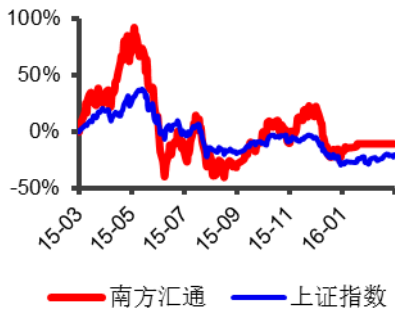


2016年3月31日

评级：维持“推荐”评级

最近52周走势：



相关研究报告：

《反渗透膜本土龙头，蓝海市场大有可为》2015/9/16

报告作者：

石亮

执业证书编号：S0590515090001

联系人：

石亮

电话：021-38991500-825

Email: shil@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

南方汇通（000902.SZ）年报点评

事件：2016年3月31日公司发布了2015年年报，报告期内公司实现营业收入和净利润分别为9.05亿元和8411万元，同比分别增长-56.13%和-53.90%，实现每股EPS 0.20元；其中2015Q4实现营业收入和净利润分别为2.41亿元和2965万元。

点评：

- **公司业绩符合预期，反渗透业务保持高增长。**报告期内公司营收和净利润分别下降56.13%和53.90%主要是由于2014年公司进行了重大资产重组，剥离了铁路货车相关业务。公司目前的主营业务反渗透业务2015年营收和净利润分别增长27.19%和18.81%，继续保持中高速增长，毛利率50.88%，同比略有下降，主要是新产线设备维护费用上升。反渗透作为最精细的水处理膜，未来在海水淡化、工业废水处理、生活用水方面都会有长足的成长空间，随着公司沙文工业园反渗透生产线的逐步投产，产能瓶颈突破，看好公司反渗透业务的长足发展。
- **大自然床垫业务毛利率大幅提升。**大自然植物纤维床垫具有绿色、环保和健康的特性，公司拥有上游棕榈资源，产品线丰富，随着人们对睡眠质量的重视，未来纤维床垫的新购买和更换需求越来越多，大自然品牌已获得市场广泛认可，报告期内大自然科技成功登陆新三板，未来在公司治理将获得提升，融资更加方便，2015年大自然科技毛利率达到39.34%，同比提升6.11%，营业利润同比增长53.31%，主要得益于原材料采购价格的下降和新配方降低了物耗。
- **参股贵州银行，成立并购基金，外延式发展稳步推进。**报告期内公司投资2亿元参股贵州银行，同时投资300万元与北京智德胜投资合伙设立北京智汇节能环保产业并购基金，并购基金的目标规模不超过10亿，公司认购1亿，占比10%，智汇基金的设立有助于公司推进业务领域拓展、优化资产结构和产业布局的整体发展战略，我们看好公司作为中国中车下面的重要新材料环保平台的外延式发展。
- **维持“推荐”评级。**预计公司2016-18年公司EPS分别为0.28、0.34

和 0.43 元，对应当前的股价 17.83 元，PE 分别为 63.5X、52.0X、41.3X，考虑到公司作为中国中车旗下新材料环保业务平台同时主营业务未来发展空间巨大，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 公司沙文基地投产季度低于预期；2) 反渗透膜价格下降；3) 我国海水淡化市场增长缓慢

