

2016年02月15日

南方汇通 (000920.SZ)

# 聘任蔡志奇为新总经理，股权划转奠定中车环保平台地位

## ■聘任蔡志奇为新任总经理，有望理顺激励机制。

公司近期公告，1月29日举行了第五届董事会第一次会议，选举了黄继湘为董事长，聘任蔡志奇为新任总经理。

我们认为选举蔡志奇作为新任总经理，对于公司发展具有重大意义，未来有望提升公司管理水平并理顺激励机制，蔡志奇自2006年任时代沃顿总经理，带领时代沃顿成为国内反渗透膜龙头企业，本次调任南方汇通总经理，表明公司定位更加清晰，同时蔡志奇及管理团队，持有时代沃顿剩余20.39%股权，本次当选后，有望理顺激励机制。

## ■控股股东变更为中车产投，外延审批进程有望加快。

公司公告，由于中车集团战略规划及业务发展需要，中车集团拟将原中国南车集团公司持有的42.64%公司股份全部无偿划转至中车产业投资有限公司（简称“中车产投”），目前正在履行相关程序。

中车产投成立于2015年12月18日，注册资本20亿，经营范围为环保、能源等领域投资，未来外延审批进程有望加快。

## ■定位中车集团环保平台，产业空间广阔。

公司是中车集团环保平台，未来将显著受益于国企改革，中车集团对其定位清晰，将持续支持公司做大做强，南方汇通持有时代沃顿及大自然科技两个子公司，时代沃顿膜技术领先，未来可能持续拓展，工业领域拓展到民用领域，下游也可以持续拓展，空间广阔。

■投资建议：买入-A 投资评级，6个月目标价25元。我们预计公司2015年-2017年EPS分别为0.2、0.4、0.6元，公司是中车集团环保平台，本次聘任新任总经理及股权划转，将加快公司发展。

■风险提示：时代沃顿产能增长不及预期，大自然科技竞争加剧。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	2,284.5	2,062.1	783.6	1,018.7	1,426.2
净利润	65.2	182.4	84.8	169.4	254.7
每股收益(元)	0.15	0.43	0.20	0.40	0.60
每股净资产(元)	2.56	2.24	1.26	1.66	2.24

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	110.7	39.6	85.1	42.6	28.3
市净率(倍)	6.7	7.6	13.5	10.3	7.6
净利润率	2.9%	8.8%	10.8%	16.6%	17.9%
净资产收益率	6.0%	19.3%	15.9%	24.1%	27.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%
ROIC	1.2	1.0	6.1	5.1	7.5

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告  
铁路交通设备

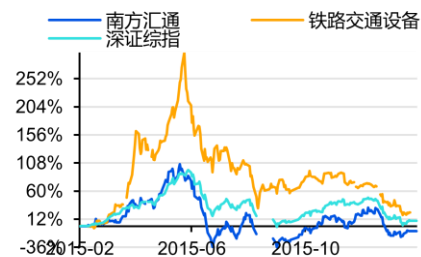
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**25.00元**  
股价(2016-02-12) **17.10元**

### 交易数据

总市值(百万元)	7,216.20
流通市值(百万元)	7,216.20
总股本(百万股)	422.00
流通股本(百万股)	422.00
12个月价格区间	11.93/38.29元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.47	-0.39	-17.92
绝对收益	7.21	-21.02	1.54

### 邹润芳

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450514040001  
zourf@essence.com.cn  
021-68763702

### 王书伟

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-68763578

### 朱元骏

报告联系人  
zhuyj2@essence.com.cn  
021-68765053

### 相关报告

南方汇通：业绩略低预期，中车环保平台起航	2015-10-29
南方汇通：业绩符合预期，中车集团环保平台再起航	2015-08-28
南方汇通：高管增持凸显价值，定位中车集团环保平台，产业空间广阔	2015-07-13
南方汇通：资产置换消除同业竞争，反渗透膜龙头企业呼之欲出	2014-11-30
南方汇通：反渗透膜龙头企业，期待国企改革红利	2014-04-09

