



行业蓝海拓市场保业绩高增

——纳川股份（300198）2013年中报点评

2013年8月15日

强烈推荐/维持

纳川股份

财报点评

赵军胜	建筑建材行业分析师	执业证书编号：S1480512070003
	010-6655 4088 zhaojs@dxzq.net.cn	

事件：

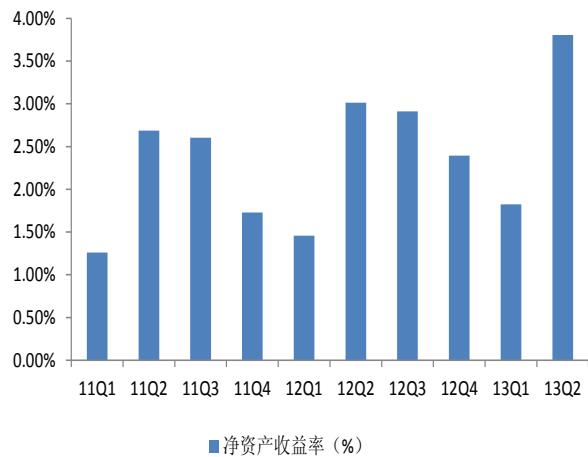
2013年上半年公司实现营业收入2.55亿元，同比增长52.11%；营业利润为7103万元，同比增长40.69%；利润总额为7209万元，同比增长42.58%；归属于上市公司股东的净利润为6046万元，同比增长41.12%；实现每股收益为0.29元。

公司分季度财务指标评论：

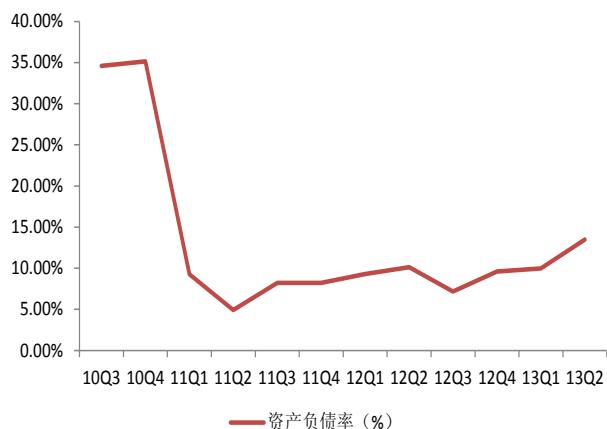
指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	77.26	75.12	55.49	112.29	103.32	125.60	86.78	168.43
增长率（%）	13.23%	25.66%	29.17%	40.24%	33.72%	67.19%	56.39%	49.99%
毛利率（%）	49.97%	49.86%	48.63%	51.09%	50.97%	48.34%	44.19%	42.19%
期间费用率（%）	11.45%	17.71%	20.99%	15.33%	15.35%	19.44%	17.67%	11.04%
营业利润率（%）	35.10%	25.04%	28.20%	31.02%	31.73%	24.29%	24.91%	29.34%
净利润（百万元）	23.24	15.69	13.46	29.01	28.92	24.38	18.94	41.18
增长率（%）	-4.51%	-12.09%	22.47%	20.43%	24.44%	55.33%	40.71%	41.92%
每股盈利（季度，元）	0.168	0.114	0.098	0.211	0.141	0.119	0.092	0.198
资产负债率（%）	8.21%	8.22%	9.29%	10.13%	7.16%	9.60%	9.98%	13.48%
净资产收益率（%）	2.60%	1.73%	1.46%	3.01%	2.91%	2.39%	1.83%	3.81%
总资产收益率（%）	2.39%	1.59%	1.32%	2.71%	2.70%	2.16%	1.64%	3.29%

