

2011 年 4 月 27 日

众合机电

轨交业务是亮点

A
买入

000925.SZ - 人民币 21.36

目标价格: 人民币 23.60

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S13002

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(12)	(12)	(8)	(5)
相对新华富时 A50 指数(%)	(18)	(13)	(16)	(2)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	322
流通股(%)	28
流通股市值(人民币 百万)	1,926
3 个月日均交易额(人民币 百万)	46
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
浙大网新	30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

众合机电 2010 年净利润同比下滑 42%至 5,400 万元人民币, 收入同比下滑 13%至 10.5 亿人民币。由于 2010 年公司业务结构的调整, 轨道交通以及半导体硅片业务等高利润率产品的收入占比有非常明显的提高, 因此公司的毛利率出现了 3.6 个百分点的大幅上升, 脱硫业务出现明显的下滑。公司在管理费用和销售费用的控制方面做的非常不错, 因此公司的经营利润率同比上升了大约 2.5 个百分点。但是由于 2009 年有一笔因实施重大资产重组而获得的债务豁免收益 9,000 万元, 导致 2010 年公司的净利润同比下滑 42%。基于公司未来在轨道交通信号领域广阔的市场空间, 我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 目前我国正处于轨道交通建设的繁荣时期, 中国已经成为世界上最大的城市轨道交通市场。城市轨道交通已经成为城市公共交通系统的一个重要组成部分。
- 在 2007 和 2008 年的轨道交通信号业务招投标中, 公司的中标率在国内排名第一, 目前市场占有率为 30%。
- 未来随着研发成果的体现以及自主化率的提升, 轨道交通信号系统毛利率将有较大的上升空间, 我们预计公司在 2012 年基本实现自主化, 毛利率将有可能从现在的 20%提升到 30%以上。

评级面临的主要风险

- 未来和火电配套的脱硫业务也将受到一定的影响, 并且有可能导致更加激烈的竞争。

估值

- 我们预计公司 2011 和 12 年净利润分别增长 106%和 67%, 按照分部加总法计算, 加权平均计算得出, 众合机电的相对估值应该是 2012 年 35 倍, 对应目标价 23.60 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,206	1,048	1,490	1,989	2,809
变动(%)	1,184	(13)	42	33	41
净利润(人民币 百万)	94	54	120	200	347
全面摊薄每股收益(人民币)	0.335	0.193	0.397	0.662	1.152
变动(%)	39.7	(42.4)	105.5	66.9	73.9
市盈率(倍)	63.7	110.6	53.8	32.2	18.5
每股现金流量(人民币)	0.82	0.60	0.32	0.67	0.34
价格/每股现金流量(倍)	26.2	35.8	67.4	32.1	63.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	95.4	65.9	32.7	21.3	13.2
每股股息(人民币)	0.000	0.029	0.060	0.099	0.173
股息率(%)	0.0	0.1	0.3	0.5	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值。我们预计公司 2011 和 12 年净利润分别增长 106%和 67%，按照分部加总法计算，加权平均计算得出，众合机电的相对估值应该是 2012 年 35 倍，对应目标价 23.60 元，维持**买入**评级。

2010 年盈利同比下滑 42%。众合机电 2010 年净利润同比下滑 42%至 5,400 万元人民币，收入同比下滑 13%至 10.5 亿人民币。由于 2010 年公司业务结构的调整，轨道交通以及半导体硅片业务等高利润率产品的收入占比有非常明显的提高，因此公司的毛利率出现了 3.6 个百分点的大幅上升，脱硫业务出现明显的下滑。公司在管理费用和销售费用的控制方面做的非常不错，因此公司的经营利润率同比上升了大约 2.5 个百分点。但是由于 2009 年有一笔因实施重大资产重组而获得的债务豁免收益 9,000 万元，导致 2010 年公司的净利润同比下滑 42%，如果我们关注公司的长期可持续发展，公司的营业利润同比上升 35%。

轨道交通业务。公司承担的项目中 2010 年底前有 3 条线竣工。随着 2011 年及以后公司承担的线路逐步竣工之后，我们预计轨道交通信号系统收入将迎来爆发式的增长，2011 年同比增长 100%左右，收入超过 4.8 亿元，2012 年收入预计增长 50%，达到 7.25 亿元，13 年收入将接近 10 亿元。

脱硫机电业务。未来公司将在原有业务基础上，以转变经营模式、努力开拓国际市场为目标，目前公司在手已经获得来自东欧的海外订单，公司希望未来在美国以及其他发展中国家有所突破。此外 BOT（特许经营模式）项目的实施，将成为一种新的盈利模式，并且 BOT 每年的收入将相对比较稳定，1 个 BOT 项目每年可贡献净利润 1,500 万元，目前公司在手有 3 个 BOT 项目。

半导体单晶硅业务。在国际和国内半导体市场快速恢复的宏观环境下，公司 2010 年的单晶硅产量和销售额都有所增长。公司产品以半导体器件中节能灯电子整流器芯片用硅片为主，在国家节能减排的大环境和政策下，未来我们认为盈利能力将得到有效保障，产品销量和市场趋于稳定。

