

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021年04月12日

市场数据

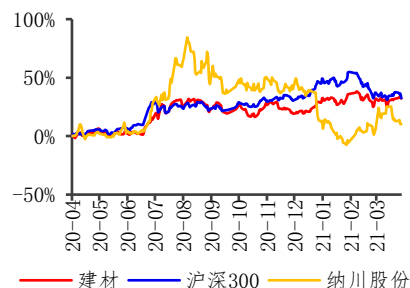
目前股价	4.1
总市值（亿元）	42.29
流通市值（亿元）	35.65
总股本（万股）	103,155
流通股本（万股）	86,939
12个月最高/最低	7.23/3.35

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

管网材料工程运营专家，积极拓展长江大保护业务

——纳川股份（300198）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1134	808	845	1387	1948
(+/-%)	-23.3%	-28.7%	4.6%	64.0%	40.4%
归母净利润（百万元）	-397	237	52	136	218
(+/-%)	-657.9%	-159.7%	-77.9%	159.6%	60.1%
摊薄 EPS（元/股）	-0.38	0.23	0.05	0.13	0.21
PE	-10.6	17.8	80.7	31.1	19.4

资料来源：长城证券研究所

核心观点

1、公司简介：纳川股份成立于2003年，公司主营业务主要由管道的研发、生产和销售业务，以及新能源汽车业务两部分构成。2021年3月29日，公司公告陈志江先生向长江环保集团转让公司5.01%股份，转让价格为4.30元/股；本次协议转让股份事项完成后，长江环保集团及一致行动人持股比例达到20.3%，公司实际控制人将由陈志江先生变更为无实际控制人。管材销售占公司2020年上半年收入44%、毛利的82%，是目前公司的主要业务。2021年1月29日，公司公告2020年业绩预告，预计归母净利润达到5000~6000万元，同比下降75%~79%。若扣除2019年同期参股基金启源纳川处置星恒电源股权产生的影响，公司2019年同期归属于上市公司股东的净利润为-1.34亿元，2020年对比2019年同期经营业绩有大幅度的增长。

2、管道综合解决方案提供商，积极拓展长江大保护市场

- **公司专注管材销售、管网运营，涉及市政、工业等领域。**公司管道业务包括管材销售、管网工程运营、PPP项目等。公司管材系列产品已覆盖城市基础设施建设雨水收集、雨水管网、引水、给水、排水、排水排污、中水回用、工业、燃气及核电等领域，全面涉及水生态系统。公司近期在高端管材的突破包括核级管材、超大口径塑料管道、管道检测、小口径HDPE管材、塑料结构壁管智能化等领域。公司服务网络遍布国内外。
- **长江环保集团协议转让后将成第一大股东方，明确支持纳川股份向长江大保护项目供应管材、管网材料和服务。**2021年3月29日，公司公告陈志江先生向长江环保集团转让公司5.01%股份，转让价格为4.30元/股；本次协议转让股份事项完成后，长江环保集团及一致行动人持股比例达到20.3%，公司实际控制人将由陈志江先生变更为无实际控制人。长江环保集团、三峡资本的控股股东均为三峡集团。三峡集团环保布局广泛，纳川股份是其投资的A股标的中唯一一家主管管材的公司。2021年2月24日，公司公告与长江生态环保集团有限公司签订战略合作协议；长江环保集团

支持纳川股份向长江大保护项目供应管材、微顶管施工、管网修复运营等服务，有效期 5 年。2020 年 9 月 28 日，公司公告预计增加与长江环保集团及其关联方的销售管材管件及服务关联交易金额 1.8 亿元，调整后预计关联交易总额为 3.0 亿元。

- **三峡集团在长江大保护中发挥骨干主力作用，新建管网、管网修复和运营市场空间巨大。**管网是长江大保护的工作重点之一，长江水环境的治理“黑臭在水里、问题在岸上、关键在管网”。2019 年三峡集团落地投资 589.4 亿元，其中固定资产投资 435.4 亿元、股权投资 154 亿元，储备项目投资规模超过 2000 亿元。4 个试点城市（九江、芜湖、岳阳、宜昌）合计投资额 453 亿元，新建管网 1403 公里，修复管网 1260 公里，预计产生新建管网订单 10.5 亿元。九省两市的常住人口、面积是 4 个试点城市的 32、34 倍，按此类比，预计产生新建管网订单 300 亿以上，若考虑管网修复、管网运营需求，订单体量更大。

3、参股星恒电源，轻型车锂电池龙头企业。公司对于星恒电源的间接持股比例为 9.71%。星恒电源 2003 年成立，主营新能源汽车和轻型车动力锂电池产品。星恒电源连续 3 年在轻型车锂电池销量排名上位列全球第一，2020 年装机量稳居国内动力锂电池行业前三，全球市场占有率高达 32.4%。

4、股权激励计划公布，理顺激励机制。2021 年 3 月，公司公告股权激励计划；激励数量 2000 万股，授予价格 2.40 元/股。业绩考核目标：2021~2023 年归母净利润较 2020 年的增速不低于 100%、250%、400%，且金额不低于 1.0、1.75、2.5 亿元。

5、首次覆盖给予增持评级。预计公司 2020~2023 年归母净利润分别达到 0.5、1.4、2.2、3.4 亿元，同比增长-78%、160%、60%、54%，对应市盈率 83、32、20、13 倍。公司是管道综合解决方案提供商，积极拓展长江大保护市场。2021 年 3 月，公司公告股权激励计划；激励数量 2000 万股，授予价格 2.40 元/股，理顺激励机制。

