



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：运输设备

徐强

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100002

(8610)66229383

qiang.xu@bocichina.com

南方汇通中报点评：全年 1.5 亿备考净利润预期不 变，海外开拓有望加速

南方汇通(000920.CH/人民币 17.20, 买入)发布中报：上半年实现收入 5.02 亿元，同比增长 16.8%；实现净利润 6,957.27 万元，同比增长 15.39%；实现归母净利润 5,122.15 万元，同比增长 19.13%。

上半年沃顿膜实现 7,500 万净利润，基本符合预期，重组后母公司成本提升拖累公司业绩

业务拆分来看，1) 时代沃顿子公司实现净利润 7,483 万元，扣除少数股东损益影响后，为公司贡献业绩 6,000 万元，基本符合预期。2) 大自然子公司实现净利润 885 万元，扣除少数股东损益影响后，为公司贡献业绩 451 万元，低于预期但是对于公司整体经营影响不大。3) 母公司各项成本约为 1,351 万元，主要是重组造成的人员变动，人工开支提升，同时公司外延战略开展，项目考察等费用提升，一定程度上拖累公司业绩。

全年 RO 膜出货量 1,500 万平米难度不大，备考利润 1.5 亿预期不变

上半年时代沃顿子公司实现净利润 7,483 万元，基本符合预期。我们通过公司交流及上下游调研后认为，时代沃顿全年实现 1,500 万平方米 RO 膜出货的难度不大，沃顿膜目前仍可维持 55-65 元/平方米的销售价格，以此计算沃顿膜公司实现 1.5-1.6 亿元净利润是大概率事件。

RO 膜业务毛利率同比提升 4 个百分点，基于良品率提升&原材料成本下降两方面原因

16 年上半年，公司 RO 膜业务毛利率提升至 54%，较上年同期提升 4 个百分点，我们分析公司经营情况，分析出两方面原因：1) 公司沙文项目达产后，良品率提升；2) 聚砜、无纺布等核心原材料价格持续下降。

未来伴随公司产能向沙文转移，RO 膜业务毛利率仍有进一步提升的空间。另一方面，从大自然公司来看，棕纤维业务毛利率下降 8 个百分点至 29%，主要是由于大自然搬迁至新厂区后折旧压力加大所致，伴随产能及销量提升，未来毛利率还有回升空间。

受到重组影响，母公司管理费用中人员开支费用提升明显

报告期内，公司支出管理费用 9,168 万元，较上年提升 2,188 万元，同比增长 31%，是拖累公司业绩的核心原因，其中母公司人员开支成本及外延项目开发成本提升最为明显。

- **受到重组影响，母公司人员开支成本控制难度较大：**较上年同期提升 721 万元，至 1,785 万元，我们认为，母公司人员开支成本提升的主要原因在于重组过程中，原本处于南车集团内部的一部分行政人员转入上市公司体内，带来工资成本提升，该部分费用存在控制的可能性，但是下降空间不大。
- **伴随外延项目开发，办公费、咨询费、差旅费支出短期提升明显：**目前公司正处于外延战略落实的关键时期，母公司项目考察、项目尽职调查的成本较高，其中办公费、咨询费、差旅费支出较上年同期提升 400 万元。我们认为伴随公司外延战略逐步落地，该部分费用将得以控制。

海外布局开始加速，不必等待 6 个月承诺期，中东、中亚、南亚市场突破可期

在公司的长期战略规划中，海外市场拓展是重要一步，一方面通过并购获取技术，另一方面抢占海水及亚海水淡化、工业脱盐水、再生水处理等工程服务订单，目前公司海外布局将开始加速，后续在中东、中亚、南亚等地区获得订单值得期待。

投资评级：筹码调整已经基本结束，长期配置时点显现

在不考虑外延战略落地和大自然公司置出影响的背景下，我们预期公司 16 年-17 年实现净利润 1.5 亿元和 2.1 亿元，对应市盈率（摊薄后）为 46 倍和 33 倍。

公司现有估值较高，但是我们重申观点：1) 此盈利预测数据仅考虑内生发展，明显偏低；2) 短期看公司作为本土唯一 RO 生产商，卡住水环境节点关键位置，在“十三五”近零排放市场释放过程中率先受益；3) 长期看“横向+纵向”发展战略将推动公司成为以分离膜技术为核心的平台型公司，发展空间广大。维持公司买入评级。

风险提示：沙文基地项目进展不达预期。

图表 1. 上市公司利润结构（万元）

| 子公司 | 净利润 | 少数股东损益 | 上市公司净利润贡献 |
|-----------|-------|--------|-----------|
| 时代沃顿 | 7,483 | 1,483 | 6,000 |
| 大自然 | 885 | 434 | 451 |
| 合计 | 8,368 | 1,917 | 6,451 |
| 减去母公司成本 | | | 1,351 |
| 上市公司归属净利润 | | | 5,100 |

资料来源：中银证券、公司财报

图表 2. 各板块收入 (亿元)、毛利率及其同比变化

| 业务 | 收入 | 同比增速(%) | 毛利率(%) | 同比变动(百分点) |
|-----------|-------------|--------------|----------------|-------------|
| 复合反渗透膜 | 3.13 | 15.07 | 54.19 | 4.15 |
| 棕纤维产品 | 1.5 | 21.95 | 29.42 | (8.2) |
| 合计 | 4.63 | 17.22 | 43.7254 | 0.29 |

资料来源: 中银证券、公司财报

图表 3. 期间费用(亿元)与费用率(%)同比变化

| 年份 | 销售费用 | 销售费用率 | 管理费用 | 管理费用率 | 财务费用 | 财务费用率 | 营业税金 | 营业税/总收入 | 资产减值损失 | 资产减值/总收入 |
|-------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|-----------------|-------------|--------------|-------------|----------------|---------------|
| 2015 年上半年 | 0.43 | 9.91 | 0.70 | 16.22 | (0.02) | (0.53) | 0.03 | 0.72 | 0.05 | 1.21 |
| 2016 年上半年 | 0.47 | 9.29 | 0.92 | 18.25 | 0.02 | 0.36 | 0.04 | 0.75 | 0.00 | 0.09 |
| 同比增长 (%/百分点) | 0.04 | (0.63) | 31.00 | 2.02 | (180.00) | 0.89 | 21.00 | 0.03 | (91.00) | (1.11) |

资料来源: 中银证券、公司财报

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 2DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371