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,284.5	2,062.1	783.6	1,018.7	1,426.2	成长性					
减:营业成本	1,852.3	1,600.3	462.1	601.0	827.2	营业收入增长率	3.3%	-9.7%	-62.0%	30.0%	40.0%
营业税费	10.2	8.5	4.3	4.6	6.4	营业利润增长率	-10.8%	-18.0%	58.2%	73.6%	53.3%
销售费用	71.2	98.5	39.2	40.7	49.9	净利润增长率	10.1%	180.0%	-53.5%	99.7%	50.3%
管理费用	238.7	278.5	117.5	122.2	164.0	EBITDA 增长率	3.6%	-4.9%	29.9%	49.9%	40.5%
财务费用	6.5	3.0	16.5	11.7	13.6	EBIT 增长率	-7.1%	-20.0%	71.2%	62.7%	51.6%
资产减值损失	2.5	15.6	10.0	3.0	-	NOPLAT 增长率	-8.0%	-15.2%	57.9%	65.7%	52.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.0%	-73.9%	99.6%	2.7%	-56.5%
投资和汇兑收益	4.0	30.1	5.0	6.0	5.0	净资产增长率	12.6%	-18.7%	-34.9%	30.8%	33.7%
营业利润	107.1	87.9	139.0	241.4	370.1	利润率					
加:营业外净收支	36.7	180.5	1.0	19.0	14.0	毛利率	18.9%	22.4%	41.0%	41.0%	42.0%
利润总额	143.8	268.4	140.0	260.4	384.1	营业利润率	4.7%	4.3%	17.7%	23.7%	25.9%
减:所得税	21.7	26.9	23.8	40.4	57.6	净利润率	2.9%	8.8%	10.8%	16.6%	17.9%
净利润	65.2	182.4	84.8	169.4	254.7	EBITDA/营业收入	8.1%	8.6%	29.3%	33.8%	33.9%
						EBIT/营业收入	5.0%	4.4%	19.8%	24.8%	26.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	81	56	51	65	56
						流动资产周转天数	-4	-6	-3	3	5
						流动营业资本周转天数	189	165	214	164	195
						应收账款周转天数	52	37	41	43	40
						存货周转天数	50	39	36	34	33
						总资产周转天数	352	353	655	478	411
						投资资本周转天数	99	69	112	117	61
						投资回报率					
						ROE	6.0%	19.3%	15.9%	24.1%	27.0%
						ROA	4.9%	15.4%	9.1%	15.4%	17.9%
						ROIC	15.4%	13.1%	79.2%	65.7%	97.5%
						费用率					
						销售费用率	3.1%	4.8%	5.0%	4.0%	3.5%
						管理费用率	10.4%	13.5%	15.0%	12.0%	11.5%
						财务费用率	0.3%	0.1%	2.1%	1.2%	1.0%
						三费/营业收入	13.8%	18.4%	22.1%	17.2%	16.0%
						偿债能力					
						资产负债率	45.7%	30.6%	44.4%	35.0%	31.9%
						负债权益比	84.1%	44.0%	79.9%	53.9%	46.9%
						流动比率	1.29	2.17	0.85	1.58	2.36
						速动比率	0.98	1.68	0.78	1.11	2.14
						利息保障倍数	17.47	30.37	9.42	21.57	28.30
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.04	0.08	0.12
						分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%

## 资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	479.3	306.3	156.7	203.7	592.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	385.3	32.9	146.1	98.6	220.6
应收票据	27.4	13.1	6.4	12.2	13.6
预付账款	104.3	38.9	14.5	52.0	35.0
存货	323.1	128.1	28.0	164.7	94.6
其他流动资产	16.8	40.0	20.9	25.9	28.9
可供出售金融资产	200.2	459.4	280.8	313.5	351.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	11.3	-	-	-	-
投资性房地产	87.8	77.8	77.8	77.8	77.8
固定资产	560.0	82.8	140.7	226.1	219.4
在建工程	115.8	171.9	260.3	104.1	31.2
无形资产	135.8	102.1	96.5	90.9	85.3
其他非流动资产					
资产总额	2,471.2	1,572.1	1,277.5	1,430.3	1,825.4
短期债务	75.0	34.0	179.5	61.0	-
应付账款	651.3	56.9	181.3	131.1	276.4
应付票据	175.4	61.6	13.4	85.7	45.4
其他流动负债					
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债					
负债总额	1,129.2	480.7	567.2	501.1	583.0
少数股东权益	261.5	145.2	176.6	227.2	299.0
股本	422.0	422.0	422.0	422.0	422.0
留存收益	658.5	222.5	111.8	279.9	521.4
股东权益	1,342.0	1,091.4	710.3	929.1	1,242.4

## 现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	122.1	241.5	84.8	169.4	254.7
加:折旧和摊销	73.5	87.1	74.3	91.4	100.2
资产减值准备	2.5	15.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	8.2	2.4	16.5	11.7	13.6
投资损失	-4.0	-30.1	-5.0	-6.0	-5.0
少数股东损益	56.9	59.0	31.4	50.6	71.8
营运资金的变动	-66.5	-185.2	48.2	-97.0	88.9
经营活动产生现金流量	95.6	60.4	250.2	220.1	524.1
投资活动产生现金流量	-17.7	-225.8	-31.4	-41.7	-47.8
融资活动产生现金流量	38.1	-37.9	-368.3	-131.4	-87.7

## 业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.15	0.43	0.20	0.40	0.60
BVPS(元)	2.56	2.24	1.26	1.66	2.24
PE(X)	110.7	39.6	85.1	42.6	28.3
PB(X)	6.7	7.6	13.5	10.3	7.6
P/FCF	79.8	11.9	106.4	171.4	18.9
P/S	3.2	3.5	9.2	7.1	5.1
EV/EBITDA	18.1	38.3	30.5	19.9	13.3
CAGR(%)	21.7%	10.6%	1.0%	21.7%	10.6%
PEG	5.1	3.7	81.4	2.0	2.7
ROIC/WACC	1.2	1.0	6.1	5.1	7.5
REP	4.5	41.3	3.5	4.0	5.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邹润芳、王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034