6、风险提示：长江大保护订单拓展低于预期；应收账款回收速度下降；原材料成本大幅上升；无实际控制人对公司经营管理带来负面影响等

目录

1、公司简介： 纳川股份成立于 2003 年，公司主营业务主要由管道的研发、生产和销售业务，以及新能源汽车业务两部分构成。2021 年 3 月 29 日，公司公告陈志江先生向长江环保集团转让公司 5.01% 股份，转让价格为 4.30 元/股；本次协议转让股份事项完成后，长江环保集团及一致行动人持股比例达到 20.3%，公司实际控制人将由陈志江先生变更为无实际控制人。管材销售占公司 2020 年上半年收入 44%、毛利的 82%，是目前公司的主要业务。2021 年 1 月 29 日，公司公告 2020 年业绩预告，预计归母净利润达到 5000~6000 万元，同比下降 75%~79%。若扣除 2019 年同期参股基金启源纳川处置星恒电源股权产生的影响，公司 2019 年同期归属于上市公司股东的净利润为-1.34 亿元，2020 年对比 2019 年同期经营业绩有大幅度的增长。	1
1、公司简介：主管管道业务	5
2、管道综合解决方案提供商，积极拓展长江大保护市场	6
2.1 公司专注管材销售、管网运营，涉及市政、工业等领域	7
2.2 长江环保集团协议转让后将成为第一大股东方，明确支持纳川股份向长江大保护项目供应管材、管网材料和服务	10
2.3 三峡集团在长江大保护中发挥骨干主力作用，新建管网、管网修复和运营市场空间巨大	13
3、参股星恒电源，轻型车锂电池龙头企业	17
4、股权激励计划公布，理顺激励机制	18
5、盈利预测与估值水平：首次给予强烈推荐评级	19
5.1 相对估值：高于可比公司平均水平	19
5.2 盈利预测	20
5.3 投资建议：首次给予买入评级	21
6、风险提示	21
附：盈利预测表	22

图表目录

图 1:	2020 年上半年收入结构	6
图 2:	2020 年上半年毛利结构	6
图 3:	公司管材销售、工程服务收入 (亿元)	7
图 4:	公司管材应用领域	8
图 5:	公司服务网络	10
图 6:	三峡资本股权结构	11
图 7:	163 字三峡治水方略	13
图 8:	三峡模式, 科学治水	14
图 9:	长江大保护 2019 年进展	14
图 10:	长江大保护涉及九省两市, 目前共有 4 个试点城市	16
表 1:	公司前十大股东情况 (截止 2020 年三季报)	5
表 2:	本次交易前后, 陈志江先生与长江环保集团持有上市公司股份变动情况	5
表 3:	公司核心管材产品	8
表 4:	长江环保集团及一致行动人历次增持公司股份情况	10
表 5:	本次交易前后, 陈志江先生与长江环保集团持有上市公司股份变动情况	10
表 6:	三峡集团 A 股投资情况 (截止 2020 年三季报, 并非最新持股数据)	11
表 7:	公司和长江生态环保集团签署战略合作协议、关联交易的公告	12
表 8:	4 个试点城市长江大保护投资概况	15
表 9:	长江大保护九省两市人口、面积情况	16
表 10:	非试点城市长江大保护投资概况 (不完全统计)	17
表 11:	公司股权激励对象	18
表 12:	公司股权激励业绩考核目标	19
表 13:	可比公司估值表	20
表 14:	公司收入、成本预测	21

1、公司简介：主营管道业务

纳川股份成立于 2003 年，公司主营业务主要由管道的研发、生产和销售业务，以及新能源汽车业务两部分构成。公司是国内领先的环保管材制造及市政管网投资、建设、运营、修复集团，业务涵盖绿色环保给排水管材的研发、制造、销售及服务，城市智慧管网投资、设计、建设、运营、修复。

2021 年 3 月 29 日，公司公告陈志江先生向长江环保集团转让公司 5.01% 股份，转让价格为 4.30 元/股；本次协议转让股份事项完成后，长江环保集团及一致行动人持股比例达到 20.3%，公司实际控制人将由陈志江先生变更为无实际控制人。2021 年 3 月，公司公告收到控股股东、实际控制人陈志江先生通知，陈志江先生与长江环保集团于 2021 年 3 月 27 日签署了《股份转让协议》。陈志江先生通过协议转让方式向长江环保集团转让其持有的公司 5168 万股股份（合计占公司总股本的 5.01%），转让价格为 4.30 元/股，转让总价为人民币 2.22 亿元。本次协议转让股份事项完成后，公司控股股东、实际控制人将由陈志江先生变更为无控股股东、无实际控制人。

表 1：公司前十大股东情况（截止 2020 年三季报）

股东名称	占总股本比例(%)
陈志江	20.95
长江生态环保集团有限公司	10.27
三峡资本控股有限责任公司	5.01
林绿茵	3.39
张晓樱	3.36
中国工商银行股份有限公司-富国天惠精选成长混合型证券投资基金(LOF)	2.87
姚于权	1.99
北京天象道通资产管理有限公司-天象 13 号私募证券投资基金	1.53
黄琼梅	1.36
李莉	1.26
合计	51.99

