

证券研究报告—动态报告

建材

其他建材 II

纳川股份(300198)

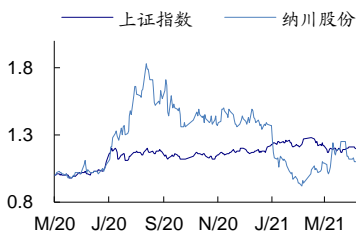
买入

2020 年财报点评

(维持评级)

2020 年 05 月 06 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,032/869
总市值/流通(百万元)	3,961/3,338
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12 个月最高/最低(元)	7.23/3.40

相关研究报告:

《纳川股份-300198-2013 年中报点评: 业绩高速增长, 长期受益管网建设》——2013-08-15  
 《纳川股份-300198-2012 年年报点评: 发展前景光明, 推荐长期持有》——2013-04-18  
 《纳川股份-300198-市场潜力大, 竞争优势显著》——2012-11-15

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685  
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

电话:  
 E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

电话:  
 E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

业务重心重回管材, 期待重迎成长之路

● 营收持续增长, 投资收益下降致使利润承压

2020 年公司实现营业收入 8.95 亿元, 同比增长 10.70%, 实现归母净利润 0.48 亿元, 同比下降 79.67%, EPS 为 0.0467 元/股。其中 Q4 单季度实现营收 2.83 亿元, 同比+18.33%, 实现利润 0.05 亿元, 较去年同期-1.26 亿元扭亏为盈。公司 2020 年业绩增长主因管材销售和材料贸易营收增加所致, 利润同比下滑较多主因 2020 年对参股企业启源纳川确认投资收益 0.23 亿元, 较上年同期的 4.75 亿元减少 4.52 亿元。

● 管材业务营收稳健增长, 毛利率有所下降

2020 年, 公司管材、贸易、新能源汽车(动力总成)、工程服务分别实现营业收入 4.37 亿(+8.18%)、4.04 亿(+13.37%)、0.05 亿(-83.09%)、0.48 亿(+209.44%), 其中, 管材销售量为 3.09 万吨, 同比+13.81%。公司全年毛利率为 18.99%(-2.81pct), 其中管材销售毛利率为 30.38%(-10.75pct)、毛利率下降主因装运费由销售费用转为营业成本及员工工资增加所致, 还原运费影响, 毛利率约同比下降 6.4 个百分点。

● 导入战略客户拓展市场份额, 稳步推进 PPP 投资业务

2020 年公司引进战略股东长江三峡集团, 目前长江三峡集团为公司第二大股东。公司已先后与三峡基地发展有限公司和长江生态环保集团签订合作框架协议, 成为“长江大保护”国家战略的重要参与者。此外, 公司稳步推进管网类的 PPP 项目投资建设, 目前公司承接的 PPP 项目主要涵盖城市黑臭水体治理、河道流域治理、海绵城市、乡镇污水处理等业务, 未来随 PPP 业务板块战略布局不断推进, PPP 项目有望带动公司管材销售、管网运营、检测及修复, 实现 PPP 项目收益和管材销售、管网运营修复收益的双增长。

● 脱胎换骨, 未来有望重迎成长之路, 维持“买入”评级

随着战略股东的进驻, 公司发展重心重回管材业务, 未来将围绕“一大一小、一内一外、新旧并举、投服并行、建管一体”的发展战略, 紧抓管材研发、制造、销售及服务、管网投资、设计、建设运营及修复全链条开展业务, 公司业绩有望重迎成长之路, 预计 21-23 年 EPS 分别为 0.20/0.26/0.33 元/股, 对应 PE 为 28.7/22.4/17.5x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 长江大保护相关业务推进不及预期; 成本波动风险;

盈利预测和财务指标

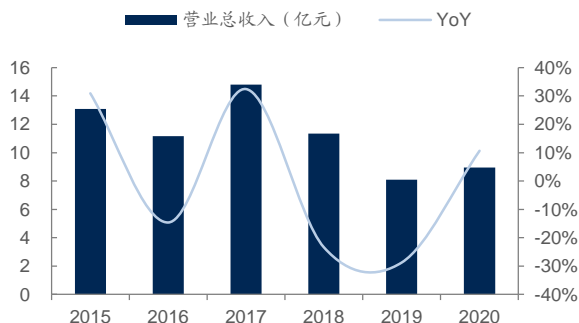
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	808	895	1,450	1,771	2,135
(+/-%)	-28.7%	10.7%	62.0%	22.2%	20.5%
净利润(百万元)	237	48	207	265	339
(+/-%)	-159.7%	-79.7%	329.2%	28.2%	27.8%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.05	0.20	0.26	0.33
EBIT Margin	-3.0%	2.5%	19.9%	20.2%	20.4%
净资产收益率(ROE)	16.9%	3.3%	12.8%	14.5%	16.2%
市盈率(PE)	25.0	123.2	28.7	22.4	17.5
EV/EBITDA	360.6	118.4	26.3	21.8	18.4
市净率(PB)	4.24	4.10	3.68	3.25	2.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

