

证券研究报告—动态报告公司快评

公用事业

环保 II

南方汇通 (000920)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年07月12日

终止收购常康环保，继续推进收购时代沃顿剩余股权

证券分析师：陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513050004

联系人：邵潇

0755-22940659

shaoxiao@guosen.com.cn

事项：

公司7月11日公告：①因未能就交易价格达成一致而决定终止筹划购买常康环保的事项（筹划该事项停牌已于5月19日公告）。②本次重组事项的终止不会影响正在实施的购买时代沃顿20.39%股权的事项，该事项正在稳步推进中，尚需取得有关机构的批复及证监会的审核。

评论：

■ 终止收购常康环保因交易价格未能达成一致，无碍公司未来战略规划

本次终止收购主要因交易双方在多轮沟通之后仍未能就交易价格达成一致，本次事项也不会影响公司既定的战略规划，未来经营中，公司将在继续推进各项业务稳步发展和加强股权管理的基础上，以膜业务为核心，围绕健康、环保等公司战略发展领域，积极通过内生式和外延式发展相结合的方式优化资产结构和产业布局；本次终止收购常康环保是公司以时代沃顿的反渗透膜组件为基础，向工业工艺用纯水、自来水净化、特种浓缩分离、海水淡化等领域延伸产业链战略的实践和尝试。

■ 此次终止收购常康环保不影响公司收购时代沃顿剩余股权的推进

◇ 根据公司5月19日公告，①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剩余20.39%股权，作价2.92亿元，锁定期三年：其中以现金支付0.58亿元；以14.79元/股发行股份支付2.34亿元；交易完成后，时代沃顿将成为南方汇通全资子公司。②公司以14.79元/股向公司控股股东中车产投发行股份募集配套资金不超过2.92亿，锁定期三年：其中0.58亿元为支付给交易对方的现金对价；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；交易完成后，中车产投持股比例将由目前42.64%上升为43.64%。

◇ 目前，本次收购时代沃顿剩余股权还需取得国务院国资委批准、南方汇通股东大会的批准及证监会的核准。

表1：公司发行股份及支付现金购买交易对方所持时代沃顿20.39%股权的具体情况

交易对方	数量(万股)	比例	总额(万元)	现金支付(万元)	股份支付(万元)	发行股份数量(股)
蔡志奇	295.05	11.21%	16049.77	3209.96	12839.82	868.1418
金焱	80.47	3.06%	4377.31	875.46	3501.85	236.7713
刘枫	80.47	3.06%	4377.31	875.46	3501.85	236.7713
吴宗策	80.47	3.06%	4377.31	875.46	3501.85	236.7713
合计	536.46	20.39%	29181.70	5836.34	23345.36	1578.4557

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 收购时代沃顿剩余股权，管理层与公司利益实现一致化，大股东充分支持，公司即将进入业绩加速释放通道

◇ 时代沃顿是国内技术领先、国际先进、经营规模最大的复合反渗透膜专业化生产企业，14/15年分别实现净利润0.88/1.04亿元，时代沃顿20.39%的股权对应净利润分别为0.18/0.21亿元；此次收购其剩余股权价格对应14/15

年 PE16/14 倍，一方面增强了上市公司控制力同时增厚业绩；另一方面，之前时代沃顿的总经理蔡志奇被任命为南方汇通总经理，标志公司的定位逐渐清晰明确，如今又将与时代沃顿经营团队一同持有上市公司股份，实现与广大股东的利益一致化，与公司利益紧密绑定，将有利于公司经营再创佳绩。

- ◇ 中车产投于今年 5 月通过无偿划转股份，持有南方汇通 42.64% 股份而成为公司控股股东。作为中车集团下属唯一环保上市平台，公司将得到集团在水处理相关领域拓展强有力的支持。
- ◇ 在特别排放限值与再生水回用区域，深度水处理技术将成为趋势，时代沃顿拥有完整的 RO 膜材料生产技术体系，新建生产线的产品技术参数基本可以达到进口品牌水平，竞争实力极强，迎来重大发展机遇。

■ 盈利预测与投资评级

公司是国内实力雄厚的 RO 膜龙头，收购时代沃顿剩余股权，管理层与公司利益实现一致化，大股东充分支持，作为中车集团下属唯一环保上市平台，公司即将进入业绩加速释放通道，我们预计公司 16/17/18 年 EPS 分别为 0.38/0.50/0.56 元，PE 分别 47/35/32 倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	206	330	333	524
应收款项	78	87	102	110
存货净额	120	42	51	54
其他流动资产	46	43	50	54
流动资产合计	449	502	537	742
固定资产	488	487	491	501
无形资产及其他	100	96	92	88
投资性房地产	632	632	632	632
长期股权投资	3	0	0	0
资产总计	1673	1718	1752	1963
短期借款及交易性金融负债	114	177	0	0
应付款项	161	61	75	74
其他流动负债	150	80	88	94
流动负债合计	425	318	163	168
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	172	208	244	280
长期负债合计	172	208	244	280
负债合计	597	526	407	448
少数股东权益	168	232	317	410
股东权益	908	960	1029	1105
负债和股东权益总计	1673	1718	1752	1963

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.20	0.38	0.50	0.56
每股红利	0.06	0.26	0.35	0.39
每股净资产	2.15	2.10	2.25	2.42
ROIC	10%	20%	25%	28%
ROE	9%	18%	22%	23%
毛利率	44%	69%	68%	68%
EBIT Margin	14%	32%	37%	37%
EBITDA Margin	18%	38%	42%	42%
收入增长	-56%	0%	17%	8%
净利润增长率	-54%	106%	33%	10%
资产负债率	46%	44%	41%	44%
息率	0%	2%	2%	2%
P/E	89.3	47.0	35.3	32.0
P/B	8.3	8.5	7.9	7.4
EV/EBITDA	50.1	25.2	19.3	17.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	905	905	1060	1140
营业成本	506	282	340	361
营业税金及附加	6	9	11	11
销售费用	90	136	117	125
管理费用	175	185	205	221
财务费用	(4)	0	(4)	(11)
投资收益	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	130	294	392	432
营业外净收支	12	0	0	0
利润总额	142	294	392	432
所得税费用	21	44	59	65
少数股东损益	37	77	102	113
归属于母公司净利润	84	173	230	254

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	84	173	230	254
资产减值准备	(11)	1	0	0
折旧摊销	35	50	55	59
公允价值变动损失	5	0	0	0
财务费用	(4)	0	(4)	(11)
营运资本变动	59	(62)	26	27
其它	37	63	85	93
经营活动现金流	210	225	396	434
资本开支	(251)	(45)	(55)	(65)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(254)	(42)	(55)	(65)
权益性融资	8	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(25)	(121)	(161)	(178)
其它融资现金流	(15)	63	(177)	0
融资活动现金流	(56)	(58)	(338)	(178)
现金净变动	(101)	125	3	191
货币资金的期初余额	306	206	330	333
货币资金的期末余额	206	330	333	524
企业自由现金流	(48)	193	355	379
权益自由现金流	(64)	256	182	388

相关研究报告:

《南方汇通-000920-公司深度-内生充足+外延可期，本土 RO 膜龙头再启航》 —— 2015-04-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。