确立公司业绩拐点。
3. 不考虑海拓环境并表，我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.04 元、0.17 元和 0.83 元。假设海拓环境 2015 年全年并表，我们预测公司 2014-2016 年全面摊薄 EPS 分别为 0.03 元、0.31 元和 0.99 元。公司短期市盈率较高，但在手订单充足和信号国产化趋势使得公司未来两年业绩拐点确立。长期来看，中国百亿级的轨道交通信号市场，必然诞生百亿级市值的标杆公司。我们给予公司 30.00 元的 6 个月目标价，对应约 30 倍的 2016 年备考 EPS，首次给予公司股票“买入”评级。建议投资者关注公司智能列车项目、海外市场等业务进展。

## 内容：

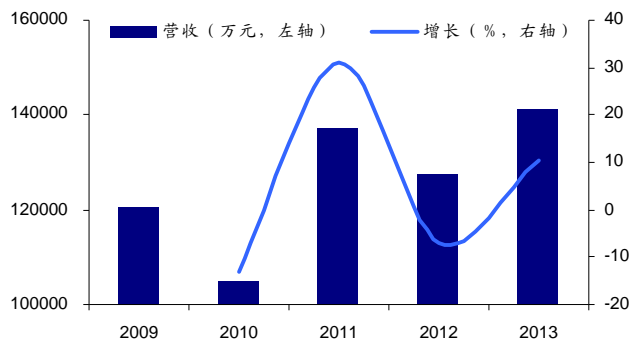
**未来主攻轨道交通信号市场，具备民企特色的国有企业。**众合机电前身为浙江海纳，主要从事单晶硅的生产与销售业务。2008 年，公司在股权分置改革的同时，增发收购浙大网新公司旗下的机电脱硫业务，切入环保行业。该笔交易于 2009 年完成。此外，2009 年，公司以 6000 万元收购浙大网新集团旗下众合轨道交通工程有限公司 100% 股权，进入轨道交通信号系统领域。至此，公司业务涵盖轨道交通、环保和单晶硅三个领域。

公司轨道交通业务目前以地铁信号系统和 AFC 为主；环保业务主要是脱硫脱硝工程。同时，今年拟增发收购浙江海拓环境公司切入污水处理领域；单晶硅业务是公司最传统的业务。考虑到单晶硅业务与其他两项业务关联度较小，规模也不大，我们判断公司未来有进一步聚焦主业的可能性。

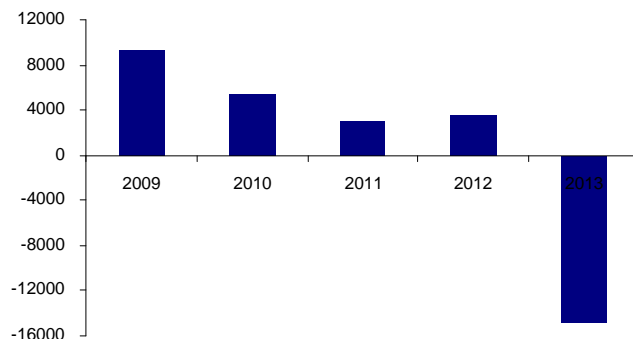
从股东结构看，公司最终由浙大网新集团控制。市场担忧国企背景影响运营效率。事实上，公司管理更多呈现出民企特色。例如，早在 2012 年，公司便推出股权激励方案，对于员工激励比较到位。

2009 年以来，公司主营收入持续波动，源于轨道交通和环保业务均未表现出持续增长的趋势。同时，公司净利润自 2009 年以来呈下滑趋势，主要原因是营收并无明显增长，而财务费用、资产减值损失等呈扩大趋势。

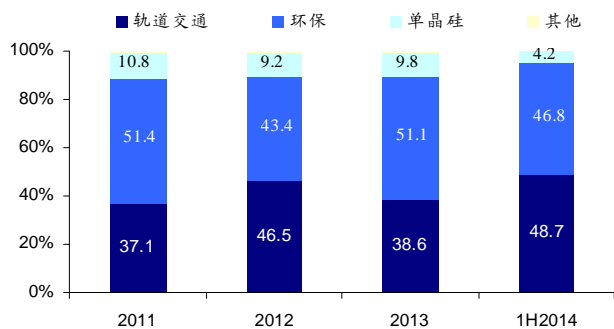
公司近几年增加轨道交通业务投入, 订单快速增长。轨道交通已经逐步成为公司营收和毛利的最主要来源。1H2014, 轨道交通业务的营收和毛利占比分别达到 49%和 58%。

