



## 费用拖累业绩表现，备考净利润符合预期

——南方汇通（000920）中报点评

2016 年 08 月 25 日

强烈推荐/首次

南方汇通

财报点评

姓名	分析师：杨若木	执业证书编号：S1480510120014
	Email: yangrm@dxzq.net.cn	
姓名	联系人：刘博	Email: liubo_yjs@dxzq.net.cn
	联系人：于洋	Email: yuyang_yjs@dxzq.net.cn
	联系人：庞天一	Email: pangty@dxzq.net.cn

### 事件：

1) 公司发布 2016 年中报，上半年实现营收 5.02 亿元，同比增长 16.80%；实现归母净利润 0.51 亿元，同比增长 19.13%。2) 与中国北车集团财务有限公司签署金融服务框架协议，财务公司拟向公司提供存、贷款及相关金融服务。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	2,062.12	211.77	430.18	663.72	904.59	238.14	502.43
增长率（%）	-9.74%	-49.81%	-54.51%	-56.21%	-56.13%	12.45%	16.80%
毛利率（%）	22.40%	40.63%	43.44%	43.79%	44.05%	44.92%	43.73%
期间费用率（%）	18.43%	24.88%	25.61%	25.19%	28.91%	25.74%	27.89%
营业利润率（%）	4.26%	17.05%	16.51%	15.20%	14.32%	19.47%	15.57%
净利润（百万元）	241.47	30.53	60.29	84.25	121.24	38.55	69.57
增长率（%）	97.75%	215.72%	14.90%	-53.50%	-49.79%	26.27%	15.39%
每股盈利（季度，元）	0.43	0.05	0.10	0.13	0.20	0.07	0.12
资产负债率（%）	30.57%	28.59%	29.70%	31.66%	35.67%	35.63%	35.46%
净资产收益率（%）	19.28%	2.39%	4.50%	6.47%	9.26%	3.26%	5.44%
总资产收益率（%）	13.19%	2.26%	4.44%	6.59%	8.56%	2.76%	5.04%

### 观点：

➤ **RO膜业务保持高增速，备考净利润基本符合预期。**1) 报告期内公司膜业务实现收入3.1亿元，同比增长14.14%；实现净利润0.75亿元，同比增长39.77%，对应归母净利润为0.60亿元，基本符合我们之前预期。

◇ 上半年受到经济环境的影响，家用净水器市场需求释放有所减缓，造成公司主营收入增速下降。公司一方面持续增加对家用净水器市场的投入；另一方面通过加强对工业、海水淡化以及海外市场的开拓，增加膜产品的销售渠道，全年来看完成膜产品销量目标确定性较强。

◇ 公司沙文项目达产后，膜产品质量进一步提升，毛利率与去年相比提升4.15个百分点，达到54.19%。

目前公司沙文基地的生产线和工艺流程仍存在进一步优化的空间，我们预计未来沙文基地调整进入最佳生产状态后，膜产品毛利率有望进一步提升至60%。

2）棕纤维业务实现收入1.53亿，同比下降65.99%；实现净利润0.09亿，同比下降32.05%，对应归母净利润为0.05亿。棕纤维业务下降速度较快，但是在公司收入中占比较小，对公司业绩影响不大。

- **资产重组&外延并购造成费用大幅上升，拖累公司业绩表现。**报告期内公司三项费用之和为1.40亿元，同比增长27.22%，其中管理费用为0.92亿元，同比增长31.37%。费用大幅增加的原因主要是：1）从剥离传统货车业务到南北车合并，公司在管理层人员方面出现一些更迭，增加了部分费用；2）此次收购时代沃顿少数股东股权，在集团和公司层面经历了较长时间的讨论和辩证，期间增加了一些费用；3）在收购常康环保的过程中（最终因为价格原因未收购成功）产生了部分费用；4）在开拓家用净水器、工业水处理、海水淡化和海外市场过程中产生了一部分费用。综合来看，上半年费用大幅提升拖累公司业绩表现，由于其中部分费用是一次性支出（收购时代沃顿少数股东股权、收购常康环保），因此我们预计下半年公司费用将逐步下降，最终回归至正常水平。
- **内生层面，资产重组完成后全年备考净利润1.6亿可期。**全年来看：1）膜业务贡献净利润1.5亿：上半年膜业务实现净利润0.75亿，下半年时代沃顿少数股权收购完成后，预计全年膜业务备考净利润为1.5-1.6亿。2）棕纤维业务贡献净利润0.1亿：上半年大自然贡献归母净利润为0.05亿，预计全年可贡献净利润0.1亿。两者相加，预计全年备考净利润为1.6-1.7亿。
- **外延层面，与北车财务合作后外延扩张战略落地可期。**公司已公告，与中国北车集团财务有限公司签署金融服务框架协议，财务公司拟向公司提供存、贷款及相关金融服务。我们分析认为，在收购常康环保失败后，虽然公司6个月之内不可以进行重大资产重组，但是：1）公司牢牢占据水处理核心环节，向产业链下游延伸以及拓展海外工程业务的意图明显，通过收购股权或者技术合作实现外延扩张顺理成章；2）在手资金2.68亿+北车财务的金融支持，为公司实施外延战略提供充足空间。因此，在国内家用净水器市场增速不达预期的形势下，公司拓展工业水处理、海水淡化和海外水处理市场的需求迫切，外延扩张战略有望加速实施。

