

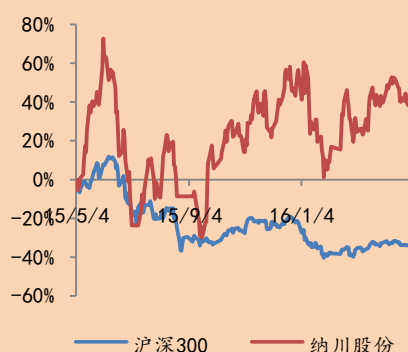


纳川股份 (300198)

投资评级：增持

报告日期：2016-05-04

股价走势：



研究员：宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人：高欣宇

0551-65161837

gaoxy_pro@126.com

联系人：蒋园园

0551-65161837

gaoxy_pro@126.com

新能源汽车稳定增长，PPP 项目开拓市场

——公司 2016 年一季度报点评

事件：公司 2016 年一季度报公布，营收 2.42 亿元，同比增加 23.27%，归母净利润 2580.22 万元，同比增加 750.66%，基本每股收益 0.062 元/股，同比增加 785.71%，总资产 21.12 亿元，较上年度末增加 1.70%。

主要观点：

□ 2016 年一季度业绩回暖，毛利率持续提升，净利润激增

公司 2015 年实现营收 13.08 亿元，同比增加 30.98%，归母净利润 2676.04 万元，同比下滑 45.83%。2015 年，公司管材业务和新能源汽车业务均发展平稳，毛利率达到 21.17%，同比增加 5.04 个百分点。2015 年公司完成对福建万润的收购，销售费用和管理费用分别同比增长了 81.93% 和 31.09%，同时公司存款减少、贷款增加使得财务费用同比大幅增长 288.34%，导致归母净利润下滑明显。

2016 年一季度，公司业绩同比大幅回暖，毛利率持续增长达到 30.93%，较 2015 年全年提升 9.76 个百分点，归母净利润大幅增长 750.66%，主要原因是公司新增的控股子公司福建万润业绩优异，贡献了 1.01 亿元的营收，总营收占比达 41.7%，而 2015 年公司新能源汽车业务营收占比仅 18.27%。公司在进军新能源汽车领域后总营收和综合毛利率均稳定增长，业绩方面的提升有望持续。

□ 新能源汽车业务发力，成为稳定利润增长点

2014 年 12 月公司收购福建万润 51% 的股权，2015 年 2 月继续收购其 15% 的股权，合计控股达 66%，公司主营正式进入新能源汽车领域。2015 年 7 月，公司成立新能源汽车运营服务平台川流运营，通过与福建万润合作，形成协同效应，强化公司在新能源汽车业务领域的市场优势。2015 年福建万润实现营收 2.39 亿元，为母公司贡献净利润达 4871.94 万元，成为稳定公司业绩的重要因素。

2016 年 1 月，公司拟向嗒嗒科技增资 1.28 亿元，享有嗒嗒科技 18.69% 的股权，增资款将全部用于从事嗒嗒科技业务。公司将与嗒嗒科技旗下产品“嗒嗒巴士”互联网平台合作，开拓公司新能源汽车业务在互联网平台下的发展，实现公司新能源汽车业务从销售到运营到售后服务的产业链一体化，向“新能源汽车+互联网”的龙头企业位置进军。

在政府大力支持和产业累计释放的背景下，我国新能源汽车正处于高速增长期，公司在技术和市占率方面都处于全国领先的位置，搭建互联网平台的思路 2016 年有望持续为公司贡献利润。

□ 龙岩市 PPP 项目为公司打开思路，提升业绩空间

2015 年 12 月，公司中标龙岩市四个县（区）乡镇污水处理厂网一体化 PPP 项目，总中标金额 6.62 亿元，占公司 2015 年营收 50%，直接带动公司管材销售的同时，也为公司未来在产品销售和订单签订方面提供了新的思路。目前国内基建、地下管廊等项目均在尝试用 PPP 项目方式，但真正落地的较少，公司的平台和经验优势或将成为政府方优选的条件，未来公司或可通过 PPP 项目的方式形成业绩的稳定增长。