资料来源：公司公告，长城证券研究所

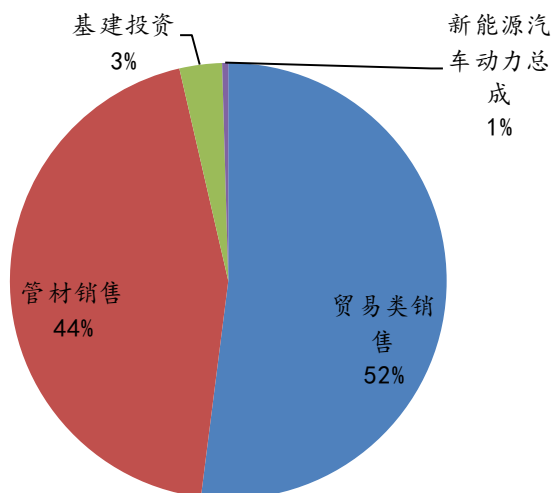
表 2：本次交易前后，陈志江先生与长江环保集团持有上市公司股份变动情况

股东名称	本次交易前持有股份		本次交易后持有股份	
	持股数量（万股）	比例	持股数量（万股）	比例
陈志江	21,608	21.0%	16,440	15.9%
长江环保集团及一致行动人	15,766	15.3%	20,934	20.3%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

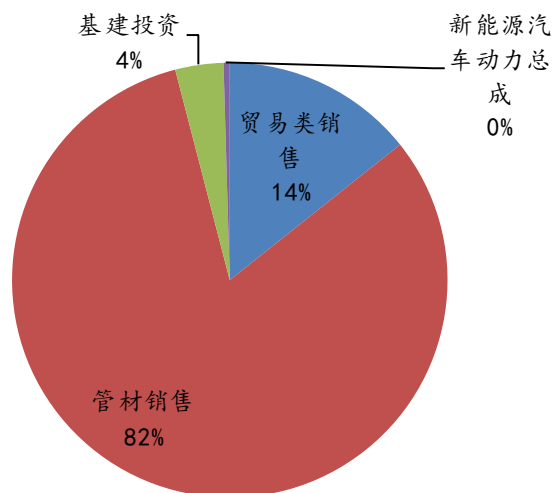
管材销售占公司 2020 年上半年收入 44%、毛利的 82%，是目前公司的主要业务。2020 年上半年，公司收入结构中，贸易类销售、管材销售、基建投资、新能源汽车动力总成分别占 52%、44%、3%、1%；毛利结构中，贸易类销售、管材销售、基建投资、新能源汽车动力总成分别占 14%、82%、4%、0.5%。

图 1: 2020 年上半年收入结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 2: 2020 年上半年毛利结构



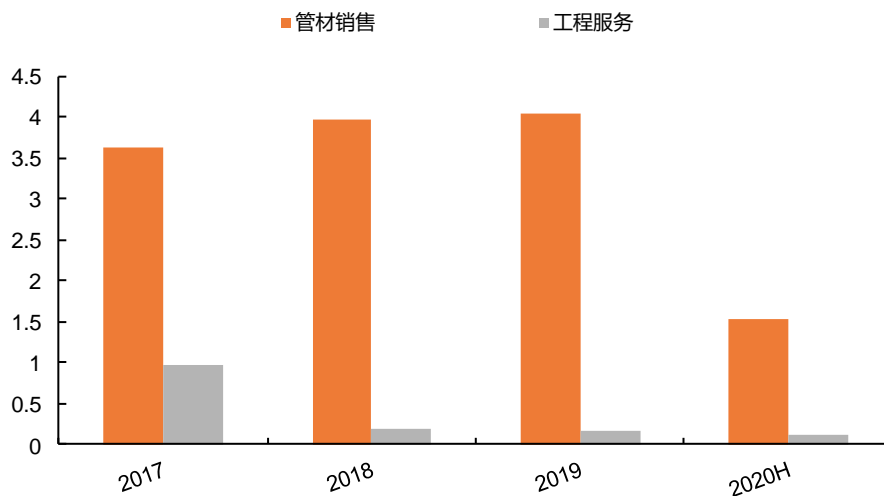
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2021 年 1 月 29 日, 公司公告 2020 年业绩预告, 预计归母净利润达到 5000~6000 万元, 同比下降 75%~79%; 扣非归母净利润达到 3400~4600 万元, 同比下降 80%~86%。2020 年公司归属于上市公司股东的净利润对比去年同期波动幅度较大, 主要原因为 2019 年同期公司的参股基金启源纳川处置其投资标的星恒电源股权, 导致对星恒电源控制权的丧失, 启源纳川对星恒电源的股权处置收益及对剩余长期股权投资的会计核算方法由成本法转为权益法, 正向影响归属于上市公司股东的净利润 3.71 亿元。该情况是导致公司归属于上市公司股东的净利润对比去年同期波动幅度较大的主要原因, 若扣除 2019 年同期参股基金启源纳川处置星恒电源股权产生的影响, 公司 2019 年同期归属于上市公司股东的净利润为-1.34 亿元, 2020 年对比 2019 年同期经营业绩有大幅度的增长。

2、管道综合解决方案提供商, 积极拓展长江大保护市场

2019 年公司管材销售、工程服务收入分别达到 4.0、0.16 亿元, 同比增长 2.1%、-16.9%; 2020 年上半年, 公司管材销售、工程服务收入分别达到 1.5、0.11 亿元, 同比增长-8.6%、6.8%。

图 3: 公司管材销售、工程服务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2.1 公司专注管材销售、管网运营, 涉及市政、工业等领域

