

# 南方汇通（000920）研究报告

## 费用高企拖累业绩表现，外延战略有望逐步推进

买入（维持）

2017年3月31日

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,009	1,312	1,693	2,251
同比(+/-%)	11.6%	30.0%	29.0%	33.0%
净利润(百万元)	99	133	180	244
同比(+/-%)	17.3%	34.9%	35.1%	35.9%
毛利率(%)	43.9%	43.9%	44.0%	44.0%
净资产收益率(%)	12.6%	15.0%	17.5%	20.1%
每股收益(元)	0.23	0.32	0.43	0.58
PE	61.68	45.72	33.85	24.91
PB	7.76	6.86	5.92	5.00

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

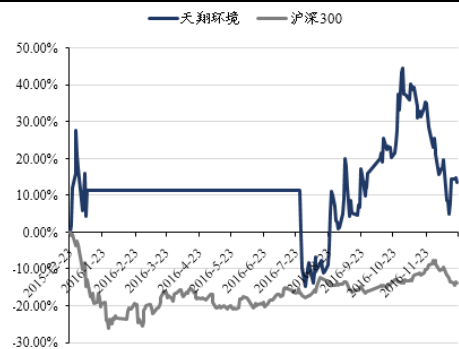
首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

[yuanl@dwzq.com.cn](mailto:yuanl@dwzq.com.cn)

021-60199782

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.42
一年最低价/最高价	13.81/19.58
市净率	6.86
流通A股市值(百万元)	6084

### 基础数据

每股净资产(元)	2.10
资产负债率(%)	55.8
总股本(百万股)	422
流通A股(百万股)	422

### 相关研究

1. 反渗透膜龙头，产能扩张业绩弹性巨大  
2015年12月29日

### 事件：

公司发布 2016 年年报，实现营收 10.09 亿，同比增长 11.58%；归母净利润 0.99 亿，同比增长 17.30%。

### 投资要点：

**■ RO 膜业务增长低于预期，开拓国内外工业客户积极应对：**  
2016 年，时代沃顿实现收入 5.92 亿，同比增长 12.76%；净利润为 1.26 亿，同比增长 21.15%，由于时代沃顿于四季度并表，全年贡献净利润 1 亿元左右，低于市场预期。我们分析公司 RO 膜业务不达预期的原因有三：1) 整体宏观经济形势下行拖累需求表现；2) 经历了前两年的高增长以后，今年家用净水器行业发展速度有所放缓；3) 行业竞争加剧，导致公司膜产品销售价格略有下滑。为了有效应对家用客户在公司膜产品销售客户中占比过高以及家用净水器行业增速下行的问题，公司从 2015 年开始逐渐加大对于国内外工业客户的拓展，目前收到一定成效：1) 国外方面，产品进入部分东南亚地区工业客户的水处理市场；2) 国内方面，已经与部分大型电力工业客户形成合作，未来在客户拓展方面坚持家用、工业两条腿走路，在这样的形势下，我们预计时代沃顿业绩在未来会重回高增长通道。

**■ 研发投入+外延扩张，管理费用高企拖累业绩表现：**2016 年公司三项费用总和为 3.17 亿，同比增长 21.46%，费用高企主要来自于：1) 公司一直重视研发投入，2016 年研发投入 1.03 亿，占比营收为 10.17%；2) 公司从 2015 年开始明确了外延扩张的发展思路，组建了专门的投资团队，一直在积极寻求外延扩张方面的突破，目前该团队仍在不断发展壮大，造成部分人员费用，因此总体来看，费用高企是拖累公司业绩表现的主要原因。

- **布局海外市场已久，有望乘一带一路东风：**公司布局海外市场已久，目前膜产品已经部分切入欧洲、北美和东南亚市场，对于占比世界海水淡化市场接近三分之一的中东地区，公司在前期做了极其深入详尽的考察，未来伴随着习近平总书记主导下的“一带一路”战略的快速推进，预计公司在一带一路沿线国家及区域的市场份额将会逐步提升。
- **资产重组承诺期限已至+大股东支持，外延并购战略有序推进：**2016 年 7 月，公司宣布收购常康环保事项终止，并承诺半年内不进行重大资产重组，目前承诺期限已经完成。考虑到大股东中产投旗下，公司是唯一一个上市平台，预计未来在外延并购方面，中产投会给予公司充分支持。外延方向上，我们分析认为，公司于 2015 年就已经确立了外延发展的战略思路，未来外延并购的方向将与此前收购常康环保思路类似，立足于 RO 膜的核心环节，沿产业链下游延伸至设备制造和工程服务；或者横向依托于自身在膜研发生产方面积累的技术，寻找相关标的。目前各项条件均已具备，预计公司外延扩展战略将有序推进。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2017-2019 年 EPS 0.32、0.43、0.58 元，对应 PE 46、34、25 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品销售不达市场预期、新产能释放不达预期。

