

纳川股份(300198)/其他建材
新能源车转型坚定，看好公司后续发展
评级：买入(维持)

市场价格：7.66

目标价格：9.70

分析师：邵晶鑫
执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

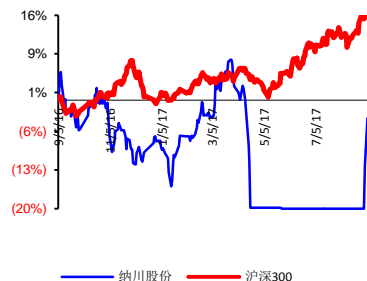
联系人：陈亚琼

电话：021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,032
流通股本(百万股)	782
市价(元)	6.96
市值(百万元)	7,180
流通市值(百万元)	5,440

股价与行业-市场走势对比

相关报告

 坚定转型，锰系电池龙头横空出世
 20170831

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1308	1117	1292	1642	1921
增长率 yoy%	31%	-15%	16%	27%	17%
净利润	27	64	99	188	234
增长率 yoy%	-46%	139%	56%	89%	24%
每股收益(元)	0.03	0.06	0.10	0.18	0.23
净资产收益率	4.3%	4.9%	5.5%	9.4%	10.4%
P/E	268	112	72	38	31
PEG	5.1	2.8	2.8	0.7	0.8
P/B	6	5	4	4	3

备注：

投资要点

- 新能源车布局已近完善。**公司前期通过收购福建万润切入新能源汽车产业，随后成立川流运营租赁，旨在三四线城市的公交 PPP 合作中探索商业模式；增资塔塔科技成为其第二大股东，进入互联网定制巴士领域。此次牵手星恒，将与福建万润协同完善新能源车“三电”销售，相互之间共享客户带动销售。同时川流运营、塔塔巴士形成线上线下运营，辅助中游三电营销，全产业链布局协同效应值得期待。
- 牵手星恒电源打开新能源汽车业务发展空间。**星恒电源是国内锰系电池龙头企业，战略定位自行车、物流车、乘用车三大应用领域，目前正努力研发推广可用于更多新能源车型的锰系电池产品，2019年产能将扩至8GWH。我们认为锰酸锂电池具有高安全性、优越的低温和倍率放电性能，通过混合一定比例三元 NCM 后可提高电池能量密度，改善后可用于乘用车等要求更高的车型，并具有更高性价比。我们认为未来公司有望凭借产品的低成本、高性能占据自行车、物流车的高市场份额，并在乘用车领域争得一席之地，看好其后续发展。
- “PPP+管道”模式带动业务发展。**公司以排水领域管材起家，多年发展积累了丰富的管网施工经验，业务方向包括海绵城市、地下管廊、黑臭水体整治、引水工程、城镇污水厂以及配套管网。2016年开始 PPP 模式得到政府大力支持，基础设施建设投资需求也在扩大，公司抓住发展契机加快 PPP 项目的推进，今年已拿下两个项目，总规模在 17.75 亿元。此外公司还参与设立 PPP 产业基金，有利于深化各参与方的合作并寻找优质 PPP 项目，后续 PPP 项目带动业务发展值得期待。
- 投资建议：**我们预计 2017-2019 年公司将实现营业收入 12.92/16.42/19.21 亿元，同比增长 16%/27%/17%；归母净利润 0.99/1.88/2.34 亿元，同比增长 56%/89%/24%；EPS 分别为 0.10/0.18/0.23 元，当前股价对应 PE 为 72/38/31 倍。考虑到公司拟进一步收购启源纳川和其他股东所持有的星恒电源股权，积极推动相关事宜，且星恒承诺 2017-2019 年度备考净利润分别不低于 2、3、4 亿元，如果后续完成收购将大幅提升公司业绩，业绩增速将进一步提升。我们继续看好公司在新能源汽车行业的转型和布局，上调公司目标价至 9.7 元，“买入”评级。
- 风险提示事件：**上市公司收购星恒电源事项仍存在一定不确定性；新能源汽车产业基金存在的管理风险；新能源车行业政策不达预期；新能源商用车销量增