公司管道业务包括管材销售、管网工程运营、PPP 项目等。

- 管材销售:** 给排水领域管道的研发、生产和销售, 主要产品包括高密度聚乙烯 HDPE 缠绕结构壁 B 型管 (业内俗称克拉管)、钢骨架聚乙烯 (PE) 塑料复合管、绿色安全 PE 实壁管、连续缠绕玻璃纤维增强管、玻璃钢顶管、玻璃纤维增强塑料检查井及相关配套管件等。公司坚持以“国内一流的给排水系统全套解决方案提供商”为经营目标, 其系列产品已覆盖城市基础设施建设雨水收集、雨水管网、引水、给水、排水、排水排污、中水回用、工业、燃气及核电等领域, 全面涉及水生态系统。
- 管网运营、检测、修复:** 同时, 基于公司在城市管网、镇村污水及水务一体化的投资管理经验, 公司开展管网运营、检测、修复业务, 加大管网系统检测、修复技术研发投入, 成立管道运营修复中心, 积极开拓管网运营修复市场。公司主要技术体系包括: 1、管道巡检、排查技术: 高压清洗技术、管道封堵技术、潜望镜 (QV) 检测技术、CCTV 检测技术、声纳检测技术、管道评估。2、管道预处理技术: 铣刀机器人切割处理技术、管道、井室注浆堵漏技术、管内局部止水技术。3、管道修复更新技术: 不锈钢套环局部内衬修复技术、管道 UV/LED 紫外光固化修复技术、翻转热固化修复技术、管片内衬修复技术、螺旋缠绕修复技术、碎 (裂) 管修复技术、检查井修复技术。4、微型顶管技术。
- PPP 项目:** 此外, 公司秉持“海纳百川、广容万物”的经营理念, 在 PPP 业务板块战略布局不断推进, 以 PPP 项目带动公司管材销售、管网运营、检测及修复, 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。

图 4: 公司管材应用领域



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

表 3: 公司核心管材产品

高密度聚乙烯 (HDPE) 缠绕结构壁管

高密度聚乙烯 (HDPE) 缠绕结构壁管, 大口径, 重载荷, 安全零渗透! 是绿色环保的“绿色”排水排污新型管道! 它内壁光滑, 具有螺旋状加强肋, 肋横界面为 O 型螺旋缠绕工艺制成的异型结构壁柔性管材。

钢骨架聚乙烯 (PE) 塑料复合管

钢骨架聚乙烯 (PE) 塑料复合管以高强度低碳的镀铜网状结构层为骨架, 以高 (中) 密度聚乙烯为基体, 在生产线上通过连续挤塑复合成型。

绿色安全 PE 实壁管

采用 100%HDPE 混配料进行生产, 产品质量稳定, 安全性能好。按美国材料与试验协会 (ASTM) 标准或我国国家标准, 生产英制系列或公制系列的产品。

连续缠绕玻璃纤维增强管

连续缠绕玻璃纤维增强管是以玻璃纤维及其制品为增强材料, 以不饱和聚酯树脂为基体材料, 按照连续缠绕工艺制造而成。

玻璃钢夹砂顶管 (强力型)

玻璃钢夹砂顶管 (强力型) 以树脂和玻璃纤维作为主要原材料取代传统水泥混凝土中的水泥及水, 与不同颗粒级配石英砂及各类填料、添加剂凝结成的一种复合材料。与传统定长工艺顶管比较, 具有强度更高、承受顶力更高、安全性等特点, 适用于长距离顶管, 属于玻璃钢顶管新的替代产品。



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

公司近期在高端管材领域的业务突破:

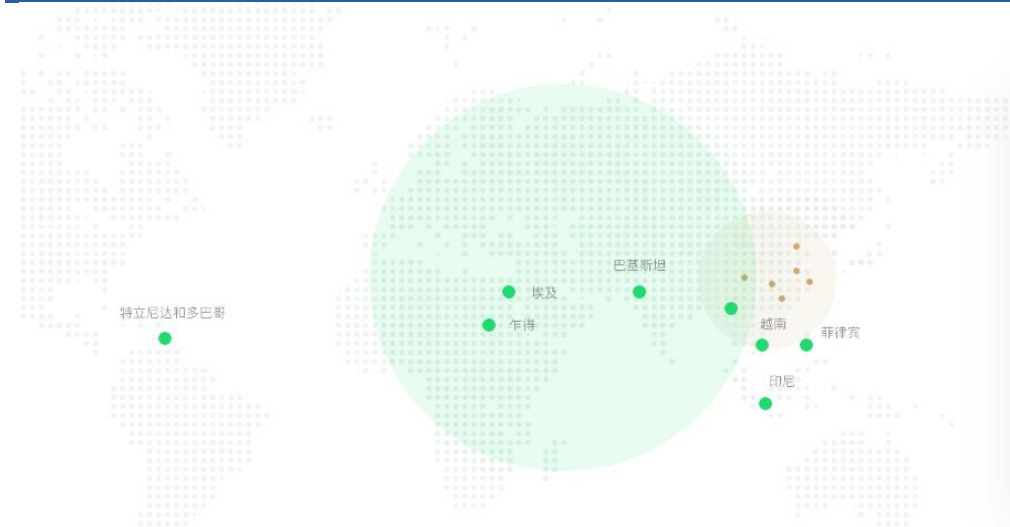
- **核级管材:** 2017 年公司在高端管材方面取得了突破, 上海纳川和上海中广核工程科技有限公司联合完成的“核级高密度聚乙烯 (HDPE) 管道”通过了中国核能行业协会