| 利润表       |          |         |          |          |          | 资产负债表    |          |          |          |          |          |
|-----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|           | 2014A    | 2015A   | 2016E    | 2017E    | 2018E    |          | 2014A    | 2015A    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
| 营业收入      | 2,062.12 | 904.59  | 1,070.61 | 1,297.68 | 1,572.31 | 现金       | 306.29   | 205.75   | 300.00   | 300.00   | 300.00   |
| YOY(%)    | -9.7%    | -56.1%  | 18.4%    | 21.2%    | 21.2%    | 交易性金融资产  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业成本      | 1,600.27 | 506.15  | 545.74   | 660.84   | 799.95   | 应收款项净额   | 46.02    | 78.04    | 92.37    | 111.96   | 135.65   |
| 营业税金及附加   | 8.51     | 6.40    | 7.57     | 9.18     | 6.45     | 存货       | 128.10   | 120.02   | 131.14   | 160.04   | 193.57   |
| 销售费用      | 98.51    | 90.10   | 107.06   | 129.77   | 157.23   | 其他流动资产   | 78.84    | 45.59    | 53.95    | 65.40    | 79.24    |
| 占营业收入比(%) | 4.8%     | 10.0%   | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    | 流动资产总额   | 559.25   | 449.40   | 577.46   | 637.39   | 708.46   |
| 管理费用      | 271.92   | 172.84  | 203.42   | 246.56   | 298.74   | 固定资产净值   | 98.42    | 427.40   | 415.84   | 409.99   | 436.65   |
| 占营业收入比(%) | 13.2%    | 19.1%   | 19.0%    | 19.0%    | 19.0%    | 减:资产减值准备 | (15.65)  | (5.00)   | (4.87)   | (4.80)   | (5.11)   |
| EBIT      | 76.37    | 126.54  | 202.81   | 247.31   | 305.92   | 固定资产净额   | 82.77    | 422.40   | 410.98   | 405.19   | 431.54   |
| 财务费用      | 2.99     | (3.95)  | 8.15     | 9.60     | 6.23     | 工程物资     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 占营业收入比(%) | 0.1%     | -0.4%   | 0.8%     | 0.7%     | 0.4%     | 在建工程     | 171.91   | 66.06    | 148.64   | 224.35   | 265.25   |
| 资产减值损失    | (15.65)  | (5.00)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 固定资产清理   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益     | 30.12    | 4.06    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 固定资产总额   | 254.68   | 488.46   | 559.61   | 629.55   | 696.78   |
| 营业利润      | 87.85    | 129.56  | 194.66   | 237.71   | 299.69   | 无形资产     | 102.07   | 100.50   | 96.48    | 92.46    | 88.44    |
| 营业外净收入    | 180.51   | 12.50   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 长期股权投资   | 0.00     | 2.93     | 5.86     | 8.79     | 11.72    |
| 利润总额      | 268.37   | 142.05  | 194.66   | 237.71   | 299.69   | 其他长期资产   | 656.10   | 631.87   | 631.87   | 631.87   | 631.87   |
| 所得税       | 26.90    | 20.82   | 25.31    | 30.90    | 38.96    | 资产总额     | 1,572.10 | 1,673.15 | 1,871.29 | 2,000.06 | 2,137.27 |
| 所得税率(%)   | 10.0%    | 14.7%   | 13.0%    | 13.0%    | 13.0%    | 循环贷款     | 34.00    | 114.00   | 211.88   | 172.25   | 90.56    |
| 净利润       | 241.47   | 121.24  | 169.35   | 206.81   | 260.73   | 应付款项     | 113.97   | 161.37   | 176.33   | 215.19   | 260.27   |
| 占营业收入比(%) | 11.7%    | 13.4%   | 15.8%    | 15.9%    | 16.6%    | 预提费用     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 少数股东损益    | (59.02)  | (37.13) | (50.88)  | (62.13)  | (78.33)  | 其他流动负债   | 109.23   | 149.87   | 168.44   | 205.04   | 248.16   |
| 归属母公司净利润  | 182.45   | 84.11   | 118.47   | 144.68   | 182.40   | 流动负债     | 257.20   | 425.25   | 556.65   | 592.48   | 599.00   |
| YOY(%)    | 180.0%   | -53.9%  | 40.9%    | 22.1%    | 26.1%    | 长期借款     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| EPS (元)   | 0.43     | 0.20    | 0.28     | 0.34     | 0.43     | 应付债券     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
|           |          |         |          |          |          | 其他长期负债   | 223.46   | 171.64   | 119.82   | 68.00    | 16.18    |
|           |          |         |          |          |          | 负债总额     | 480.66   | 596.88   | 676.47   | 660.48   | 615.17   |
|           |          |         |          |          |          | 少数股东权益   | 145.20   | 168.39   | 204.01   | 247.50   | 302.34   |
|           |          |         |          |          |          | 股东权益     | 946.25   | 907.88   | 990.81   | 1,092.08 | 1,219.76 |
|           |          |         |          |          |          | 负债和股东权益  | 1,572.10 | 1,673.15 | 1,871.29 | 2,000.06 | 2,137.27 |