图表 2.2010 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动 %
经营收入	1,206	1,048	(13)
销售成本	(1,013)	(842)	(17)
毛利润	194	206	7
销售费用	(43)	(41)	(3)
管理费用	(96)	(92)	(5)
经营利润	54	73	35
财务成本	(8)	(43)	470
投资及其它收益	57	39	(31)
税前利润	103	69	(33)
税金	(9)	(15)	62
少数股东权益	(0.7)	(0.5)	(29)
净利润	94	54	(42)
盈利能力(%)			
毛利率	16.1	19.7	
经营利润率	4.5	7.0	
净利率	7.8	5.1	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,206	1,048	1,490	1,989	2,809
销售成本	(1,013)	(842)	(1,174)	(1,527)	(2,088)
经营费用	(129)	(113)	(126)	(171)	(250)
息税折旧前利润	64	93	191	291	471
折旧及摊销	(10)	(20)	(26)	(32)	(37)
经营利润(息税前利润)	54	73	165	259	435
净利息收入/(费用)	(8)	(43)	(28)	(28)	(30)
其他收益/(损失)	57	39	5	5	5
税前利润	103	69	141	236	410
所得税	(9)	(15)	(21)	(35)	(61)
少数股东权益	(1)	0	(1)	(1)	(1)
净利润	94	54	120	200	347
核心净利润	94	54	120	200	347
每股收益(人民币)	0.335	0.193	0.397	0.662	1.152
核心每股收益(人民币)	0.335	0.193	0.397	0.662	1.152
每股股息(人民币)	0.000	0.029	0.060	0.099	0.173
收入增长(%)	1,184	(13)	42	33	41
息税前利润增长(%)	505	35	125	57	68
息税折旧前利润增长(%)	276	45	105	52	62
每股收益增长(%)	40	(42)	105	67	74
核心每股收益增长(%)	40	(42)	105	67	74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	103	69	141	236	410
折旧与摊销	10	20	26	32	37
净利息费用	8	43	28	28	30
运营资本变动	(301)	50	(76)	(57)	(310)
税金	(9)	(15)	(21)	(35)	(61)
其他经营现金流	417	(1)	(3)	(3)	(3)
经营活动产生的现金流	228	167	95	201	102
购买固定资产净值	(393)	(114)	(104)	(92)	(82)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(394)	(114)	(104)	(92)	(82)
净增权益	0	0	415	0	0
净增债务	462	50	50	50	50
支付股息	(4)	0	(8)	(18)	(30)
其他融资现金流	(7)	(43)	(28)	(28)	(30)
融资活动产生的现金流	451	7	429	4	(10)
现金变动	285	60	420	112	10
期初现金	35	319	379	799	911
公司自由现金流	(165)	56	(3)	117	29
权益自由现金流	288	60	13	130	40

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	319	379	799	911	921
应收帐款	1,015	823	1,082	1,311	1,884
库存	142	117	164	213	291
其他流动资产	228	187	258	333	451
流动资产总计	1,704	1,506	2,302	2,767	3,547
固定资产	317	369	408	441	472
无形资产	143	184	223	250	265
其他长期资产	61	62	65	68	71
长期资产总计	521	615	696	759	807
总资产	2,225	2,121	2,998	3,526	4,354
应付帐款	942	746	992	1,229	1,595
短期债务	319	369	419	469	519
其他流动负债	214	211	273	345	461
流动负债总计	1,475	1,326	1,685	2,043	2,575
长期借款	181	181	181	181	181
其他长期负债	6	6	6	6	6
股本	279	279	301	301	301
储备	273	318	813	982	1,277
股东权益	552	597	1,114	1,284	1,579
少数股东权益	11	11	12	13	14
总负债及权益	2,225	2,121	2,998	3,526	4,354
每股帐面价值(人民币)	1.98	2.14	3.70	4.26	5.24
每股有形资产(人民币)	1.46	1.48	2.96	3.43	4.36
每股净负债/(现金)(人民币)	0.65	0.61	(0.66)	(0.87)	(0.73)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	5.3	8.9	12.8	14.6	16.8
息税前利润率	4.5	7.0	11.1	13.0	15.5
税前利润率	8.6	6.6	9.5	11.9	14.6
净利率	7.8	5.1	8.0	10.0	12.4
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.1	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率	5.8	1.6	4.8	7.1	11.1
净权益负债率(%)	32.2	28.2	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.1	1.0	1.3	1.3	1.3
估值(倍)					
市盈率	63.7	110.6	53.8	32.2	18.5
核心业务市盈率	63.7	110.6	53.8	32.2	18.5
目标价对应核心业务	70.4	122.2	59.5	35.6	20.5
市盈率					
市净率	10.8	10.0	5.8	5.0	4.1
价格/现金流	26.2	35.8	67.4	32.1	63.3
企业价值/息税折旧前利润	95.4	65.9	32.7	21.3	13.2
周转率					
存货周转天数	34.0	56.2	43.7	45.0	44.0
应收帐款周转天数	160.5	320.1	233.2	219.5	207.6
应付帐款周转天数	142.7	294.0	212.9	203.8	183.5
回报率(%)					
股息支付率	0.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	27.7	9.4	14.0	16.6	24.3
资产收益率	4.0	2.6	5.5	6.7	9.4
已运用资本收益率	9.4	6.9	11.8	14.6	20.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371