**图 1 众合机电 2009 年以来营收持续波动**


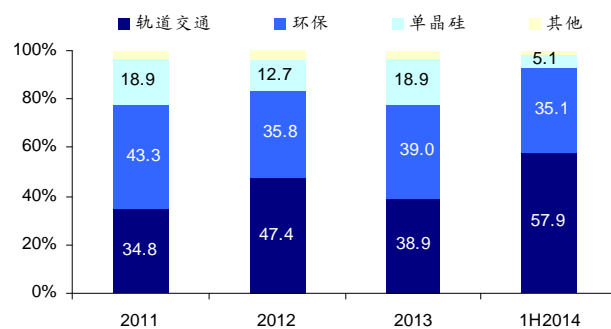
资料来源: 公司 2009-2013 年年报, 海通证券研究所

**图 2 众合机电 2009 年以来净利呈下降趋势 (万元)**


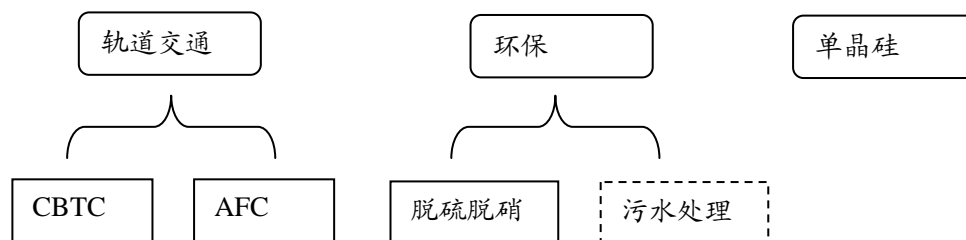
资料来源: 公司 2009-2013 年年报, 海通证券研究所

**图 3 众合机电主要营收来自轨道交通和环保业务**


资料来源: 公司 2011-2013 年年报, 2014 年半年报, 海通证券研究所

**图 4 轨道交通业务已经成为众合机电最主要毛利来源**


资料来源: 公司 2011-2013 年年报, 2014 年半年报, 海通证券研究所

**图 5 公司主要业务分类**


资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

**CBTC——轨交智能化制高点。**城市轨道交通（地铁、轻轨、有轨电车、磁悬浮）智能化系统包括综合监控系统、乘客资讯系统、综合安防系统、通信系统、自动售检票系统（AFC）和信号系统。信号控制系统（ATC）是信号系统的核心。历史上，地铁信号系统经历了固定闭塞、准移动闭塞和移动闭塞三种控制模式。CBTC（Communication-based Train Control）是目前最先进的 ATC 系统，利用无线通信媒体来实现列车和地面设备的双向通信，用以代替轨道电路作为媒体来实现列车运行控制。CBTC 可以很容易实现移动闭塞，缩短列车发车时间间隔，大幅提升区间通过能力。

与其他轨交智能化系统相比，ATC 是安全认证等级最高的系统，拥有极高的进入壁垒。作为应用型技术，CBTC 的研发需要应用复杂的算法，研发成功后需要长时间的实地测试才能通过认证。在认证通过后，说服地铁运营方采用也需要长期努力。在积累了相当案例之后，才有可能成为主流的供应商。由于进入壁垒高，地铁 CBTC 市场呈现有限竞争的格局。核心技术主要掌握在西门子、阿尔斯通、Ansaldo、泰雷兹、庞巴迪等外国公司手中。由于国内公司有投标资格，目前主要运作模式为国内集成商参与招标，而海外公司提供技术支持。市场上活跃的 CBTC 供应商包括通号集团（西门子技术）、上海卡斯柯（阿尔斯通技术）、众合机电（Ansaldo 技术）、泰雷兹自仪（泰雷兹技术）和中电科 15 所等，而市场份额较高的主要是卡斯柯、众合机电和通号。

CBTC 由三个子系统组成：列车自动监控系统（ATS）、列车自动防护系统（ATP）、列车自动驾驶系统（ATO）。具体来看，包括计算机连锁、ATS、区域控制器（ZC）、车载控制器（CC）等核心设备或子系统。