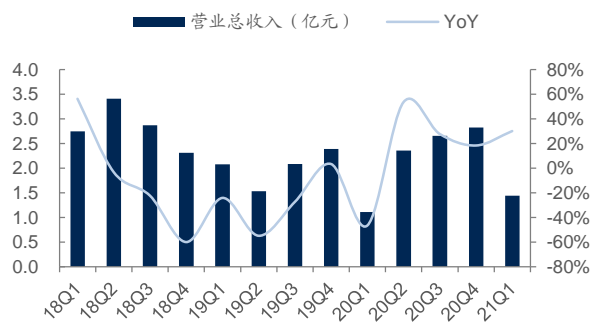
**营收持续增长，投资收益下降致使利润承压。**2020 年公司实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 10.70%，归母净利润 0.48 亿元，同比下降 79.67%，EPS 为 0.0467 元/股。其中 Q4 单季度分别实现营收 2.83 亿元，同比+18.33%，实现利润 0.05 亿元，较去年同期-1.26 亿元扭亏为盈。公司 2020 年业绩增长主要系管材销售和材料贸易营收增加所致，利润同比下滑较多主要系 2020 年公司对参股企业启源纳川确认投资收益 0.23 亿元，较上年同期 4.75 亿元减少 4.52 亿元，同比-95.12%。

图 1：纳川股份营业收入及增速



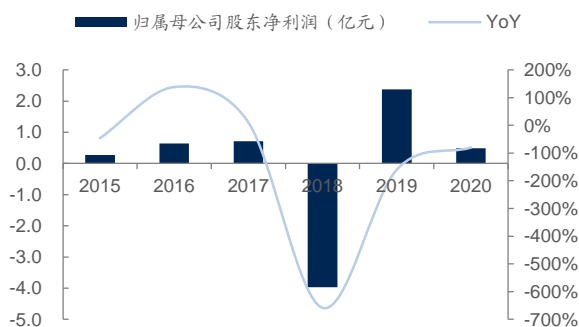
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：纳川股份单季营业收入及增速



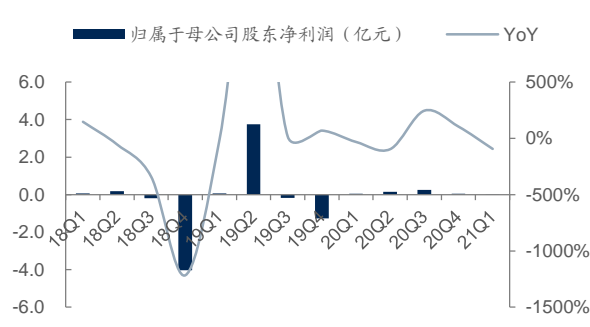
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：纳川股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

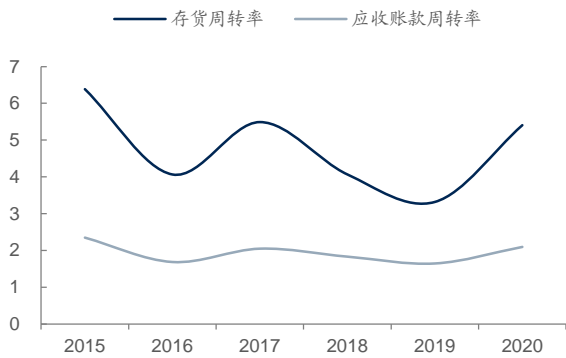
图 4：纳川股份单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

