



轨交信号业务低于预期

增持维持

投资要点:

- 上半年 EPS 为 0.13 元，轨交信号系统业务进展低于预期
- 看点仍在轨交信号业务的加速和信号系统技术的国产化
- 下调今年的盈利预测至 0.29 元，维持“增持”评级

- 收入 5.23 亿，增长 26%；净利 3774 万，增长 18%。上半年公司实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 26.11%；归属上市公司净利润 3774 万元，同比增长 18.32%，每股收益 0.13 元。从收入构成上看，轨道交通业、脱硫环保业和半导体制造业分别实现收入 1.63 亿、2.69 亿和 8274 万元，分别同比增长 16.79%、46.10%和 8.78%。
- 轨道交通信号业务低于预期。报告期内公司轨交信号业务仅同比增长 16.79%，低于我们此前的预期。上半年，深圳 3 号线开通 CBTC 功能，沈阳 1 号线、成都 1 号线在开通 IATP 的基础上，CBTC 功能正在调试中，目前承接有信号系统和 AFC/ACC 系统项目共 14 个。公司未来最大的看点仍然是轨交信号系统的加速和信号系统技术的国产化对该业务毛利率的大幅提升。
- 城际铁路投资放缓对公司影响有限。由于公司轨交信号业务主要面向对象为地铁而非城际铁路或高铁，因此目前来看高铁的投资前景黯淡对公司影响有限，但对未来的业务拓展可能产生一定不利影响。
- 脱硫业务拖累毛利率下滑。从毛利率情况来看，随着系统自主化率的提高使轨交业务毛利率上升 2.68 个百分点至 26.57%，半导体单晶硅毛利率保持稳定，而脱硫环保部分毛利率大幅下滑 7.91 个百分点至 33.70%，使公司综合毛利率下降 3.76 个百分点至 22.58%。
- 下调盈利预测，维持“增持”评级。由于轨交业务进展低于我们的预期，我们下调了公司未来三年的盈利预测，预计 2011/12/13 年的 EPS 分别为 0.29/0.41/0.63 元。前期公司下跌较多，目前价格已经低于增发价，股价已经具备一定安全边际，维持“增持”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1206.42	1048.16	1362.92	1784.49	2379.86
收入增长率	1183.61%	-13.12%	30.03%	30.93%	33.36%
母公司净利润	93.51	53.70	87.13	123.25	190.51
净利润增长率	333.12%	-42.57%	62.26%	41.46%	54.56%
毛利率	17.05%	20.97%	20.49%	21.27%	22.04%
EPS	0.310	0.178	0.289	0.409	0.632
ROE	16.95%	8.90%	12.62%	15.15%	18.97%

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

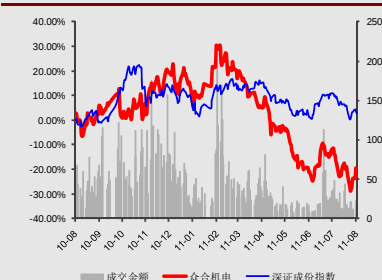
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	30,133.81
流通股 (万股)	10,876.00
控股股东	浙大网新科技股份有限公司
控股股东持股比例	29.68%

相关研究

1 众合机电: 轨道交通信号系统领跑者

2011.01

表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,654	1,993	2,389	3,075	营业收入	1,048	1,363	1,784	2,380
货币资金	270	338	394	665	营业成本	828	1,084	1,405	1,855
应收与预付款项	1,207	1,442	1,735	2,083	营业税金及附加	13	18	23	31
存货	162	199	247	315	销售费用	41	25	36	48
非流动资产	619	630	610	582	管理费用	92	114	146	190
固定资产在建工程	247	298	318	331	财务费用	43	19	28	30
无形资产待摊费用	372	332	291	251	资产减值损失	-28	15	15	15
资产总计	2,273	2,623	2,999	3,657	投资收益	1	0	0	0
流动负债	1,251	1,513	1,765	2,231	利润总额	69	103	146	226
短期借款	410	420	440	470	所得税	15	15	22	34
应付与预收账款	841	1,092	1,324	1,761	净利润	54	88	124	192
长期借款	408	408	408	408	少数股东损益	0	1	1	2
非流动负债	414	414	414	414	归属母公司净利	54	87	123	191
负债合计	1,666	1,927	2,179	2,645	EPS (元)	0.178	0.289	0.409	0.632
股本	279	279	279	279	主要财务比率				
资本公积	342	342	342	342	成长能力				
留存收益	-18	69	192	383	营业收入	-13.12%	30.03%	30.93%	33.36%
少数股东权益	5	5	6	8	净利润	-42.47%	62.13%	41.46%	54.56%
归属于母公司权益	603	690	814	1,004	获利能力				
负债股东权益合计	2,273	2,623	2,999	3,657	毛利率	20.97%	20.49%	21.27%	22.04%
现金流量表					净利率	5.17%	6.44%	6.96%	8.07%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	8.90%	12.62%	15.15%	18.97%
经营活动现金流	-46	190	146	348	偿债能力				
净利润	54	75	111	179	资产负债率	73.27%	73.48%	72.66%	72.33%
折旧摊销	39	75	85	93	流动比率	1.31	1.31	1.35	1.37
资产减值损失	-28	15	15	15	速动比率	1.18	1.18	1.21	1.23
利息费用	31	44	43	40	营运能力				
投资活动现金流	-262	-87	-67	-67	总资产周转率	0.46	0.52	0.60	0.65
融资活动现金流	261	-34	-23	-10	应收账款周转率	1.25	1.39	1.51	1.71
资产负债表					利润表				

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。