图表 1 天翔环境业绩预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>494.7</b>	<b>919.5</b>	<b>1237.5</b>	<b>1612.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>1009.4</b>	<b>1312.2</b>	<b>1692.7</b>	<b>2251.3</b>
现金	300.4	674.8	922.2	1193.3	营业成本	565.9	736.3	947.9	1260.7
应收款项	45.6	43.1	55.7	74.0	营业税金及附加	12.8	12.9	18.1	18.9
存货	125.4	153.3	197.4	262.5	营业费用	96.6	124.7	160.8	213.9
其他	23.3	48.2	62.2	82.8	管理费用	214.8	262.4	321.6	427.8
<b>非流动资产</b>	<b>1292.6</b>	<b>1355.4</b>	<b>1401.5</b>	<b>1430.4</b>	财务费用	4.6	8.5	14.0	10.2
长期股权投资	2.9	2.9	2.9	2.9	投资净收益	26.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	552.7	618.9	668.3	700.3	其他	-5.4	-9.5	-16.7	-29.2
无形资产	102.1	98.7	95.4	92.2	<b>营业利润</b>	<b>136.1</b>	<b>157.9</b>	<b>213.6</b>	<b>290.7</b>
其他	634.9	634.9	634.9	634.9	营业外净收支	24.6	1.0	1.0	1.0
<b>资产总计</b>	<b>1787.3</b>	<b>2274.9</b>	<b>2639.0</b>	<b>3042.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>160.7</b>	<b>158.9</b>	<b>214.6</b>	<b>291.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>603.4</b>	<b>586.4</b>	<b>809.3</b>	<b>1021.3</b>	所得税费用	25.8	24.5	33.0	44.9
短期借款	87.5	30.0	30.0	30.0	少数股东损益	36.2	1.4	1.8	2.5
应付账款	135.4	203.7	244.6	337.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>98.7</b>	<b>133.1</b>	<b>179.8</b>	<b>244.3</b>
其他	380.4	352.7	534.7	654.2	EBIT	119.4	176.0	244.3	330.0
<b>非流动负债</b>	<b>281.8</b>	<b>681.8</b>	<b>681.8</b>	<b>681.8</b>	EBITDA	167.9	235.6	310.5	403.3
长期借款	0.0	400.0	400.0	400.0	<b>重要财务与估值指</b>				
其他	281.8	281.8	281.8	281.8	<b>标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>885.2</b>	<b>1268.3</b>	<b>1491.1</b>	<b>1703.1</b>	每股收益(元)	0.23	0.32	0.43	0.58
少数股东权益	117.9	119.0	120.4	122.3	每股净资产(元)	1.86	2.10	2.43	2.89
归属母公司股东权益	784.1	887.6	1027.5	1217.5	发行在外股份(百				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1787.3</b>	<b>2274.9</b>	<b>2639.0</b>	<b>3042.9</b>	万股)	422.0	422.0	422.0	422.0
					ROIC(%)	9.2%	15.1%	22.8%	34.4%
					ROE(%)	12.6%	15.0%	17.5%	20.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	43.9%	43.9%	44.0%	44.0%
经营活动现金流	188.9	188.1	416.3	456.6	EBIT Margin(%)	11.8%	13.4%	14.4%	14.7%
投资活动现金流	-112.8	-126.5	-129.0	-131.3	销售净利率(%)	9.8%	10.1%	10.6%	10.9%
筹资活动现金流	29.3	312.9	-39.9	-54.3	资产负债率(%)	49.5%	55.8%	56.5%	56.0%
现金净增加额	106.2	374.5	247.4	271.0	收入增长率(%)	11.6%	30.0%	29.0%	33.0%
企业自由现金流	423.6	66.8	296.1	329.1	净利润增长率(%)	17.3%	34.9%	35.1%	35.9%

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