- **综合毛利率和期间费用率下降。**公司原材料销售和石油化工行业产品毛利率的下降导致综合毛利率下降7.41个百分点，到42.87%，其中石化行业产品毛利率为47.56%，同比下降10.52个百分点；原材料毛利率仅为7.73%。期间费用率同比下降3.91个百分点，到13.29%。其中销售费用率为5.96%，同比下降3.08个百分点；管理费用率为8.79%，同比下降1.86个百分点；财务费用率为-1.46%，同比提高1.03个百分点。期间费用率的下降并未弥补综合毛利率下降的影响，导致公司利润增速低于营业收入的增长。
- **BT项目逐步展开业绩贡献进一步提升。**公司BT项目陆续开工贡献业绩，手中BT项目除泉港项目外其他项目均已贡献业绩。其中诏安项目完成6%，惠安项目一期完成9%，永春项目完成20%。泉港项目计划6月前开工，因为设计没有明确。随着BT项目的陆续进展，公司BT项目业绩将得到进一步体现。
- **订单充足，多方位拓展市场。**公司上半年新签订单3亿元，近两月情况和年初相似。公司积极多角度拓展市场，和西安中交土木科技有限公司签订了《战略合作框架协议书》，加强管材在铁路、公路等涵洞管道的应用研究，同中国五环工程有限公司签订《战略合作协议书》，积极发展战略合作者，多渠道销售产品。

- **注重研发和人才管理提升，提升业绩增长的内驱力。**公司对给排水领域的新材料和技术持续投入，像PP克拉管试制，低压输水管研发，与相关公司合作进行HDPE缠绕管在交通涵洞领域应用的研究等，实施股权激励，年度目标责任制考核，加强公司的培训，形成纳川学院雏形。
- **行业需求处于高速增长期，提供公司发展机遇。**《国务院办公厅关于做好城市排水防涝设施建设工作的通知》，明确力争5年完成排水管网的雨污分流改造，10年时间建成完善城市排水防涝工程体系。加强城市地下管线建设是住建部2013年重点工作，国务院常务会议确定加强市政地下管网建设和改造，提升城市防涝能力。十二五规划5年新增污水管道16万公里，市政雨水等管道将新增20万公里。当前公司作为HDPE缠绕增强管龙头企业，市场占有率为70%，而在埋地排污管领域占比不到1%，替代空间广阔。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司2013年到2015年的每股收益为0.72元、1.02元和1.31元，以收盘价16.38元计算，对应的动态PE为22倍、16倍和13倍，考虑到行业需求空间广阔、公司的龙头地位和成长性，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**工程进展低于预期的风险。