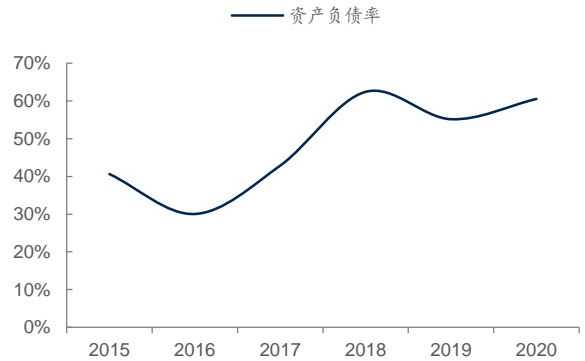
**管材业务营收稳健增长，毛利率有所下降。**报告期内，公司管材销售、材料贸易、新能源汽车（动力总成）销售、工程服务收入分别实现营业收入 4.37 亿(+8.18%)、4.04 亿(+13.37%)、0.05 亿(-83.09%)、0.48 亿(+209.44%)，营收占比分别为 48.89%(-1.14pct)、45.12%(+1.07pct)、0.61%(-3.38pct)、5.38%(+3.45pct)。公司全年管材产品销售量为 3.09 万吨，同比+13.81%。公司全年毛利率实现 18.99%(-2.81pct)，其中管材销售毛利率为 30.38%(-10.75pct)，材料贸易毛利率为 3.12%(+2.20pct)，管材业务毛利率下降主要系装运费由销售费用转为营业成本成本及员工工资增加所致。2020 年公司净现金流由去年-0.83 亿元提升至-0.28 亿元，主要系：(1) 报告期内借款所收到的现金较上年同期增加 3.83 亿元；(2) 报告期内公司对 PPP 项目的投资支出、对参股企业启源纳川增资 1 亿元以及支付子公司福建万润的少数股权收购款等带来现金流出所致。

图 5: 纳川股份存货周转率和应收账款周转率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 纳川股份资产负债率



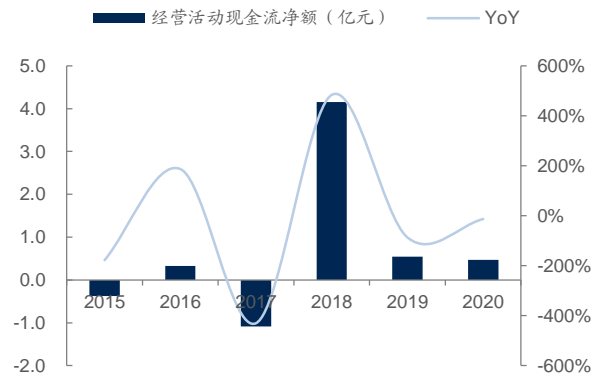
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 纳川股份带息负债率 (%)



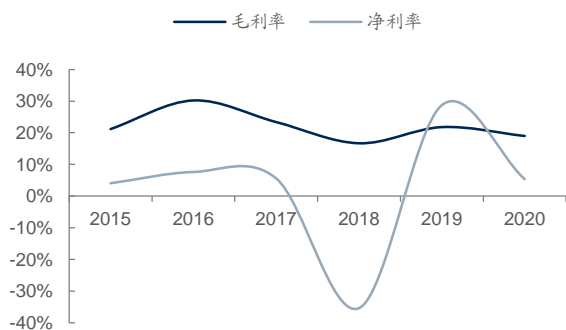
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 纳川股份经营性现金流 (亿元)



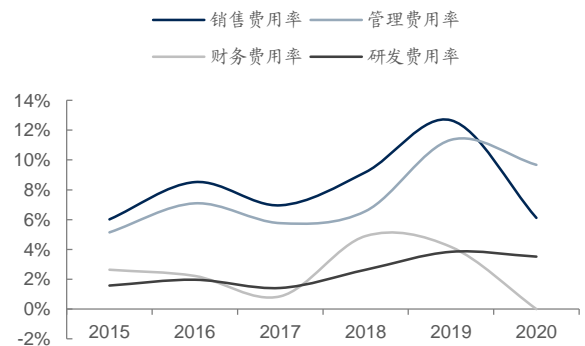
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 纳川股份毛利率与净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 纳川股份期间费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

导入战略客户拓展市场份额, 稳步推进 PPP 投资业务。2020 年公司引进战略股东长江三峡集团, 目前长江三峡集团为公司第二大股东。公司已先后与三峡基地发展有限公司和长江生态环保集团签订合作框架协议, 成为“长江大保护”国家战略的重要参与者。此外, 公司稳步推进管网类的 PPP 项目投资建设, 目

