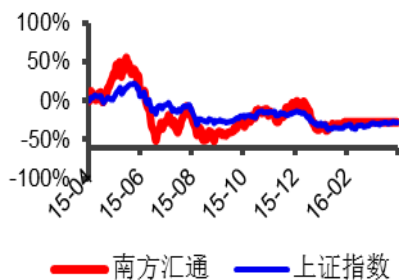


2016年4月28日

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

《业绩符合预期，反渗透膜延续高成长》2016/4/5

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（000920.SZ）一季报及公告点评

事件：2016年4月19日南方汇通发布2016年一季报，实现营业收入和净利润分别为2.38亿和2988万，同比增长12.45%和30.72%，实现每股EPS 0.07元。同时披露公司原控股股东中国南车集团将公司42.64%的股权无偿划转给中车产投，中车产投成为公司新的控股股东，公司的实际控制人仍为国务院国资委。4月27日公司发布发行股份及支付现金收购资产并募集配套资金的草案，公司拟向蔡志奇、金焱、刘枫、吴宗策以发行股份并支付现金的方式收购时代沃顿20.39%的股权，并向中车产投发行股份募集配套资金。

点评：

- **营收增长和毛利率提升促使业绩快速增长。**报告期内公司净利润增速达到30.72%，远高于营收增速12.45%，主要得益于公司毛利率的大幅提升，2016Q1公司毛利率达到44.92%，同比提升了4.29%，这主要得益于公司反渗透膜生产效率的提升，我们预计随着公司工艺的改进，未来毛利率还有提升的空间。反渗透膜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，看好公司反渗透膜业务的长足发展。
- **收购时代沃顿剩余20.39%的股权有望进一步提升公司盈利。**公司反渗透膜业务集中在时代沃顿，之前公司持有其79.61%的股份，时代沃顿是公司的核心资产。时代沃顿20.39%的股权评估值为2.92亿，公司拟向蔡志奇、金焱、刘枫、吴宗策现金支付5836万元，同时以14.79元/股的价格发行1578万股，同时公司拟向中车产投以14.79元/股的价格发行不超过1973万股，募集资金不超过2.92亿，用于支付此次收购的现金对价，剩余部分用于支付本次重组相关费用和时代沃顿的纳滤膜及板式超滤膜生产线建设项目。此次收购方案设计合理，通过此次收购，时代沃顿的核心人

员由持有时代沃顿的股权变更为直接持有上市公司股权，激励效果继续保持，同时也增强了上市公司的盈利能力。

- **控股股东变成中车产投，未来中车旗下新材料环保业务平台凸显。**公司控股股东变更为中车产投，中车产投作为中车企业产业投资平台，公司作为中车产投下唯一的上市公司，未来作为中车集团旗下的新材料环保业务平台的定位更加明确，期待公司做大做强。
- **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（不考虑购入时代沃顿 20.39%的股权），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%	计入循环贷款前副	-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G	-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 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 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

免责声明:

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。