



东兴证券
DONGXING SECURITIES

变更收购股权方案，外延扩张战略有望加速落实

——南方汇通（000920）事件点评

2016年09月28日

强烈推荐/维持

南方汇通

事件点评

事件：

公司公告，将时代沃顿 20.39%股权的收购方案由发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金变更为支付现金购买资产，该部分股权最终作价为 2.92 亿元。

主要观点：

1. 收购股权事项耗时已久，变更方案是无奈之举

公司从 2 月 17 日开始此项收购股权工作，截至目前已经历时 7 个月之久，我们与公司管理层交流获知，虽然此前上报股权收购意向时已经获得国资委承诺核准，但是在具体操作过程中：1) 当前正处于国企改革工作推进的关键阶段，国资委对于换股事项的具体落实方案存在不同意见，总体来看态度较为谨慎；2) 换股事项需经国资委内部多个部门之间协调批复，由于目前国企改革指导意见对于非试点地区和企业尚未出台实施细则，各部门之间难以统一意见，协调成本较高，因此到目前为止，换股事项一直停滞不前。考虑到股权结构尚未厘清的形势下，公司后续多项战略规划难以如期推进，因此最终选择变更换股方案，实属公司无奈之举。

2. 股权结构厘清后，外延扩张战略有望加速落实

公司自从 15 年确立了外延式发展的战略思路后，就专门成立了项目开发部，目前该团队已经发展到了 20 人左右（还在持续吸收人才），也形成了一批优质的项目储备。我们分析认为，公司立足于环保水处理工艺的核心环节，未来外延式扩张将主要遵循两条思路：1) 纵向沿水处理产业链向下游设备和工程环节延伸，具备工程资质后，将依托大股东背景或者与大型国企合作，承接环保 PPP 项目值得期待，而这也是环保公司遵循的主流发展思路；2) 横向立足于膜技术的多领域应用，公司以总经理蔡志奇为首的技术管理团队在多年研发膜产品的过程中，已经在血液透析膜、能源膜、燃料电池隔膜等方面有了一些技术储备，未来不排除通过收购一些具备生产和销售的材料公司实现膜元件的多领域开发利用。

分析师：杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：刘博

010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

于洋

010-66555445

yuyang_yjs@dxzq.net.cn

庞天一

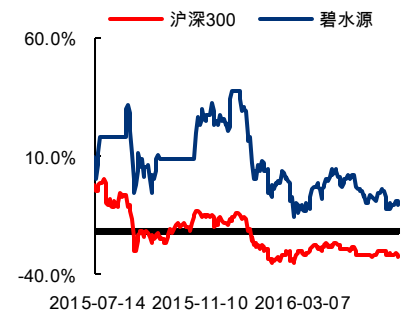
010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	26.04-13.52
总市值 (亿元)	578
流通市值 (亿元)	272
总股本/流通 A 股 (万股)	212340/164453
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.40

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《环保行业 2016 年中期策略：“效果化+保增长”趋势下，掘金高景气度细分领域》2016-06-30
- 《三聚环保深度报告：“产品-改造-运营”战略规划清晰，能源净化综合服务龙头再起航》2016-07-13

3、膜业务保持高增速，总部费用拖累全年业绩表现

根据公司中报数据，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%，将时代沃顿少数股权收购事项纳入考虑后，预计全年膜业务将贡献净利润 1.5-1.6 亿，高增速符合预期。但是考虑到目前除了子公司时代沃顿和大自然床垫以外，母公司已经完全成为一个纯费用和投资型的公司：1）资产重组造成的管理费用仍然居高不下（主要在母公司中保留了机关、党委等部门，未来数年中管理费用很难降下来）；2）持续以往的高研发费用；3）公司在外延扩张方面投入了大量的人力物力，也造成部分费用，因此全年来看，居高不下的总部费用将拖累公司业绩表现。

结论：

预计公司 16、17、18 年净利润分别为 1.1 亿、1.7 亿、2.3 亿，EPS 分别为 0.26 元、0.40 元、0.55 元，对应市盈率分别为 61 倍、40 倍、29 倍。我们认为，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。维持“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
流动资产合计	559	449	498	477	494	营业收入	2062	905	1455	1909	2864
货币资金	306	206	256	231	243	营业成本	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
非流动资产合计	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	营业利润	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
资产总计	1572	1673	1613	1557	1553	利润总额	268	142	176	209	328
流动负债合计	257	425	323	385	380	所得税	27	21	0	0	0
短期借款	34	114	74	94	84	净利润	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	0	0	0	0	0	EBITDA	272	259	191	220	332
非流动负债合计	223	172	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.20	0.27	0.40	0.49
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	481	597	323	385	380	成长能力					
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	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	33.47%	49.51%	33.47%	49.51%	22.73%
未分配利润	144	226	299	407	541	获利能力					
归属母公司股东	946	908	814	942	1098	毛利率 (%)	22.40%	44.05%	32.53%	32.53%	32.53%
负债和所有者权益	1572	1673	1354	1586	1783	净利率 (%)	11.71%	13.40%	11.02%	11.02%	8.78%
现金流量表					单位: 百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润 (%)		11.61%	5.03%	6.96%	10.78%
经营活动现金流	60	220	140	180	160	ROE (%)	19.28%	9.26%	13.79%	17.82%	18.75%
净利润	241	121	181	151	166	偿债能力					
折旧摊销	181.62	133.18	157	145	151	资产负债率 (%)	31%	36%	24%	24%	
财务费用	3	-4	0	-2	-1	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.02	0.56	0.96	1.30	1.70
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	10	21	29	41	59
投资活动现金流	-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	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	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
筹资活动现金流	-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	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	39.35	84.60	63.61	42.55	34.66
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	7.55	7.86	8.77	7.58	6.50
资本公积增加	-515	0	0	0	0	EV/EBITDA	25.21	27.24	36.50	31.88	21.03
现金净增加额	-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

分析师：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

联系人：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。