前公司承接的 PPP 项目主要涵盖城市黑臭水体治理、河道流域治理、海绵城市、乡镇污水处理等业务，未来随 PPP 业务板块战略布局不断推进，PPP 项目有望带动公司管材销售、管网运营、检测及修复，实现 PPP 项目收益和管材销售、管网运营修复收益的双增长。

**脱胎换骨，未来有望重迎成长之路，维持“买入”评级。**随着战略股东的进驻，公司发展重心重回管材业务，未来将围绕“一大一小、一内一外、新旧并举、投服并行、建管一体”的发展战略，紧抓管材研发、制造、销售及服务、管网投资、设计、建设运营及修复全链条开展业务，公司业绩有望重迎成长之路，预计 21-23 年 EPS 分别为 0.20/0.26/0.33 元/股，对应 PE 为 28.7/22.4/17.5x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	320	336	353	371	营业收入	895	1450	1771	2135
应收款项	431	807	920	1148	营业成本	725	1000	1222	1473
存货净额	120	205	227	287	营业税金及附加	6	12	15	18
其他流动资产	147	179	255	286	销售费用	55	58	69	81
<b>流动资产合计</b>	<b>1113</b>	<b>1623</b>	<b>1850</b>	<b>2188</b>	管理费用	87	91	108	127
固定资产	372	546	700	841	财务费用	(0)	59	61	59
无形资产及其他	89	86	82	79	投资收益	57	74	89	107
投资性房地产	1699	1699	1699	1699	资产减值及公允价值变动	9	10	8	8
长期股权投资	475	525	613	682	其他收入	(40)	(50)	(55)	(60)
<b>资产总计</b>	<b>3749</b>	<b>4479</b>	<b>4945</b>	<b>5490</b>	营业利润	49	265	338	432
短期借款及交易性金融负债	618	782	770	697	营业外净收支	(8)	(3)	(3)	(3)
应付款项	574	873	1024	1257	<b>利润总额</b>	<b>41</b>	<b>262</b>	<b>335</b>	<b>429</b>
其他流动负债	355	485	586	706	所得税费用	(6)	58	74	94
<b>流动负债合计</b>	<b>1547</b>	<b>2140</b>	<b>2380</b>	<b>2661</b>	少数股东损益	(0)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	618	618	618	618	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>48</b>	<b>207</b>	<b>265</b>	<b>339</b>
其他长期负债	104	76	91	84					
<b>长期负债合计</b>	<b>723</b>	<b>694</b>	<b>709</b>	<b>702</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2269</b>	<b>2834</b>	<b>3089</b>	<b>3363</b>	净利润	48	207	265	339
少数股东权益	31	30	29	29	资产减值准备	(55)	(6)	1	1
股东权益	1449	1615	1827	2098	折旧摊销	47	45	57	69
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3749</b>	<b>4479</b>	<b>4945</b>	<b>5490</b>	公允价值变动损失	(9)	(10)	(8)	(8)
					财务费用	(0)	59	61	59
关键财务与估值指标					营运资本变动	(274)	(98)	56	28
每股收益	0.05	0.20	0.26	0.33	其它	55	5	(1)	(1)
每股红利	0.05	0.04	0.05	0.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>(189)</b>	<b>143</b>	<b>370</b>	<b>427</b>
每股净资产	1.41	1.57	1.77	2.03	资本开支	22	(200)	(200)	(200)
ROIC	2%	10%	11%	13%	其它投资现金流	(85)	0	0	0
ROE	3%	13%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(189)</b>	<b>(250)</b>	<b>(288)</b>	<b>(269)</b>
毛利率	19%	31%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	2%	20%	20%	20%	负债净变化	262	0	0	0
EBITDA Margin	8%	23%	23%	24%	支付股利、利息	(52)	(41)	(53)	(68)
收入增长	11%	62%	22%	21%	其它融资现金流	24	164	(12)	(73)
净利润增长率	-80%	329%	28%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>444</b>	<b>123</b>	<b>(65)</b>	<b>(141)</b>
资产负债率	61%	64%	63%	62%	<b>现金净变动</b>	<b>66</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
息率	0.9%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	254	320	336	353
P/E	123.2	28.7	22.4	17.5	货币资金的期末余额	320	336	353	371
P/B	4.1	3.7	3.3	2.8	企业自由现金流	(180)	(28)	192	237
EV/EBITDA	118.4	26.3	21.8	18.4	权益自由现金流	106	91	132	118

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032