的科技成果鉴定，该产品鉴定成果实现了“双首创”，2017年11月，中广核大亚湾公司在循环水过滤系统成功应用了核级 HDPE 管材。上海纳川为该改造项目提供了试用核级 HDPE 管材、熔接工艺评定、无损检测及缺陷判定等多项产品与技术支持，是我国首家拥有该领域完全中国自主知识产权的支持企业，2018年初，中广核集团高密度聚乙烯管材（HDPE）相关技术成果深化研究和应用项目，获得美国电力研究院核电板块办法的2017年技术成果转化奖。公司在2019年上半年完成了ASME体系的建设，开展了ASME核3级证书取证工作；同年6月，公司通过了ASME专家组现场联检；同年10月，公司获得了ASME核3级证书，成为全球首家获得ASME核3级HDPE管道制造许可NPT证书的HDPE管道生产企业。为公司国际高端HDPE产品的市场推广提供强有力的保障，同时对公司国内核安全局核级设备制造许可证的取证工作产生积极影响，此证关系着公司核级产品在国内外的高端市场占有率。

- **超大口径塑料管道：**公司与中交集团合作的菲律宾马尼拉电厂D厂和K厂尾水排海工程创造两个世界第一：直径超大口径（内径3.3米外径4米）塑料管道的首次使用，由此公司也成为世界第一个也是唯一具备有生产和服务超大口径塑料管道的企业；同时本项目也是世界上直径超过3000MM塑料管道在水上的第一次安装使用，中交集团也成为世界上第一个掌握超大口径施工工艺的企业。2019年1月15日，公司直径为3300MM的塑料管材在菲律宾卸煤码头安装首战告捷，此次安装的纳川HDPE管道长30米、重达140吨，取水管为内径3000MM的HDPE管，排水管内径3300MM的HDPE管，是目前世界上水上安装的最大直径的HDPE管道。菲律宾卸煤码头项目共需安装HDPE管道1150米。公司超大口径排海用缠绕结构壁管的开发与应用项目，目前该项目产品第三个海外工程“印尼哥伦打洛2*50MW电厂取排水”，DN2200（0.15MPa）海洋工程用HDPE缠绕结构壁管项目在全球抗疫情的大环境下顺利开展，公司采用线上指导方式，产品质量好，施工方便，开展顺利，得到各方高度赞扬，近期入海段已开始施工，目前项目即将进入收尾，公司将持续给与项目支持服务。
- **管道检测：**公司基于2018下半年建设的实验室体系核实验软硬件设备的配套，2019年初获得了CNAS国家认可实验室称号，该认可从检验试验方面体现是公司产品相关技术服务能力水平；2019年4月，上海纳川为CFI改造项目管路系统提供无损检测服务；2019年5月，上海纳川基于部分技术成果进行了高新成果转化项目申报，已获上海市科委批准。
- **小口径HDPE管材及大口径挤塑管配件：**公司2020年上半年，针对小口径HDPE管道与管配件研发及试验已完成，研发成果将于下半年用于实际项目。针对大口径挤塑管配件的研发已完成产品设计和设备安装调试运行，待后续模具调试及试验验证。
- **塑料结构壁管智能化：**公司塑料结构壁管智能化研究与开发项目：目前已在公司部分工程中集成信息化芯片技术，实现信息化管理，但事实监控技术研发还在有序开展，已受理的两项专利还在审查中。

公司服务网络遍布国内外。与东南亚、中东、非洲、南美等地区，菲律宾、印尼、缅甸、越南、巴基斯坦、埃及、乍得、特立尼达和多巴哥等多个国家建立了海外业务关系。在泉州、厦门、北京、上海、天津、武汉、泗阳、绵阳、惠州等地设立全资子公司，并在福州、广州、南昌、南京、青岛、西安等20个城市设立业务运营机构。

图 5: 公司服务网络



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

2.2 长江环保集团协议转让后将成第一大股东方, 明确支持纳川股份向长江大保护项目供应管材、管网材料和服务

2021年3月29日, 公司公告陈志江先生向长江环保集团转让公司5.01%股份, 转让价格为4.30元/股; 本次协议转让股份事项完成后, 长江环保集团及一致行动人持股比例达到20.3%, 公司实际控制人将由陈志江先生变更为无实际控制人。

表 4: 长江环保集团及一致行动人历次增持公司股份情况

公告时间	转让价格(元/股)	转让股份比例	说明
2020/2/24	3.90	5.01%	刘荣旋先生通过协议转让方式向长江环保集团转让其持有的公司 51,680,582 股股份 (合计占公司总股本的 5.01%), 转让价格为 3.90 元/股, 转让总价为人民币 201,554,269.80 元。
2020/2/24	4.07	5.01%	睿汇海纳通过协议转让方式向三峡资本转让其持有的公司 51,680,582 股股份 (合计占公司总股本的 5.01%), 转让价格为 4.07 元/股, 转让总价为人民币 210,339,968.74 元。
2021/3/30	4.30	5.01%	陈志江先生通过协议转让方式向长江环保集团转让其持有的公司 51,680,582 股股份 (合计占公司总股本的 5.01%), 转让价格为 4.30 元/股, 转让总价为人民币 222,226,502.60 元。

