

2017年04月10日

南方汇通 (000920.SZ)

## 定位中车环保平台，水处理环保产业全面布局

■业绩基本符合预期:公司发布2016年报,实现营收10.09亿元,同比增长11.58%;实现归母净利润9865.72万元,同比增长17.3%;经营性现金流量净额1.89亿元, EPS0.23元, ROE10.38%。利润分配预案:拟每10股派发现金红利0.3元(含税)。

■膜产品增长态势良好,棕纤维发展承压:16年公司95%的收入来自全资子公司“时代沃顿”的膜产品,以及子公司“大自然”(持股51%)的棕纤维产品。其中时代沃顿膜产品16年实现收入5.92亿元(+12.8%),净利润1.26亿元(+20.5%),毛利率52.97%(+2.44个pct)。时代沃顿在国内复合反渗透膜行业技术领先、具备规模生产能力,为863、973等多个国家级项目的牵头承担单位。16年公司公告投资2.6亿元建设纳滤膜及板式超滤膜产线,预计建设期24个月,将于2020年完全达产,建成后将以高性价比进行进口替代,发展空间良好。

子公司大自然棕纤维业务16年实现收入3.71亿元(+15.7%),净利润3350万元(-5.88%),棕纤维所在家具行业竞争激烈,致使公司经营承压;毛利率33.1%(-6.3个pct),系1)原材料价格上升,2)新搬迁厂房,3)设备转固,折旧费增加所致。公司公告显示大自然是行业内规模最大的植物床垫生产商,未来公司将加强新产品研发和渠道管理,不断巩固行业领导地位。

■膜产品/净水器/产业基金/海外水处理工程服务齐头并进,水处理环保产业多方位布局:除时代沃顿膜产品外,公司14年公告设立汇通净水(出资比例45%)从事净水设备业务,16年公司已形成“泉卫士”品牌家用净水设备系列;15年公司公告设立节能环保产业基金;16年公告与贵州海上丝路国际投资公司、印度安得拉邦政府签订三方《谅解备忘录》,有助于公司获得安得拉邦市政供水、污水处理、海水淡化等领域的工程服务订单,海外市场加速拓展。目前我国水环境形势严峻,水处理产业未来空间广阔。

■中车集团唯一环保平台,外延步伐加快:公司控股股东为中车产投,中车产投经营范围为环保、能源等领域投资。公司为中车集团旗下唯一环保平台,未来将显著受益国企改革。公司4月5日公告与“誉华资管”签订《财务顾问合作协议》,根据协议誉华将协助公司进行外延并购,预计公司外延战略步伐将加快。

■投资建议:预计公司2017-2019年EPS分别为0.34/0.44/0.51元,公司在水处理环保产业多方位布局,且作为中车集团唯一环保平台,发展空间广阔。继续维持买入-A的投资评级,6个月目标价18.48元,相当于17年42倍PE。

■风险提示:国企改革不及预期,原材料价格波动,下游竞争加剧

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	904.6	1,009.4	1,345.0	1,678.1	2,120.5
净利润	84.1	98.7	141.5	186.3	213.2
每股收益(元)	0.20	0.23	0.34	0.44	0.51
每股净资产(元)	2.15	1.86	1.69	2.17	2.68

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	76.2	64.9	45.3	34.4	30.1
市净率(倍)	7.1	8.2	9.0	7.0	5.7
净利润率	9.3%	9.8%	10.5%	11.1%	10.1%
净资产收益率	9.3%	12.6%	19.8%	20.3%	18.9%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	65.7%	33.5%	303.8%	433.6%	87.7%

数据来源:Wind资讯,安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

铁路交通设备

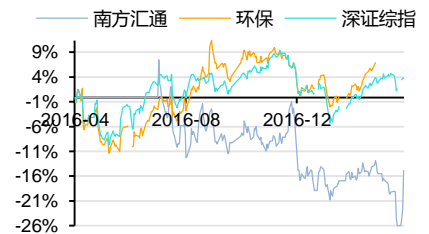
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价: **18.48元**  
股价(2017-04-07) **15.18元**

### 交易数据

总市值(百万元)	6,405.96
流通市值(百万元)	6,404.33
总股本(百万股)	422.00
流通股本(百万股)	421.89
12个月价格区间	13.20/19.16元

### 股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.3	-2.63	-28.43
绝对收益	-1.36	-0.91	-22.47

王书伟

分析师  
SAC 执业证书编号: S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-35082037

邵琳琳

分析师  
SAC 执业证书编号: S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

李哲

报告联系人  
lizhe3@essence.com.cn

### 相关报告

南方汇通:业绩符合预期, 2016-03-29  
中车环保平台再起航  
南方汇通:聘任蔡志奇为  
新总经理,股权划转奠定 2016-02-15  
中车环保平台地位