速不达预期；PPP 业务推进不达预期。

图表 1: 公司盈利预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1308	1117	1292	1642	1921	成长性					
减: 营业成本	1031	780	972	1164	1327	营业收入增长率	31%	-15%	16%	27%	17%
营业税费	5	8	9	11	13	营业利润增长率	-23%	82%	5%	110%	27%
销售费用	79	95	103	131	173	净利润增长率	-46%	139%	56%	89%	24%
管理费用	88	101	103	131	154	EBITDA增长率	24%	26%	6%	76%	25%
财务费用	34	25	12	20	25	EBIT增长率	18%	34%	-8%	105%	27%
资产减值损失	46	27	20	20	20	NOPLAT增长率	47%	10%	4%	105%	27%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	35%	28%	18%	-6%	17%
投资和汇兑收益	20	(0)	12	14	17	净资产增长率	10%	39%	6%	10%	12%
营业利润	44	81	85	178	226	利润率					
加: 营业外净收支	8	20	20	20	20	毛利率	21%	30%	25%	29%	31%
利润总额	52	101	105	198	246	营业利润率	3%	7%	7%	11%	12%
减: 所得税	(1)	16	5	10	12	净利润率	2%	6%	8%	11%	12%
净利润	27	64	99	188	234	EBITDA/营业收入	8%	13%	12%	16%	17%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6%	9%	7%	12%	13%
货币资金	325	402	465	591	692	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	80	91	88	82	76
应收帐款	624	761	675	1149	985	流动营业资本周转天数	124	180	193	159	147
应收票据	25	80	63	110	82	流动资产周转天数	292	429	417	378	374
预付帐款	35	3	40	15	47	应收帐款周转天数	160	223	200	200	200
存货	203	181	305	18	277	存货周转天数	44	62	68	35	28
其他流动资产	14	11	9	11	10	总资产周转天数	500	730	705	611	575
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	227	348	369	304	273
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	15	82	82	82	82	ROE	4.3%	4.9%	5.5%	9.4%	10.4%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	2.6%	3.5%	3.8%	6.3%	7.4%
固定资产	291	274	355	397	415	ROIC	11.5%	9.4%	7.6%	13.1%	17.8%
在建工程	6	113	82	56	43	费用率					
无形资产	36	56	55	53	52	销售费用率	6.0%	8.5%	8.0%	8.0%	9.0%
其他非流动资产						管理费用率	6.7%	9.1%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	2077	2455	2607	2971	3165	财务费用率	2.6%	2.2%	1.0%	1.2%	1.3%
短期债务	351	155	259	274	330	三费/营业收入	15.4%	19.8%	17.0%	17.2%	18.3%
应付帐款	196	174	175	282	261	偿债能力					
应付票据	117	180	74	257	153	资产负债率	40.6%	30.0%	30.3%	32.5%	29.3%
其他流动负债						负债权益比	68.4%	42.9%	43.5%	48.2%	41.4%
长期借款	80	116	195	33	65	流动比率	1.61	2.35	2.63	2.04	2.45
其他非流动负债						速动比率	1.34	2.05	2.11	2.02	2.12
负债总额	844	737	790	966	927	利息保障倍数	2.28	4.25	7.87	9.81	9.90
少数股东权益	101	130	130	130	130	分红指标					
股本	416	1032	1032	1032	1032	DPS(元)	0.00	0.01	-	-	-
留存收益	717	556	655	843	1077	分红比率	15.5%	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1233	1717	1817	2005	2239	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	53	85	99	188	234	EPS(元)	0.03	0.06	0.10	0.18	0.23
加: 折旧和摊销	34	38	52	65	76	BVPS(元)	1.10	1.54	1.64	1.82	2.04
资产减值准备	46	27	0	0	0	PE(X)	268	112	72	38	31
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	6	5	4	4	3
财务费用	33	26	12	20	25	P/FCF	69	(20)	148	52	77
投资收益	(20)	0	(12)	(14)	(17)	P/S	5.5	6.4	5.6	4.4	3.7
少数股东损益	26	21	0	0	0	EV/EBITDA	57.2	46.2	46.4	25.3	20.3
营运资金的变动	(225)	(104)	(159)	94	(219)	CAGR(%)	52.4%	40.1%	26.0%	52.4%	40.1%
经营活动产生现金	(38)	33	(7)	353	99	PEG	5.1	2.8	2.8	0.7	0.8
投资活动产生现金	(158)	(179)	(88)	(66)	(63)	ROIC/WACC	1.0	0.8	0.7	1.1	1.5
融资活动产生现金	298	231	158	(162)	64	REP	6.8	6.6	7.3	4.3	2.7

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。