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

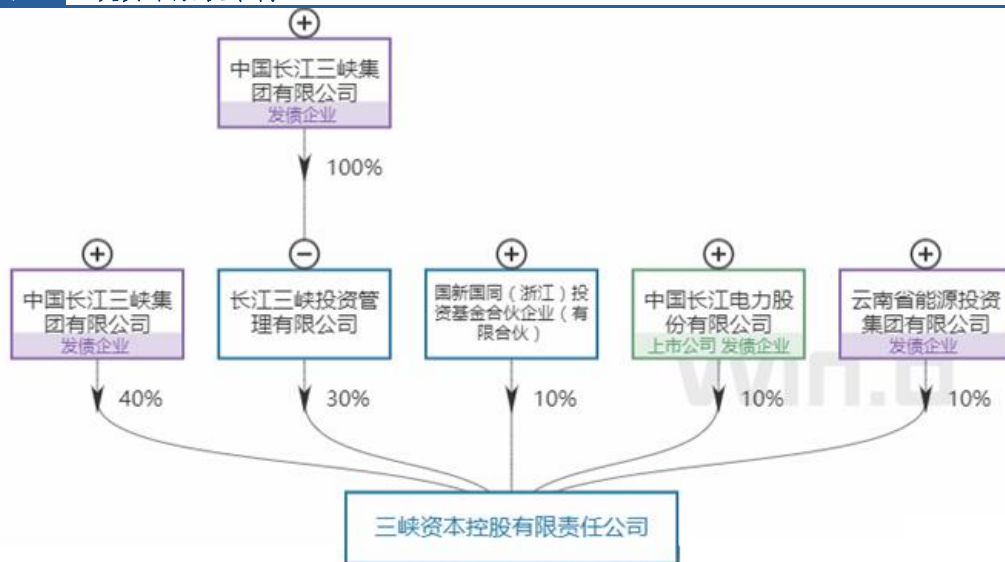
表 5: 本次交易前后, 陈志江先生与长江环保集团持有上市公司股份变动情况

股东名称	本次交易前持有股份		本次交易后持有股份	
	持股数量(万股)	比例	持股数量(万股)	比例
陈志江	21,608	21.0%	16,440	15.9%
长江环保集团及一致行动人	15,766	15.3%	20,934	20.3%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

长江环保集团、三峡资本的控股股东均为三峡集团。三峡集团是由国务院批准成立，为建设三峡开发长江而成立的国有独资公司，是中国目前最大的清洁能源集团和全球最大的水电开发运营企业。长江环保集团是三峡集团为开展长江大保护工作而成立的核心实体公司。

图 6: 三峡资本股权结构



资料来源: Wind, 长城证券研究所

三峡集团环保布局广泛，纳川股份是其投资的 A 股标的中唯一一家主管管材的公司。三峡集团目前对较多环保公司均有投资，包括北控水务集团（2020 年 11 月，三峡集团直接持股比例达到 14.6%）、中持股份（2020 年 12 月，中持股份公告称，公司拟引入三峡集团全资子公司长江环保集团作为战略投资者。本次协议转让和非公开发行完成后，长江环保集团将持有上市公司 24.61% 股份，成为公司第一大股东，许国栋和中持环保合计持股比例为 18.85%）、纳川股份、武汉控股、上海环境、兴蓉环境、节能国祯、福能股份、兴蓉环境、洪城水业等。

表 6: 三峡集团 A 股投资情况（截止 2020 年三季度，并非最新持股数据）

代码	证券简称	报告期	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占流通 A 股比例(%)
长江生态环保集团有限公司					
600168.SH	武汉控股	2020 三季度	10,643.55	不变	15.00
300198.SZ	纳川股份	2020 三季度	10,598.17	不变	10.27
601200.SH	上海环境	2020 三季度	3,849.98	不变	3.43
000598.SZ	兴蓉环境	2020 三季度	7,260.26	不变	2.43
300388.SZ	节能国祯	2020 三季度	3,455.41	减少 (48.38)	4.94
三峡资本控股有限责任公司					
600168.SH	武汉控股	2020 三季度	3,476.84	不变	4.90
000783.SZ	长江证券	2020 三季度	33,292.54	不变	6.02
601169.SH	北京银行	2020 三季度	45,205.10	不变	2.14
600483.SH	福能股份	2020 三季度	15,169.44	增加 (88.48)	8.62
000598.SZ	兴蓉环境	2020 三季度	23,512.02	增加 (910.09)	7.87
300388.SZ	节能国祯	2020 三季度	4,124.02	减少 (166.88)	5.90
601222.SH	林洋能源	2020 三季度	5,193.95	减少 (399.99)	2.97

600131.SH	国网信通	2020 三季报	1,783.59	不变	1.49
300198.SZ	纳川股份	2020 三季报	5,168.06	不变	5.01
601200.SH	上海环境	2020 三季报	1,831.55	不变	1.63
600461.SH	洪城水业	2020 三季报	2,598.41	减少 (1270.59)	2.74

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2021年2月24日，公司公告与长江生态环保集团有限公司签订战略合作协议；长江环保集团支持纳川股份向长江大保护项目供应管材、微顶管施工、管网修复运营等服务，有效期5年。**1) 合作宗旨：**双方同意建立战略合作伙伴关系，充分发挥各自的资源、技术优势，提升竞争力，扩大社会影响力，创造更好的社会效益、生态效益和经济效益，实现双方合作共赢。**2) 合作的主要内容：**双方同意在长江大保护相关领域开展广泛、深入的合作，拟合作事项包括：长江环保集团支持纳川股份参与共抓长江大保护工作，以不违背国家法律法规及公司有关制度为前提，支持纳川股份向长江环保集团所开展的长江大保护项目供应 HDPE 管材、微顶管施工、管网排查、管道修复、管网运营等服务。纳川股份确保提供的产品、技术、服务符合项目质量管理及国家规范要求。长江环保集团支持纳川股份参与长江大保护项目的管网部分技术研发、标准制定。根据长江环保集团要求，纳川股份向长江环保集团指定的部门、片区派驻人员，长江环保集团给予身份认同。互邀参与有关合作领域的技术研发、升级改造等工作。互为对方提供技术支撑和服务，致力于长江大保护工作。**3) 合作机制：**建立企业高层互访机制、构建业务合作交流平台、建立部门联络机制。**4) 其他事宜：**本协议未尽事宜，通过双方友好协商解决。本协议自签署之日起生效，有效期5年。协议期满后，经双方友好协商可延期执行协议。期间如有变化或出现另行拟定合作协议等情形，由双方经过友好协商解决。经双方法定代表人（或委托代理人）签章并加盖公章后生效。

