

业绩符合预期，轨交业务进入爆发期

买入|维持

——众合科技三季报点评

事件：

公司发布三季报，2019年前三季度实现营业收入16.80亿元，同比增长42.54%；实现归属于母公司净利润8387.63万元，同比增长105.01%，符合公司此前的业绩预告。

● 预收/预付大增，公司业绩进入爆发期

公司2019年前三季度实现营业收入16.80亿元，同比增长42.54%；其中，单三季度实现营收6.31亿元，同比增长64.89%，超过中报31.79%的增速。公司从2018年开始，轨交业务进入业绩兑现阶段，带动公司相关业务高增长。其中，公司2016-2018年及2019年上半年公司新增轨交信号系统订单分别为11.47/31.42/16.56/12.76亿元，信号系统业务订单周期长，业绩将在今明两年逐渐释放。另外，报告期末公司预收款项2.66亿元，较期初增长71.29%；预付款项1.21亿元，较期初增长146.26%，也预示着公司业绩后续的高增长。

● 盈利能力逐渐提升

公司前三季度毛利率为30.01%，单三季度毛利率30.73%，同比+0.52pct、环比+2.66pct，盈利能力呈现向好趋势。公司前三季度净利率为4.92%，单三季度净利率为8.53%、环比+5.78pct，主因苏州科环未完成业绩承诺，公司在第三季度注销补偿股份、确认投资收益4695万元所致。

● 自研信号比例攀升带动毛利率提升

公司自主研发的BiTRACON型CBTC信号系统同时具备DTO/UTO无人驾驶和互联互通功能，同时适用于地铁、现代有轨电车、单轨/空轨和区域铁路等多种制式。公司早期与安萨尔多合作，毛利率在20%到25%之间，而自研产品毛利率为40%。从2016年公司首次在重庆4号线应用自研产品以来，公司自研信号订单金额占比不断提高，2019年上半年公司自研信号系统中标金额超过9.9亿元，占今年新增中标金额约77.77%，占比进一步提升，将带动公司轨道交通信号系统毛利率逐步攀升。

● 投资建议与盈利预测

预计公司2019-2021年将实现营收分别为25.65亿元、30.71亿元、35.32亿元，实现归属母公司股东净利润分别为1.48亿元、2.35亿元、3.40亿元，对应当前的PE分别为26、16和11倍。考虑到公司在手订单充足、轨交业务进入业绩确认加速阶段，给予公司“买入”的投资评级。

● 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。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2086	2089	2565	3071	3532
收入同比(%)	73	0	23	20	15
归母净利润(百万元)	60	27	148	235	340
归母净利润同比(%)	155	-55	447	59	45
ROE(%)	2.6	1.2	5.9	8.6	11.1
每股收益(元)	0.11	0.05	0.27	0.43	0.62
市盈率(P/E)	63.86	142.36	26.01	16.36	11.31

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：6.99元/8.6元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：8.84/4.61

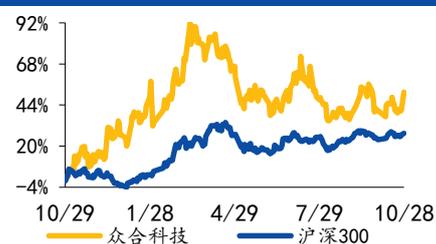
A股流通股(百万股)：453.23

A股总股本(百万股)：549.56

流通市值(百万元)：3168.06

总市值(百万元)：3841.46

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

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

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2930	3050	3656	4194	4735
现金	879	911	1026	1167	1272
应收账款	1370	1449	1756	2119	2452
其他应收款	158	74	167	175	199
预付账款	102	84	220	180	200
存货	296	427	359	407	446
其他流动资产	125	104	128	146	166
非流动资产	3086	3416	3541	3475	3378
长期投资	170	305	309	309	309
固定资产	345	333	384	472	526
无形资产	1023	968	913	827	718
其他非流动资产	1548	1810	1935	1867	1824
资产总计	6016	6466	7197	7670	8113
流动负债	2999	3381	3957	4181	4273
短期借款	1214	1469	1750	1730	1587
应付账款	1136	1127	1335	1564	1756
其他流动负债	649	785	872	888	930
非流动负债	617	646	639	644	643
长期借款	558	454	454	454	454
其他非流动负债	59	192	185	190	189
负债合计	3616	4027	4596	4826	4917
少数股东权益	96	97	107	117	127
股本	393	550	550	550	550
资本公积	2031	1880	1880	1880	1880
留存收益	-91	-64	84	319	659
归属母公司股东权益	2304	2342	2495	2727	3069
负债和股东权益	6016	6466	7197	7670	8113

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	46	155	169	370	423
净利润	122	26	158	245	350
折旧摊销	139	177	164	175	184
财务费用	99	111	99	104	100
投资损失	-17	-6	-47	-8	-9
营运资金变动	-376	-235	-230	-185	-236
其他经营现金流	78	82	26	39	34
投资活动现金流	-120	-365	-243	-103	-78
资本支出	113	302	170	50	50
长期投资	41	187	4	0	0
其他投资现金流	34	124	-68	-53	-28
筹资活动现金流	359	175	189	-127	-240
短期借款	11	256	280	-20	-143
长期借款	366	-104	0	0	0
普通股增加	73	157	0	0	0
资本公积增加	1057	-151	0	0	0
其他筹资现金流	-1148	17	-91	-107	-97
现金净增加额	270	-24	115	141	105

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2086	2089	2565	3071	3532
营业成本	1479	1466	1766	2052	2306
营业税金及附加	20	21	26	31	36
营业费用	57	60	71	87	99
管理费用	122	157	218	251	293
研发费用	123	150	164	181	199
财务费用	99	111	99	104	100
资产减值损失	60	113	80	96	110
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0
投资净收益	17	6	47	8	9
营业利润	156	34	204	294	416
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	155	34	205	295	417
所得税	33	8	47	50	67
净利润	122	26	158	245	350
少数股东损益	62	-1	10	10	10
归属母公司净利润	60	27	148	235	340
EBITDA	394	322	466	573	699
EPS (元)	0.15	0.05	0.27	0.43	0.62

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	73.0	0.1	22.8	19.7	15.0
营业利润(%)	184.5	-77.9	492.7	44.2	41.3
归属母公司净利润(%)	155.3	-55.1	447.4	59.0	44.6
获利能力					
毛利率(%)	29.1	29.8	31.1	33.2	34.7
净利率(%)	2.9	1.3	5.8	7.7	9.6
ROE(%)	2.6	1.2	5.9	8.6	11.1
ROIC(%)	6.3	3.5	6.6	9.1	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	60.1	62.3	63.9	62.9	60.6
净负债比率(%)	52.99	53.60	53.06	50.13	46.30
流动比率	0.98	0.90	0.92	1.00	1.11
速动比率	0.87	0.77	0.83	0.90	1.00
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.33	0.38	0.41	0.45
应收账款周转率	2	1	1	1	1
应付账款周转率	1.62	1.30	1.43	1.42	1.39
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.05	0.27	0.43	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.28	0.31	0.67	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.26	4.53	4.96	5.58
估值比率					
P/E	63.86	142.36	26.01	16.36	11.31
P/B	1.67	1.64	1.54	1.41	1.25
EV/EBITDA	12	15	10	8	7

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