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	904.6	1,009.4	1,345.0	1,678.1	2,120.5	成长性					
减:营业成本	506.1	565.9	771.3	957.4	1,187.0	营业收入增长率	-56.1%	11.6%	33.3%	24.8%	26.4%
营业税费	6.4	12.8	13.5	18.5	25.4	营业利润增长率	47.5%	5.0%	52.4%	33.5%	17.6%
销售费用	90.1	96.6	121.1	142.6	190.8	净利润增长率	-53.9%	17.3%	43.4%	31.7%	14.4%
管理费用	175.4	214.8	269.0	318.8	409.3	EBITDA 增长率	-9.1%	17.6%	25.7%	34.9%	20.8%
财务费用	-4.0	4.6	-12.2	-13.6	7.3	EBIT 增长率	38.3%	12.0%	38.7%	34.9%	26.5%
资产减值损失	5.0	5.4	5.0	4.5	5.0	NOPLAT 增长率	31.2%	10.1%	39.7%	34.9%	25.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	116.3%	-84.6%	-5.5%	521.6%	57.0%
投资和汇兑收益	4.1	26.8	30.0	27.0	30.0	净资产增长率	-1.4%	-16.2%	-2.1%	30.6%	25.3%
营业利润	129.6	136.1	207.4	276.9	325.6	利润率					
加:营业外净收支	12.5	24.6	22.0	23.5	22.0	毛利率	44.0%	43.9%	42.7%	42.9%	44.0%
利润总额	142.1	160.7	229.4	300.4	347.6	营业利润率	14.3%	13.5%	15.4%	16.5%	15.4%
减:所得税	20.8	25.8	35.6	46.6	55.6	净利润率	9.3%	9.8%	10.5%	11.1%	10.1%
净利润	84.1	98.7	141.5	186.3	213.2	EBITDA/营业收入	17.8%	18.7%	17.7%	19.1%	18.3%
						EBIT/营业收入	13.9%	13.9%	14.5%	15.7%	15.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	101	169	133	111	98
						流动资产周转天数	-8	-69	-88	-54	-14
						流动资产周转天数	201	168	142	164	206
						应收账款周转天数	18	17	12	2	50
						存货周转天数	49	44	41	45	43
						总资产周转天数	646	617	482	442	437
						投资资本周转天数	103	73	14	40	70
						投资回报率					
						ROE	9.3%	12.6%	19.8%	20.3%	18.9%
						ROA	7.2%	7.5%	10.7%	11.0%	10.3%
						ROIC	65.7%	33.5%	303.8%	433.6%	87.7%
						费用率					
						销售费用率	10.0%	9.6%	9.0%	8.5%	9.0%
						管理费用率	19.4%	21.3%	20.0%	19.0%	19.3%
						财务费用率	-0.4%	0.5%	-0.9%	-0.8%	0.3%
						三费/营业收入	28.9%	31.3%	28.1%	26.7%	28.6%
						偿债能力					
						资产负债率	35.7%	49.5%	51.4%	49.9%	49.2%
						负债权益比	55.5%	98.1%	105.8%	99.7%	96.7%
						流动比率	1.06	0.82	0.80	1.20	1.45
						速动比率	0.77	0.61	0.54	0.90	1.18
						利息保障倍数	-31.79	30.66	-15.99	-19.30	45.55
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	-	-	-	-
						分红比率	15.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	121.2	134.8	141.5	186.3	213.2	EPS(元)	0.20	0.23	0.34	0.44	0.51
加:折旧和摊销	35.5	50.0	42.7	57.6	54.5	BVPS(元)	2.15	1.86	1.69	2.17	2.68
资产减值准备	5.0	5.4	-	-	-	PE(X)	76.2	64.9	45.3	34.4	30.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.1	8.2	9.0	7.0	5.7
财务费用	-2.5	2.9	-12.2	-13.6	7.3	P/FCF	-251.4	17.3	24.5	565.1	118.8
投资损失	-4.1	-26.8	-30.0	-27.0	-30.0	P/S	7.1	6.3	4.8	3.8	3.0
少数股东损益	37.1	36.2	52.3	67.5	78.8	EV/EBITDA	59.6	28.4	24.1	18.1	14.9
营运资金的变动	108.9	180.7	-72.3	-149.9	-146.7	CAGR(%)	27.9%	29.4%	-7.1%	27.9%	29.4%
经营活动产生现金流量	220.4	188.9	122.0	120.9	177.2	PEG	2.7	2.2	-6.4	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-353.7	-112.8	63.9	-143.5	-60.0	ROIC/WACC	6.3	3.2	29.0	41.5	8.4
融资活动产生现金流量	63.7	29.3	-82.8	122.6	15.6	REP	4.3	30.9	3.9	0.4	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王书伟、邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034