中国平安 PING AN 平安证券公司

公用事业

2011 年 8 月 19 日

南方汇通 (000920)

坚持主业，有限多元

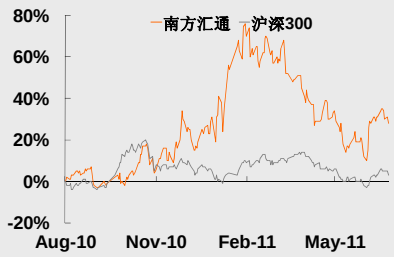
中性 (首次评级)

现价：10.42 元

主要数据

行业	公用事业(环保)
公司网址	www.southhuiton.com
大股东/持股	南车集团/42.64%
实际控制人/持股	南车集团/42.64%
总股本(百万股)	422.0
流通 A 股(百万股)	422.0
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	41.6
流通 A 股市值(亿元)	41.6
每股净资产(元)	2.3
资产负债率(%)	33.6

行情走势图



相关研究报告

海水淡化市场，未来五年料年增20%（2011-06-15）

渗沥液处理提升超微滤膜20亿市场（2011-07-05）

证券分析师

曾凡 S1060210080002
0755-22625952
zengfan323@pingan.com.cn

王凡 S1060209110191
0755-22624183
wangfan007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

南方汇通（002920）发布2011年半年报，实现收入 9亿元，较上年同期增长27.6%；实现归属母公司净利润0.2 亿元，较上年同期下降 44%；实现每股收益 0.05元，较上年同期下降 44%。

■ 反渗透膜理论产能已达 600 万平方米

公司毛利率较高的两个业务分别是旗下子公司北京时代沃顿的反渗透膜业务和贵州大自然科技的棕纤维产品业务。上半年，公司上述业务同比增速分别达到46%和 41%，其中反渗透膜的理论产能已达年产 600 万平方米，已基本与中化集团旗下蓝星公司的产能相当（蓝星东丽产能为 618 万平方米，资料来源：《海水淡化将掀中国水资源革命》）。

■ 反渗透膜毛利率略低于碧水源

上半年公司毛利率达 20.28%，较去年同期提升了近 1.5 个百分点。主要原因是货车配件业务毛利率的大幅提升以及高毛利反渗透膜、棕纤维业务占比的提升。值得注意的是，公司反渗透膜的毛利率为 38.5%，较去年同期下降近 1 个百分点，平均低于碧水源膜销售毛利率 5-10 个百分点。

■ 研发支出增加提升管理费用率

上半年公司销售费用达 2471 万元，较去年同期上升 6%；管理费用达 1.07 亿元，同比上升 41%，高于收入增速的 28%；管理费用率自去年同期的 10.85%提升至 11.96%。管理费用的提升主要来自研发支出的增加。

■ 财务费用高于预期

公司上半年财务费用为-64 万元，较去年大幅下降。主要是因为公司在 2010年下半年归还了 0.19 亿元的短期贷款。下半年低财务费用的情况料将维持。

■ 首次给予“中性”评级

公司目前的主要战略是“坚持主业，有限多元”。我们认为，这一战略有助于公司集中力量做强优势业务。在前期报告《海水淡化市场，未来五年料年增 20%》和《渗沥液处理提升超微滤膜 20 亿市场》中，我们认为海水淡化和渗沥液处理将成为反渗透膜产业发展的两大发动机，公司作为行业中的领先企业，预计将获得高于行业平均的增长。我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 为 0.11 元和 0.12 元，对应 8 月 18 日收盘价 9.86 元的 PE 分别为 93 倍和 84 倍，首次给予“中性”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1385.8	1006.6	1446.3	1591.0	1750.0
YoY(%)	19.2	-27.4	43.7	10.0	10.0
母公司净利润(百万元)	23.8	33.6	57.8	49.1	54.5
YoY(%)	86.9	41.0	71.9	-14.9	10.9
毛利率(%)	17.5	17.1	19.4	19.4	19.4
净利率(%)	1.7	3.3	4.0	3.1	3.1
ROE(%)	2.9	3.5	6.6	4.0	4.3
EPS(元)	0.05	0.08	0.13	0.11	0.12