图 1：单季度净资产收益率

资料来源：wind, 东兴证券

图 2：资产负债率

资料来源：wind, 东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E					2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						
流动资产合计	782.88	903.68	1143.7	1596.3	1988.9	营业收入				275.41	396.69	635.33	925.27	1191.7						
货币资金	484.50	458.71	358.54	462.63	536.30	营业成本				130.72	198.96	366.05	533.82	681.04						
应收账款	189.80	311.65	504.79	735.14	946.89	营业税金及附加				2.12	3.29	4.76	6.94	8.94						
其他应收款	4.72	14.95	23.94	34.86	44.91	营业费用				22.36	31.90	31.51	45.89	59.11						
预付款项	29.27	17.94	18.05	18.21	18.42	管理费用				31.89	43.96	58.64	85.40	110.00						
存货	45.73	46.44	81.23	118.46	151.13	财务费用				(7.86)	(6.72)	(1.66)	4.09	12.66						
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失				6.51	13.14	4.00	4.00	4.00						
非流动资产合计	206.08	222.55	261.39	332.09	422.79	公允价值变动收益				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益				(0.92)	1.76	2.00	2.00	2.00						
固定资产	162.54	180.38	238.90	312.28	405.19	营业利润				88.74	113.92	174.02	247.13	318.03						
无形资产	17.33	17.32	15.59	13.85	12.12	营业外收入				2.41	1.05	1.50	1.50	1.50						
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出				1.48	0.08	0.08	0.08	0.08						
资产总计	988.96	1126.2	1405.1	1928.4	2411.7	利润总额				89.67	114.89	175.44	248.55	319.45						
流动负债合计	81.28	108.12	218.39	507.88	698.72	所得税				15.50	18.97	26.32	37.28	47.92						
短期借款	40.00	0.00	0.00	197.57	307.73	净利润				74.17	95.91	149.12	211.27	271.53						
应付账款	30.79	28.04	89.26	130.16	166.06	少数股东损益				0.00	(1.11)	(1.30)	(1.84)	(2.36)						
预收款项	0.96	3.35	0.61	0.61	0.61	归属母公司净利润				56.62	74.17	97.02	150.42	213.10						
一年内到期的非流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA				90.37	122.95	185.78	268.83	353.72						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	BPS(元)				0.56	0.47	0.72	1.02	1.31						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					2011A	2012A	2013E	2014E	2015E					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00															
负债合计	81.28	108.12	218.39	507.88	698.72	成长能力														
少数股东权益	0.00	1.34	0.04	-1.79	-4.16	营业收入增长				43.70%	44.04%	60.16%	45.63%	28.80%						
实收资本(或股本)	138.00	208.78	209.04	209.04	209.04	营业利润增长				39.05%	28.37%	52.76%	42.01%	28.69%						
资本公积	628.85	570.14	570.14	570.14	570.14	归属于母公司净利润				31.00%	30.81%	55.04%	41.67%	28.53%						
未分配利润	124.90	213.20	350.16	544.19	793.57	获利能力														
归属母公司股东权	907.68	1016.7	1167.4	1380.5	1654.4	毛利率(%)				52.54%	49.85%	42.38%	42.31%	42.86%						
负债和所有者权	988.96	1126.2	1405.1	1928.4	2411.7	净利率(%)				32.22%	28.72%	27.39%	26.71%	26.69%						
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润(%)					26.93% 24.46% 23.68% 23.03%					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E					ROE(%)					8.17% 9.54% 12.88% 15.44% 16.56%					
经营活动现金流	13.78	(65.06)	(21.68)	70.98	187.40	偿债能力														
净利润	625.61	93.96	129.77	0.38	163.17	资产负债率(%)				35.15%	8.22%	9.60%	15.76%	26.92%						
折旧摊销	(60.89)	34.74	(65.06)	N/A	(21.68)	流动比率				9.63	8.36	5.24	3.14	2.85						
财务费用	6.72	1.66	(4.09)	(12.66)	(14.74)	速动比率				9.07	7.93	4.87	2.91	2.63						
应付帐款的变化	21.32	(2.75)	61.22	40.91	35.90	营运能力														
预收帐款的变化	(13.20)	2.39	(2.73)	0.00	0.00	总资产周转率				0.43	0.38	0.50	0.56	0.55						
投资活动现金流	(7.67)	(37.03)	(67.70)	(94.83)	(118.80)	应收账款周转率				1.79	1.58	1.56	1.49	1.42						
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率				6.50	6.76	6.24	4.87	4.60						
长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)														
投资收益	(0.92)	1.76	2.00	2.00	2.00	每股收益(最新摊薄)				0.56	0.47	0.72	1.02	1.31						
筹资活动现金流	(21.21)	1.92	193.48	97.51	(46.47)	每股净现金流(最新				3.24	(0.11)	(0.48)	0.50	0.35						
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产(最新摊				6.58	4.87	5.58	6.60	7.91						
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率														
普通股增加	69.00	70.78	0.26	0.00	0.00	P/E				29.20	35.15	22.76	16.07	12.50						
资本公积金增加	601.83	(58.71)	0.00	0.00	0.00	P/B				2.49	3.36	2.93	2.48	2.07						
现金净增加额	(15.10)	(100.17)	104.09	73.66	22.12	EV/EBITDA				20.09	24.08	16.50	11.75	9.03						

分析师简介

赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建筑建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。