增资进军新能源汽车，打开成长空间

买入 维持

目标价格：10.80

投资要点:

公司公告使用自有资 1.6 亿元对福建万润进行单方增资。增资后纳川股份获得福建万润 51%的股权，正式进入新能源汽车领域。

报告摘要:

- **增资扩股方式进入新能源汽车领域，打开长期成长空间。**公司收购的福建万润主要从事汽车混合动力总成、纯电动总成及汽车配件、机电产品的研究、开发、生产、销售及技术服务。纳川此次收购后，预计将发挥福建万润在超级电容、变速器、电机驱动等方面建核心竞争力，将公司打造为新能源汽车核心零部件供应企业。按照各地示范城市已公布的推广实施目标，截至 2015 年末，各地需完成推广实施目标 50 万辆，其中 2014-2015 年福建省需完成推广目标 1 万辆，2014 年福建新能源汽车产量为 3500 辆， 假设 2015 年完成剩余目标，市场需求同比增加 86%。福建万润作为福建省当地的优质企业，有望充分受益。

- **标的资产盈利能力较强，2015 年业绩增厚 10%以上。**标的公司原股东承诺 2014-2016 年度扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 3,200 万元、4,800 万元、7,200 万元。按照 51%的股权比例测算，2014-2016 年增厚 EPS：0.04、0.06、0.09 元，相对 2013 年的业绩增厚幅度为 9%、13%、20%。

- **管材主业 2015 年有望重回增长通道。**市政工程放缓以及公司加强应收管理致 2014 年管材业务的业绩有所下降。展望 2015 年，市政管网的建设力度加大，公司作为具备规模优势的企业，逐步布局的新产品线开始逐步投产，管材主业方面有望恢复性增长。

- **双主业提供业绩保障，短期价值迎来重估。**暂不考虑并表摊薄，预计 2014-2016 年归母净利润 0.57\1.21\1.97 亿元；EPS:0.14\0.29\0.47 元。按照新能源汽车 2015 年 30 倍 PE 估值测算，短期新增价值约 9.8 亿元，对应目前 35 亿市值仍有 20%以上提升空间，维持买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	396.69	655.50	957.23	1073.31	1231.64
增长率（%）	44.04	65.24	46.03	12.13	14.75
归母净利润(百万)	97.02	91.76	57.71	121.38	197.76
增长率（%）	30.81	-5.43	-37.11	110.34	62.92
每股收益	0.46	0.44	0.14	0.29	0.47
市盈率	63.65	67.46	58.16	27.65	16.97

XX 研究组

分析师:

顾益辉(S1180514060001)

电话：021-65051157

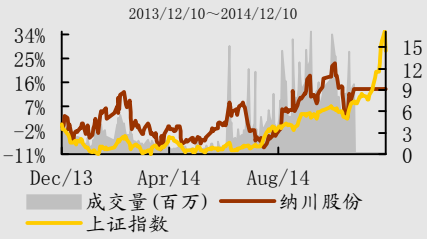
Email：guyihui@hysec.com

王钦(S1180514050004)

电话：021-65051130

Email：wangqin3@hysec.com

市场表现



相关研究

《坚守水泥，积极关注新型建材转型》 2014/10/29

《伟星新材：细耕终端渠道，业绩稳定增长》 2014/10/28

《艾迪西：出口复苏和内需启动共推业绩反转》 2014/10/27

《中国玻纤：Q4 超预期涨价，复苏态势继续保持》 2014/10/26

《长海股份：内生增长持续，外延扩张仍值得期待》 2014/10/26

《纳川股份：管网建设放缓致短期亏损，静待新产品放量》 2014/10/24

《兔宝宝：新品推广加快，业绩拐点确认》

图 1：财务报表预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	863	1284	1340	1485
现金	254	193	178	211
应收账款	502	712	820	934
其他应收款	20	30	35	39
预付账款	13	89	63	63
存货	49	180	155	154
其他流动资产	24	80	89	84
非流动资产	459	411	476	527
长期投资	0	0	0	0
固定资产	178	243	298	345
无形资产	17	16	16	15
其他非流动资产	264	151	161	166
资产总计	1322	1694	1816	2011
流动负债	226	333	339	349
短期借款	72	45	44	44
应付账款	51	128	114	121
其他流动负债	103	161	181	185
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	226	333	339	349
少数股东权益	2	2	1	-1
股本	209	417	417	417
资本公积	575	575	575	575
留存收益	309	366	484	670
归属母公司股东权益	1093	1359	1477	1663
负债和股东权益	1322	1694	1816	2011

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-14	-176	53	107
净利润	91	57	120	196
折旧摊销	19	18	23	28
财务费用	-4	-3	-2	-3
投资损失	-2	-6	-7	-7
营运资金变动	-140	-274	-91	-118
其他经营现金流	22	31	9	10
投资活动现金流	-252	-69	-65	-65
资本支出	73	70	70	70
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-179	1	5	5
筹资活动现金流	63	184	-3	-9
短期借款	72	-27	-1	-0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	208	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-15	3	-2	-9
现金净增加额	-202	-62	-15	33

利润表				单位:百万元
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	655	957	1073	1232
营业成本	430	774	804	854
营业税金及附加	5	7	7	9
营业费用	39	41	45	52
管理费用	55	71	78	90
财务费用	-4.3	-2.7	-2.5	-2.7
资产减值损失	24.4	14.7	17.4	18.8
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	2.1	6.0	6.5	6.8
营业利润	109	58	130	218
营业外收入	1	10	12	13
营业外支出	0	1	0	1
利润总额	110	67	142	231
所得税	19	10	21	35
净利润	91	57	120	196
少数股东损益	-0.7	-0.4	-1.0	-1.5
归属母公司净利润	92	58	121	198
EBITDA	124	74	150	244
EPS（元）	0.44	0.14	0.29	0.47

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	65.2%	46.0%	12.1%	14.8%
营业利润	-4.0%	-46.8%	123.6%	68.0%
归属于母公司净利润	-5.4%	-37.1%	110.3%	62.9%
获利能力				
毛利率(%)	34.5%	19.1%	25.1%	30.7%
净利率(%)	14.0%	6.0%	11.3%	16.1%
ROE(%)	8.4%	4.2%	8.2%	11.9%
ROIC(%)	9.9%	4.0%	8.2%	12.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.1%	19.7%	18.6%	17.4%
净负债比率(%)	32.0%	13.5%	13.0%	12.6%
流动比率	3.82	3.85	3.96	4.25
速动比率	3.60	3.31	3.50	3.81
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.63	0.61	0.64
应收账款周转率	1.47	1.44	1.28	1.28
应付账款周转率	10.91	8.69	6.67	7.29
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.14	0.29	0.47
每股经营现金流(最新摊	-0.03	-0.42	0.13	0.26
每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.26	3.54	3.98
估值比率				
P/E	63.87	101.56	48.28	29.64
P/B	5.36	4.31	3.97	3.52
EV/EBITDA	22	37	18	11

资料来源：宏源证券

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员，中国人民大学金融学硕士，4 年建筑建材行业经验，4 年证券行业研究经验，曾任职于中投证券、民生证券，2014 年加盟宏源证券研究所。

顾益辉: 宏源证券研究所建材行业研究员，美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士，中央财经大学学士，4 年证券行业研究经验，曾经供职于华泰联合证券，2014 年加盟宏源证券研究所

机构销售团队					
公募	北京片区	李　倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴　蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵　然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。