市域/城际铁路、有轨电车助推城市轨道交通高景气。城市轨道交通主要由地铁、轻轨、有轨电车和市域铁路等组成。事实上，部分城际线未来也有可能采用类似城市轨道交通的 ATC 系统。目前，地铁和轻轨是最主要的城市轨道交通方式。根据中国轨道交通协会统计，截止 2013 年底，国内地铁和轻轨累计通车里程超过 2300 公里。根据各地的城轨规划统计，到 2020 年，国内地铁和轻轨累计通车里程有望超过 6000 公里。这意味着 2020 年之前，国内每年将新建 500 公里以上的地铁/轻轨。按照信号系统 1000 万/公里左右的造价，地铁/轻轨建设每年可带来 50 亿左右的信号系统市场。同时，市域铁路/城际线建设渐成热点。市域铁路主要用于连接地级城市和郊区。根据温州轨道交通规划，2020 年之前，温州将建设 S1、S2 和 S3 市域铁路一期工程，总里程约 140 公里，造价约 432 亿。考虑到中国有 300 多个地级行政单位，我们估计到 2020 年国内市域铁路里程数将达千公里级别。城际线主要用于连接地级城市之间，但与市域铁路并不严格划分。根据浙江省城际线规划，2020 年前将建设城际线 11 条，总里程约 456 公里，总投资约 1300 亿。广东、江苏、山东、湖北等省份均有城际线规划。我们估计 2015-2020 年城际线累计新建里程可能会超过地铁。城域铁路和城际线每公里造价约为地铁的 1/2，意味着城域铁路+城际线建设每年带来的信号系统需求可能会接近于地铁。此外，近几年各地有轨电车建设热情正在兴起。各地规划的有轨电车总里程数 2020 年之前也将达到千公里级别。有轨电车每公里造价约为地铁的 1/4。综合以上分析，我们估算 2020 年之前，国内城市轨道交通建设将带来平均每年接近 100 亿的信号系统市场，而目前年市场规模在 50 亿左右。

**轨交信号国产化标杆，订单充足、新市场开拓和利润率提升引燃业绩三级火箭。**公司通过众合轨道从事轨道交通相关业务。目前轨道交通业务主要包括地铁 CBTC 和 AFC。众合轨道从 2006 年开始切入地铁信号市场，先后承接了沈阳、成都、深圳、西安、杭州、郑州、天津、大连和温州等地的轨道交通信号系统项目。

目前公司仍以 Ansaldo 为主要技术支持方，每年支付大量软件服务费用，导致盈利能力较低。近几年来，公司自主知识产权的信号系统已经取得很大进展。2012 年，公司计算平台、计算机连锁、ATS、ZC、CC 等核心模块通过了英国劳氏认证。今年以来，部分新签线路已经开始采用部分自主知识产权模块。我们预计公司自主知识产权的整套 CBTC 系统明年有望通过国际认证，进而有望获得第一个真正意义上的应用案例。

众合轨道成立第二年即获得大量地铁信号集成订单。受制于交付能力，公司一度新增较少订单。直至 2012 年在成都地铁 2 号线上实现真正意义上的交付以及 2013 年实现郑州 1 号线信号系统一次性交付，公司订单重新进入高速增长轨道。2013 年，公司轨道交通业务中标 10.46 亿，同比增长 129%；2014 年上半年，公司轨道交通业务中标约 14 亿，为 2013 年全年金额的 140%。鉴于地铁信号系统交付周期通常为 2-3 年，而公司 2014 年轨交业务营收规模估计可达 2013 年订单约 80%，我们判断公司 2015 年轨道交通业务营收将稳健增长，而 2016 年将迎来爆发式增长。

除了订单充足之外，我们判断公司未来两年的业绩拐点主要来自以下驱动力：

**驱动力 1：有望成为城域铁路 ATC 事实标准，受益地铁以外城市轨道交通市场突破。**公司目前产品主要应用在地铁领域。正如前文所述，城域铁路、城际线和有轨电车将带来 ATC 的增量市场。公司承接了温州 S1 线信号系统项目。今年，温州市域轨道 S1 线一期工程装备研发项目被正式列入“国家战略新兴产业示范线工程”，示范内容之一是公司承建的点式

ATC 系统。温州 S1 线的技术规范可能会成为全国市域铁路行业标准，意味着公司市域铁路信号系统在全国（至少是浙江省内）市场竞争中有望获得领导者地位。考虑到部分城际线可能会采用与城域铁路相似的信号控制系统，公司在市域铁路信号系统方面的优势有望延伸到城际线市场。

**驱动力 2：走出去。**公司近几年成功进入阿尔及利亚、尼日利亚等海外市场。由于公司产品遵循欧洲标准，我们相信公司将在非洲等市场取得持续突破。

**驱动力 3：突破大铁市场。**目前，大铁信号控制市场基本为通号集团垄断。公司已经具备为城际铁路提供部分信号子系统的能力。这一能力有望复制到一些时速不高的动车组上。

**驱动力 4：掌握列车智能化制高点。**公司今年收购的网新智能是“十二五”国家科技支撑计划项目——《智能高速列车系统关键技术研究及样车研制》的主要承担者。目前，智能列车系统各类设备已通过铁路系统各类产品认证，在京沪线初步完成了 30 万公里正线试验，明后年有望作为高速列车标配进入每一列高速列车，从而为公司带来十亿级市场空间；