**结论：**

预计公司16、17、18年净利润分别为1.6亿、2.1亿、2.5亿，对应摊薄后EPS分别为0.35元、0.46元、0.55元，对应市盈率分别为47倍、36倍、30倍。我们分析认为：1）与传统工程类的环保公司不同，南方汇通更类似于专注产品研发、生产、制造的新材料型公司，可享受一定估值溢价；2）短期来看，伴随沙文一期&二期项目达产，长期困扰公司发展的产能瓶颈将获得破解，进口替代+市场需求旺盛+产能瓶颈破解=未来三年膜业务净利润CAGR>50%；3）长期来看，海外市场空间广阔，我们根据Strategy公司的研究报告做保守估计，全球RO膜市场需求约为325亿元/年，假设公司未来可占据7%市场份额、净利润率保持为20%，仅考虑海外业务一项即可贡献净利润4.6亿元/年，结合公司向产业链下游设备和工程环节扩张的外延战略，公司最终发展成为国际化的海水淡化工程平台型企业值得期待。首次给予“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>流动资产合计</b>	559	449	498	477	494	<b>营业收入</b>	2062	905	1455	1909	2864
货币资金	306	206	256	231	243	<b>营业成本</b>	1600	506	971	1275	1912
应收账款	30	57	43	50	47	营业税金及附加	9	6	15	20	30
其他应收款	3	3	5	7	10	营业费用	99	90	107	165	230
预付款项	39	25	32	29	30	管理费用	278	175	191	249	377
存货	128	120	124	122	123	财务费用	3	-4	-6	-10	-17
其他流动资产	40	20	21	22	24	资产减值损失	15.65	5.00	7.00	9.10	11.83
<b>非流动资产合计</b>	1013	1224	1116	1080	1059	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	3	3	3	3	投资净收益	30.12	4.06	0.88	0.88	0.88
固定资产	82.77	422.40	325.25	309.79	294.21	<b>营业利润</b>	88	130	169	202	321
无形资产	102	100	90	80	70	营业外收入	216.03	27.04	6.77	6.77	6.77
其他非流动资产	106	22	0	0	0	营业外支出	35.52	14.54	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1572	1673	1613	1557	1553	<b>利润总额</b>	268	142	176	209	328
<b>流动负债合计</b>	257	425	323	385	380	所得税	27	21	26	31	48
短期借款	34	114	74	94	84	<b>净利润</b>	241	121	160	210	251
应付账款	52	131	92	111	102	少数股东损益	59	37	48	43	45
预收款项	88	138	113	125	119	归属母公司净利润	182	84	112	168	206
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	272	259	191	220	332
<b>非流动负债合计</b>	223	172	0	0	0	<b>BPS (元)</b>	0.43	0.20	0.27	0.40	0.49
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	481	597	323	385	380	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	145	168	216	259	304	营业收入增长	-9.74%	-56.13	60.80%	31.25%	50.00%
实收资本(或股本)	422	422	422	422	422	营业利润增长	-17.97%	47.47%	30.73%	19.45%	58.89%
资本公积	20	20	20	20	20	归属于母公司净利润	33.47%	49.51%	33.47%	49.51%	22.73%
未分配利润	144	226	299	407	541	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	946	908	814	942	1098	毛利率(%)	22.40%	44.05%	32.53%	32.53%	32.53%
<b>负债和所有者权益</b>	1572	1673	1354	1586	1783	净利率(%)	11.71%	13.40%	11.02%	11.02%	8.78%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	19.28%	9.26%	13.79%	17.82%	18.75%
单位: 百万元						ROE(%)	19.28%	9.26%	13.79%	17.82%	18.75%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	60	220	140	180	160	资产负债率(%)	31%	36%	24%	24%	24%
净利润	241	121	181	151	166	流动比率				1.24	1.30
折旧摊销	181.62	133.18	157	145	151	速动比率				0.92	0.97
财务费用	3	-4	0	-2	-1	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.02	0.56	0.96	1.30	1.70
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	10	21	29	41	59
<b>投资活动现金流</b>	-226	-354	-290	-322	-306	应付账款周转率	8.59	9.86	13.05	18.79	26.89
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.20	0.27	0.40	0.49
投资收益	30	4	17	11	14	每股净现金流(最新)	-0.48	-0.16	1.42	1.90	3.21
<b>筹资活动现金流</b>	-38	64	13	38	26	每股净资产(最新摊)	2.24	2.15	1.93	2.23	2.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	38.35	82.45	61.99	41.46	33.78
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	7.35	7.66	8.55	7.39	6.34
资本公积增加	-515	0	0	0	0	EV/EBITDA	24.54	26.54	35.55	31.05	20.49
<b>现金净增加额</b>	-203	-70	-136	-103	-120						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

### 于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

### 庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。