|           |          |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 主要财务比率    |          |         |          |          |          | 现金流量表    |          |          |          |          |          |
|           | 2014A    | 2015A   | 2016E    | 2017E    | 2018E    |          | 2014A    | 2015A    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
| 成长能力      |          |         |          |          |          | 税后利润     | 182.45   | 84.11    | 118.47   | 144.68   | 182.40   |
| 营业收入      | -9.7%    | -56.1%  | 18.4%    | 21.2%    | 21.2%    | 加:少数股东损益 | 57.20    | 26.20    | 35.62    | 43.49    | 54.83    |
| 营业利润      | -18.0%   | 47.5%   | 50.2%    | 22.1%    | 26.1%    | 公允价值变动   | 15.65    | 5.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 净利润       | 180.0%   | -53.9%  | 40.9%    | 22.1%    | 26.1%    | 折旧和摊销    | 86.08    | 35.26    | 33.00    | 34.16    | 36.47    |
| 获利能力      |          |         |          |          |          | 营运资金的变动  | -334.41  | 59.12    | -52.25   | -36.36   | -34.37   |
| 毛利率(%)    | 22.4%    | 44.0%   | 49.0%    | 49.1%    | 49.1%    | 经营活动现金流  | 6.97     | 209.68   | 134.84   | 185.96   | 239.34   |
| 净利率(%)    | 11.7%    | 13.4%   | 15.8%    | 15.9%    | 16.6%    | 短期投资     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| ROE(%)    | 19.3%    | 9.3%    | 12.0%    | 13.2%    | 15.0%    | 长期股权投资   | 11.34    | -2.93    | -2.93    | -2.93    | -2.93    |
| ROA(%)    | 11.6%    | 5.0%    | 6.3%     | 7.2%     | 8.5%     | 固定资产投资   | 0.00     | -250.81  | -100.00  | -100.00  | -100.00  |
| 偿债能力      |          |         |          |          |          | 投资活动现金流  | 11.34    | -253.74  | -102.93  | -102.93  | -102.93  |
| 流动比率      | 2.17     | 1.06    | 1.04     | 1.08     | 1.18     | 股权融资     | 0.85     | 8.50     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 速动比率      | 1.68     | 0.77    | 0.80     | 0.81     | 0.86     | 长期贷款的增加/ | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资产负债率%    | 30.6%    | 35.7%   | 36.1%    | 33.0%    | 28.8%    | 公司债券发行/( | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运能力      |          |         |          |          |          | 股利分配     | -5.63    | -24.76   | -35.54   | -43.40   | -54.72   |
| 总资产周转率    | 131.2%   | 54.1%   | 57.2%    | 64.9%    | 73.6%    | 计入循环贷款前融 | -4.78    | -16.27   | -35.54   | -43.40   | -54.72   |
| 应收账款周转天数  | 8.15     | 31.49   | 31.49    | 31.49    | 31.49    | 循环贷款的增加( | -180.91  | -15.46   | 97.88    | -39.63   | -81.69   |
| 存货周转天数    | 30.58    | 91.29   | 91.29    | 91.29    | 91.29    | 融资活动现金流  | -191.33  | -56.49   | 62.34    | -83.03   | -136.41  |
| 每股指标(元)   |          |         |          |          |          | 现金净变动额   | -173.02  | -100.54  | 94.25    | 0.00     | 0.00     |
| 每股收益      | 0.43     | 0.20    | 0.28     | 0.34     | 0.43     |          |          |          |          |          |          |
| 每股净资产     | 2.24     | 2.15    | 2.35     | 2.59     | 2.89     |          |          |          |          |          |          |
| 估值比率      |          |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| P/E       | 41.2     | 89.5    | 63.5     | 52.0     | 41.3     |          |          |          |          |          |          |
| P/B       | 8.0      | 8.3     | 7.6      | 6.9      | 6.2      |          |          |          |          |          |          |

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

| 类别         | 级别   | 定义  |
|------------|------|---|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上  |
|            | 推荐   | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上  |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上   |
|            | 观望   | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%                                |
|            | 卖出   | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上                                      |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来6个月内强于大盘   |
|            | 中性   | 行业指数在未来6个月内与大盘持平  |
|            | 落后   | 行业指数在未来6个月内弱于大盘   |
|            | 关注   | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

**免责条款:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。