**驱动力 5：国产化提升利润率。**公司目前轨交信号业务主要依托 Ansaldo 技术，导致毛利率不高，在 20% 左右。如果全部采用国产模块，公司轨交信号业务毛利率有望提升到 40% 以上，净利润率有望提升到 20% 以上。

**收购海拓环境助力业绩增长。**目前公司环保业务主要是脱硫脱硝工程，2013 年营收规模约为 7 亿。受制于工程造价低迷，公司脱硫脱硝业务利润率较低，中短期看盈利能力难以大幅提升。2014 年 8 月，公司拟增发收购浙江海拓环境技术公司 100% 股权。海拓环境是专注于工业废水处理的运营商，主要致力于重金属、印染行业污水处理，为客户提供工业废水治理设施运行和维护外包服务。海拓环境承诺 2014-2016 年扣非净利润分别不低于 2600 万、3120 万和 3744 万。考虑到众合机电给海拓环境带来的市场和资金支持，我们判断海拓环境未来几年盈利有大幅超预期可能。

**城市轨交高景气和信号国产化趋势催生业绩拐点，首次给予“买入”评级。**不考虑海拓环境并表，我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.04 元、0.17 元和 0.83 元。假设海拓环境 2015 年全年并表，我们预测公司 2014-2016 年全面摊薄 EPS 分别为 0.03 元、0.31 元和 0.99 元。公司短期市盈率较高，但在手订单充足和信号国产化趋势使得公司未来两年业绩拐点确立。长期来看，中国百亿级的轨道交通信号市场，必然诞生百亿级市值的标杆公司。由于公司 2016 年盈利达到稳态，我们以 2016 年盈利为基础对公司进行估值。可比公司辉煌科技和世纪瑞尔 2016 年平均动态市盈率约为 29 倍，而众合机电在轨道交通信号系统市场占据更核心的位置且未来两年拥有更高的业绩增速。因此，我们给予公司 30.00 元的 6 个月目标价，对应约 30 倍的 2016 年备考 EPS，首次给予公司股票“买入”评级。建议投资者关注公司智能列车项目、海外市场等业务进展。

表 1 可比公司相对估值表

公司简称	EPS (元)				PE (倍)			
	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
世纪瑞尔	0.24	0.35	0.54	0.67	91.21	62.29	40.37	32.54
辉煌科技	0.19	0.40	0.56	0.71	96.57	45.13	32.23	25.42
平均					93.89	53.71	36.30	28.98

资料来源：万得资讯，海通证券研究所

**主要不确定性。**订单执行周期有一定不确定性；海拓环境并购尚未获得批文。

表 2 众合机电利润表预测(万元)

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	<b>141190</b>	<b>168449</b>	<b>212997</b>	<b>325006</b>
YoY(%)	<b>10.5</b>	<b>19.3</b>	<b>26.4</b>	<b>52.6</b>
减: 营业成本	120183	137121	170791	252377
毛利	21007	31328	42206	72630
毛利率(%)	<b>14.9</b>	<b>18.6</b>	<b>19.8</b>	<b>22.3</b>
主营业务税金及附加	866	1033	1306	1993
营业费用(销售费用)	4067	6841	7867	9834
营业费用/收入(%)	<b>2.9</b>	<b>4.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>
管理费用	16293	19552	22485	28106
管理费用/收入(%)	<b>11.5</b>	<b>11.6</b>	<b>10.6</b>	<b>8.6</b>
财务费用	5445	8382	8382	8382
资产减值损失	11677	0	0	0
加: 公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资收益	390	1000	2000	2000
营业利润	<b>-16953</b>	<b>-3480</b>	<b>4167</b>	<b>26316</b>
营业外收入	1789	4500	1500	1500
减: 营业外支出	259	259	31	135
利润总额	<b>-15423</b>	<b>761</b>	<b>5636</b>	<b>27680</b>
减: 所得税	-563	-348	417	2060
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	<b>-14861</b>	<b>1109</b>	<b>5219</b>	<b>25621</b>
EPS(元)	<b>-0.48</b>	<b>0.04</b>	<b>0.17</b>	<b>0.83</b>
海拓环境归母净利			5000	7000
合并归母净利		1109	10219	32621
合并EPS(元)		<b>0.03</b>	<b>0.31</b>	<b>0.99</b>

资料来源: 公司 2013 年年报, 收购海拓环境公告, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

陈美凤：计算机行业

蒋科：计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：东软集团、用友软件、航天信息、远光软件、启明星辰、科大讯飞、立思辰、海隆软件、汉得信息、宝信软件、赛为智能、聚龙股份、恒生电子

### 投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综合指的涨跌幅为基准；	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；	
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
	股票投资评级	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；	
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综合指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；	
	行业投资评级	中性	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
	减持		

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。