

南方汇通（000920）研究报告

反渗透膜龙头，产能扩张业绩弹性巨大 暂不评级

2015年12月29日

盈利预测及估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,062	819	1,110	1,404
同比(+/-%)	-9.7%	-60.3%	35.5%	26.5%
净利润(百万元)	182.45	111.05	169.38	223.50
同比(+/-%)	180.0%	-39.1%	52.5%	31.9%
毛利率(%)	22.0%	41.5%	42.8%	43.9%
净资产收益率(%)	19.3%	5.0%	7.2%	8.9%
每股收益(元)	0.43	0.26	0.40	0.53
PE	52.44	86.15	56.48	42.80
PB	10.12	4.33	4.08	3.80

分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

0512-62938537

yuanl@gsjq.com.cn

联系人 翟堃

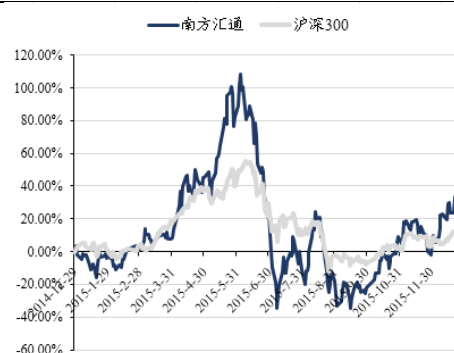
0512-62936181

zhaik@dwzq.com.cn

投资要点

- 资产置换完成专注环保:** 公司 2015 年 6 月完成重大资产重组, 将铁路火车相关资产业务与南车贵阳所持有的时代沃顿 36.79% 股权置换。重组完成后公司持有时代沃顿 79.61% 股权和贵州大自然 51% 股权, 变更为主营反渗透膜和棕纤维产品生产的高科技环保公司。
- 时代沃顿反渗透膜龙头:** 公司控股的时代沃顿目前是全球第二家、国内唯一一家干式膜元件生产商, 业务领域覆盖工业通用膜、海水淡化膜、抗污染膜、抗氧化膜、家用膜、纳滤膜产品等, 年均研发投入约占销售额的 10%~11%; 公司目前拥有 9 个系列 50 多个规格品种的复合反渗透膜和纳滤膜产品, 通过美国 NSF-58 和 NSF-61 认证出口十余个国家, 部分型号膜元件的脱盐率已经达到 99.8%, 技术达到国际领先水平。
- 产能提升更促发展:** 公司贵阳基地设有年产 1000 万平方米符合反渗透膜和纳滤膜的产能, 贵阳沙文新园区建成后 2015 年产能达到 1700 万平方米, 2017 年将达到 3000 万平方米, 2020 年产能有望达到 5700 万平方米。产能扩张有望使公司进一步提高市场占有率, 大幅提升业绩弹性。
- 棕纤维床垫定位高端:** 公司控股的贵州大自然科技有限公司主营棕纤维植物床垫, 凭借环保、透气、受力均匀等特点定位中高端市场, 近 5 年来持续保持高速稳定增长。大自然科技 2014 年实现营业收入 3.05 亿元, 净利润 0.49 亿元, 并于 2015 年 12 月 2 日正式挂牌新三板, 未来有望为公司提供持续稳定现金流。
- 盈利预测与估值:** 我们预测公司 2015-2018 年实现净利润 1.11、1.69、2.23 亿元, EPS 0.26、0.40、0.53 元, 对应 PE 86.15、56.48、42.80 倍, 建议积极关注(暂不评级)。
- 风险提示:** 膜产能投产进度低于预期, 行业竞争加剧毛利率下降。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.67
一年最低价/最高价	10.85/39.10
市净率	11.39
流通 A 股市值(百万元)	9567

基础数据

每股净资产(元)	11.39
资产负债率(%)	31.66
总股本(百万股)	422
流通 A 股(百万股)	422

相关研究

图表 1 南方汇通盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	559.3	1631.0	1801.7	2015.9	营业收入	2062.1	819.3	1110.2	1404.2
现金	306.3	1501.5	1627.9	1797.6	营业成本	1600.3	472.6	625.7	777.2
应收款项	46.0	44.9	60.8	76.9	营业税金及附加	8.5	6.6	8.9	11.2
存货	128.1	51.8	68.6	85.2	营业费用	98.5	81.9	111.0	140.4
其他	78.8	32.8	44.4	56.2	管理费用	285.0	150.9	203.1	255.9
非流动资产	1012.8	1016.7	994.5	983.2	财务费用	3.0	-12.6	-23.5	-25.7
长期股权投资	0.0	0.0	-11.3	-11.3	投资净收益	30.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	254.7	261.9	254.4	246.3	其他	-9.1	3.4	3.3	3.2
无形资产	102.1	98.7	95.4	92.2	营业利润	87.9	123.4	188.2	248.3
其他	656.1	656.1	656.1	656.1	营业外净收支	180.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	1572.1	2647.7	2796.2	2999.1	利润总额	268.4	123.4	188.2	248.3
流动负债	257.2	73.9	98.3	122.4	所得税费用	26.9	12.3	18.8	24.8
短期借款	34.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	59.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	114.0	38.8	51.4	63.9	归属母公司净利润	182.4	111.05	169.38	223.50
其他	109.2	35.1	46.8	58.5	EBIT	76.4	110.8	164.7	222.6
非流动负债	223.5	223.5	223.5	223.5	EBITDA	162.5	127.5	186.1	245.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	223.5	223.5	223.5	223.5	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	480.7	297.4	321.7	345.9	每股收益(元)	0.43	0.26	0.40	0.53
少数股东权益	145.2	145.2	145.2	145.2	每股净资产(元)	2.24	5.23	5.55	5.97
					发行在外股份(百万股)	422.0	422.0	422.0	422.0
归属母公司股东权益	946.3	2205.1	2340.6	2519.4	ROIC(%)	5.4%	8.4%	12.0%	15.9%
负债和股东权益总计	1572.1	2647.7	2807.5	3010.4	ROE(%)	19.3%	5.0%	7.2%	8.9%
					毛利率(%)	22.0%	41.5%	42.8%	43.9%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	EBIT Margin(%)	3.7%	13.5%	14.8%	15.9%
经营活动现金流	60.4	86.4	170.7	226.4	销售净利率(%)	8.8%	13.6%	15.3%	15.9%
投资活动现金流	-225.8	-4.9	-10.5	-11.9	资产负债率(%)	30.6%	11.2%	11.5%	11.5%
筹资活动现金流	-37.9	1113.8	-33.9	-44.7	收入增长率(%)	-9.7%	-60.3%	35.5%	26.5%
现金净增加额	-202.4	1195.2	126.3	169.7	净利润增长率(%)	180.0%	-39.1%	52.5%	31.9%
企业自由现金流	171.7	70.1	139.1	191.3					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