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	631.0	693.4	1281.9	1426.7
现金	208.3	226.2	768.2	862.0
应收账款	160.6	234.2	257.6	283.3
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
预付账款	52.1	43.4	47.8	52.5
存货	200.7	186.1	204.7	225.2
其他流动资产	9.2	3.6	3.6	3.6
非流动资产	933.9	764.2	665.4	700.8
长期投资	380.1	218.4	218.4	218.4
固定资产	459.4	495.3	386.6	351.0
无形资产	40.1	32.6	33.6	34.6
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1564.9	1457.6	1947.2	2127.4
流动负债	362.8	467.0	606.9	650.8
短期借款	24.4	0.0	100.0	100.0
应付账款	261.7	342.1	376.3	414.0
其他流动负债	36.8	50.6	50.6	50.6
非流动负债	161.1	22.9	22.9	122.9
长期借款	110.0	0.0	0.0	100.0
其他非流动负债	51.1	22.3	22.3	22.3
负债合计	524.0	489.9	629.8	773.7
少数股东 权益	84.2	93.8	93.8	93.8
股本	422.0	422.0	438.7	438.7
资本公积	710.9	569.1	853.0	853.0
留存收益	-176.1	-117.2	-68.1	-31.8
归属母公司股东	956.8	873.9	1223.6	1259.9
负债和股东权益	1564.9	1457.6	1947.2	2127.4

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	-3.3	210.4	144.9	82.0
净利润	42.6	83.3	49.1	54.5
折旧摊销	56.2	58.0	54.4	55.6
财务费用	8.5	4.8	-0.3	-3.7
投资损失	-81.1	-8.8	-16.2	-16.2
营运资金变动	64.4	383.2	67.6	74.4
其他经营现金流	2.6	-18.8	60.9	-6.2
投资活动现金流	-3.2	-99.6	-3.7	-73.7
资本支出	-93.6	-77.7	-20.0	-90.0
长期投资	88.6	10.9	0.1	0.1
其他投资现金流	1.8	-32.7	16.2	16.2
筹资活动现金流	-20.5	-91.9	400.9	85.5
短期借款	-14.4	-24.4	100.0	0.0
长期借款	110.0	0.0	0.0	100.0
普通股增加	0.0	0.0	16.7	0.0
资本公积增加	-107.6	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-8.5	-5.4	0.3	-14.5
现金净增加额	-27.0	18.5	542.1	93.8

利润表				单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1006.6	1446.3	1591.0	1750.0
营业成本	834.5	1165.8	1282.4	1410.6
营业税金及附加	3.8	3.1	4.0	4.4
营业费用	51.5	53.3	58.6	64.5
管理费用	140.4	182.9	201.1	221.3
财务费用	6.0	3.6	-0.3	-3.7
资产减值损失	20.6	4.2	3.5	5.2
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	81.1	8.8	16.2	16.2
营业利润	30.8	42.3	57.8	64.1
营业外收入	25.5	60.9	0.0	0.0
营业外支出	5.5	9.1	0.0	0.0
利润总额	50.8	94.2	57.8	64.1
所得税	8.2	10.9	8.7	9.6
净利润	42.6	83.3	49.1	54.5
少数股东损益	9.0	25.5	0.0	0.0
归属母公司净利润	33.6	57.8	49.1	54.5
EBITDA	32.5	99.3	99.2	104.9
EPS（元）	0.08	0.13	0.11	0.12

主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-27.4%	43.7%	10.0%	10.0%
营业利润	100.1%	63.1%	10.0%	10.0%
归属母公司股东权益	16.8%	-8.7%	40.0%	3.0%
获利能力				
毛利率（%）	17.1%	19.4%	19.4%	19.4%
净利率（%）	3.3%	4.0%	3.1%	3.1%
ROE(%)	3.5%	6.6%	4.0%	4.3%
ROIC(%)	3.9%	9.5%	3.7%	3.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	33.5%	33.6%	32.3%	36.4%
净负债比率（%）	27.5%	21.4%	-15.2%	-11.6%
流动比率	1.7	1.5	2.1	2.2
速动比率	1.2	1.1	1.8	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	1.0	0.8	0.8
应收账款周转率	6.3	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	3.8	4.2	4.2	4.2
每股指标（元）				
每股收益	0.08	0.13	0.11	0.12
每股经营现金流	-0.01	0.50	0.34	0.19
每股净资产	2.27	2.07	2.90	2.99
估值比率				
P/E	128.7	74.9	88.0	79.4
P/B	4.3	4.8	3.4	3.3
EV/EBITDA	135.9	40.2	37.5	35.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

回　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257