□ 盈利预测与估值

公司 2015 年收购福建万润 66% 的股权进军新能源汽车，对公司营收和净利润的提升作用明显，但受到宏观经济影响公司管材业务毛利率下滑较多，且“三费”增幅较大使得归母净利润大幅下滑，2016 年一季度，公司新能源汽车业务发力，同比归母激增 750.66%，业绩回暖明显。2016 年公司有望收购塔塔科技完成向“互联网+”的转型，进一步强化公司实力，提升业绩。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.22 元/股、0.48 元/股、0.55 元/股，对应的 PE 为 65.82 倍、29.74 倍、25.92 倍。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1308	2029	2694	3354
收入同比(%)	31%	55%	33%	25%
归属母公司净利润	27	90	199	229
净利润同比(%)	-46%	236%	121%	15%
毛利率(%)	21.2%	25.0%	26.0%	27.0%
ROE(%)	4.3%	11.1%	18.1%	20.3%
每股收益(元)	0.06	0.22	0.48	0.55
P/E	221.30	65.82	29.74	25.92
P/B	5.23	4.96	4.48	4.01
EV/EBITDA	57	33	19	15

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,227	1,992	2,481	3,126	营业收入	1,308	2,029	2,694	3,354
现金	325	406	539	671	营业成本	1,031	1,521	1,994	2,448
应收账款	624	1,240	1,463	1,827	营业税金及附加	5	10	13	17
其他应收款	24	50	59	73	销售费用	79	122	162	168
预付账款	35	40	57	83	管理费用	88	162	216	268
存货	203	230	327	418	财务费用	34	35	59	73
其他流动资产	15	25	37	54	资产减值损失	46	39	(24)	10
非流动资产	850	1,090	1,284	1,465	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	5	7	9	投资净收益	20	6	6	6
固定资产	291	272	254	235	营业利润	44	144	280	376
无形资产	36	34	32	29	营业外收入	8	6	5	5
其他非流动资产	509	779	993	1,192	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,077	3,082	3,766	4,591	利润总额	52	150	285	380
流动负债	763	1,646	2,115	2,635	所得税	(1)	0	0	0
短期借款	351	1,096	1,373	1,713	净利润	53	150	285	380
应付账款	168	217	301	373	少数股东损益	26	60	86	152
其他流动负债	244	333	441	549	归属母公司净利润	27	90	199	229
非流动负债	81	81	81	81	EBITDA	111	201	360	469
长期借款	80	80	80	80	EPS (元)	0.06	0.22	0.48	0.55
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	844	1,727	2,196	2,716					
少数股东权益	101	161	247	399					
股本	416	416	416	416					
资本公积	361	361	361	361					
留存收益	356	417	546	700					
归属母公司股东权益	1,132	1,194	1,323	1,476					
负债和股东权益	2,077	3,082	3,766	4,591					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	(38)	(623)	(21)	(67)	成长能力				
净利润	53	90	199	229	营业收入	30.98%	55.10%	32.80%	24.50%
折旧摊销	34	21	21	21	营业利润	-23.12%	226.06%	94.11%	34.03%
财务费用	33	35	59	73	归属于母公司净利润	-45.83%	236.20%	121.36%	14.74%
投资损失	(20)	(6)	(6)	(6)	获利能力				
营运资金变动	(246)	(862)	(356)	(545)	毛利率(%)	21.17%	25.00%	26.00%	27.00%
其他经营现金	108	99	62	162	净利率(%)	净利率	2.05%	4.43%	7.39%
投资活动现金流	(158)	16	4	4	ROE(%)	4.31%	11.07%	18.15%	20.28%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	12.24%	18.97%	18.59%	21.22%
长期投资	(15)	10	(2)	(2)	偿债能力				
其他投资现金	(144)	6	6	6	资产负债率(%)	40.61%	56.04%	58.32%	59.16%
筹资活动现金流	298	668	150	195	净负债比率(%)	-1.76%	-0.94%	0.35%	3.36%
短期借款	221	746	277	340	流动比率	1.61	1.21	1.17	1.19
长期借款	80	0	0	0	速动比率	1.34	1.07	1.02	1.03
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.72	0.79	0.79	0.80
其他筹资现金	(3)	(78)	(127)	(145)	应收账款周转率	2.35	2.22	2.04	2.10
现金净增加额	102	61	133	132	应付账款周转率	8.98	10.53	10.41	9.96

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.22	0.48	0.55	P/E	221.3	65.8	29.7	25.9
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.09)	(1.50)	(0.05)	(0.16)	P/B	5.2	5.0	4.5	4.0
每股净资产(最新摊薄)	2.72	2.87	3.18	3.55	EV/EBITDA	57.50	32.78	18.68	14.99

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。