2020年9月28日，公司公告预计增加与长江环保集团及其关联方的销售管材管件及服务关联交易金额1.8亿元，调整后预计关联交易总额为3.0亿元。截止公告日，已签订与长江大保护项目相关的合同(包含关联交易)金额累计1.21亿元。

表 7: 公司和长江生态环保集团签署战略合作协议、关联交易的公告

公告日期	公告标题	主要内容
2020/4/20	与三峡基地发展有限公司签订战略合作协议	双方同意在长江大保护相关领域开展广泛、深入的合作，拟合作事项包括但不限于以下内容：1、在 PPP 项目投资、管道产品供应及管网检测运营修复方面开展技术合作。2、互邀参与有关合作领域的技术研发、升级改造等工作。3、互为对方提供技术支撑和服务，致力于长江大保护工作。
2020/7/29	与长江生态环保集团有限公司签署合作框架协议	合作内容及运维费用长江大保护相关合作项目中涉及“管网的运营维护工作，包含日常巡检、清淤、中小修、大修、重置等工作”。合作期内运维费用交易金额暂定为6亿元。
2020/9/28	调整2020年度日常关联交易预计	公司预计增加与长江环保集团及其关联方的销售管材管件及服务关联交易金额18,000万元，调整后预计关联交易总额为30,000万元。截止公告日，已签订与长江大保护项目相关的合同(包含关联交易)金额累计1.21亿元。
2021/2/24	与长江生态环保集团有限公司签订战略合作协议	长江环保集团支持纳川股份向长江大保护项目供应管材、微顶管施工、管网修复运营等服务，有效期5年。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.3 三峡集团在长江大保护中发挥骨干主力作用，新建管网、管网修复和运营市场空间巨大

三峡集团在长江经济带发展中发挥基础保障作用、在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用。2017年10月，国家发展改革委领导做出批示：“目前在长江沿线，三峡集团是最具经济实力的央企，当前和今后一个时期实施长江经济带战略任务十分艰巨，特别是大保护任务十分繁重，亟需三峡集团发挥骨干、主力作用。”2018年4月，国家发展改革委联合国务院国资委印发三峡集团新的战略发展定位文件，明确三峡集团在长江经济带发展中发挥基础保障作用、在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用。2018年5月，推动长江经济带发展领导小组增补三峡集团为成员单位。2018年7月，推动长江经济带发展领导小组办公室印发指导文件，支持三峡集团在共抓大保护中发挥骨干主力作用，对三峡集团参与共抓长江大保护工作做出制度性安排，明确近三年重点工作任务和保障措施。2018年12月，长江生态环保集团在武汉注册成立。

长江大保护主要目标：1) **2018年：**先行先试，总结提出新模式、新机制、新标准和新规范，提升城镇污水收集处理水平和出水水质；2) **2020年：**形成可复制、可推广的城镇污水治理经验和标准规范；在长江经济带11省市全方位开展工作，全面带动长江干流和主要支流沿线城镇污水治理取得成效；3) **中远期：**有力促进长江经济带水环境和水生态质量全面改善，生态系统功能显著增强，绿色低碳循环发展生态产业链有效形成。

管网是长江大保护的工作重点之一，长江水环境的治理“黑臭在水里、问题在岸上、关键在管网”，中国三峡集团倡导科学系统、综合治理的治水理念和模式，经过调研分析，形成了城镇污水治理“三峡模式”，得到了行业的广泛认同并取得了积极效果。

图 7：163 字三峡治水方略



资料来源：《共抓长江大保护可持续发展报告》，长城证券研究所

图 8: 三峡模式, 科学治水



资料来源:《共抓长江大保护可持续发展报告》，长城证券研究所

2019 年三峡集团落地投资 589.4 亿元，其中固定资产投资 435.4 亿元、股权投资 154 亿元，储备项目投资规模超过 2000 亿元。2019 年，三峡集团累计与 58 个地方政府签订协议。

图 9: 长江大保护 2019 年进展

截至 2019 年 12 月 31 日, 中国三峡集团累计与地方政府签订协议 58 份	
上游区域	重庆市, 重庆市梁平区、綦江区、巴南区、长寿区、沙坪坝区、江津区、巫山县、丰都县
湖北区域	湖北省, 武汉市, 宜昌市, 鄂州市, 荆门市, 天门市, 神农架林区, 武汉汉阳区、东湖新技术开发区, 宜昌猗亭区、夷陵区, 宜昌远安县、兴山县、秭归县、长阳县, 宜昌宜都市、当阳市, 荆州松滋市、石首市, 荆门钟祥市, 随州广水市
江西区域	江西省, 南昌市, 九江市, 九江彭泽县、吉安万安县
湖南区域	湖南省, 株洲市, 岳阳市, 益阳市, 浏阳市, 沅江市, 株洲渌口区、岳阳华容县
安徽区域	安徽省, 芜湖市, 马鞍山市, 六安市, 宣城市, 铜陵市, 马鞍山当涂县、和县
长三角区域	上海崇明区、江苏省、南京市、扬州生态科技新城、镇江市、泰州市

数说长江大保护 2019



资料来源：《共抓长江大保护可持续发展报告》，长城证券研究所

4个试点城市（九江、芜湖、岳阳、宜昌）合计投资额 453 亿元，新建管网 1403 公里，修复管网 1260 公里，预计产生新建管网订单 10.5 亿元。按照 1 吨克拉管对应 20 米，1.5 万/吨销售单价计算(公司 2019 年销售均价)，4 个试点城市产生新建管网订单 10.5 亿元。

表 8：4 个试点城市长江大保护投资概况

试点城市	投资概况
九江：厂网河一体、水岸同治、泥水并重	在建 16 个项目，投资 160.2 亿元，污水处理能力 35.1 万 m ³ /d，管网修复 247.5km 管网新建 608.1km，管网总长度 855.6km
芜湖：厂网一体、城乡一体、建管一体	在建 46 个项目，投资 69 亿元，污水处理能力 78.2 万 m ³ /d，管网修复 1003km，管网新建 308.7km，管网总长度 1311.7km
岳阳：流域打包、系统治理	在建 46 个项目，投资 152.6 亿元，污水处理能力 54.5 万 m ³ /d，管网修复 9.4km，管网新建 234km
宜昌：污水厂网、生态水网“两网共建”	在建 36 个项目，投资 70.8 亿元，污水处理能力 16.9 万 m ³ /d，管网新建 252.5km

资料来源：《共抓长江大保护可持续发展报告》，长城证券研究所

图 10: 长江大保护涉及九省两市，目前共有 4 个试点城市

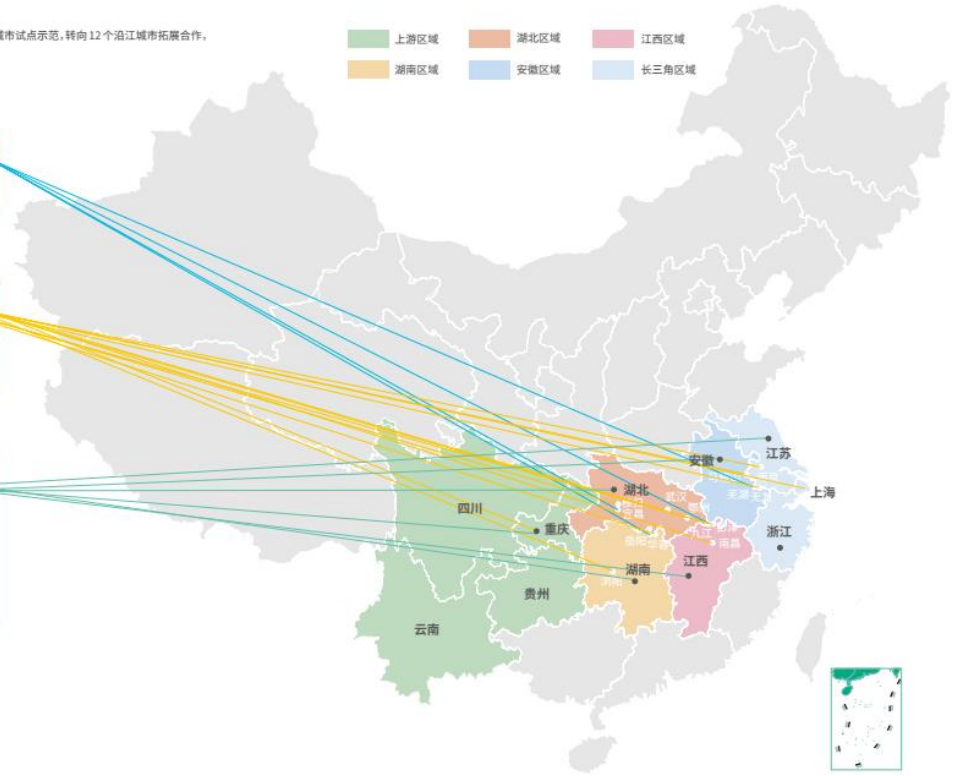
全面布局

中国三峡集团共抓长江大保护工作在江西九江、安徽芜湖、湖南岳阳、湖北宜昌 4 个城市试点示范，转向 12 个沿江城市拓展合作，进而全江转段、全面铺开。

上游区域 湖北区域 江西区域
湖南区域 安徽区域 长三角区域

- 试点城市**
- 江西九江、安徽芜湖、湖南岳阳、湖北宜昌
- 合作市县**
- 上海、南京、武汉、重庆、马鞍山、南昌、鄂州、浏阳、无为、彭泽、杨汭、华容
- 转段城市**
- 重庆梁平、巫山、奉节、夔江、开州、潼南、长寿、江津、丰都等
 - 湖北枣阳、广水、潜江等
 - 安徽六安、宣城、亳州等
 - 湖南永州、临湘等
 - 江西吉安等
 - 江苏泰州、南通、镇江、徐州、宿迁等

589.4 亿元 落地投资
其中: 435.4 亿元 固定资产投资 154 亿元 股权投资



资料来源:《共抓长江大保护可持续发展报告》，长城证券研究所

九省两市的常住人口、面积是 4 个试点城市的 32、34 倍，按此类比，预计产生新建管网订单 300 亿以上，若考虑管网修复、管网运营需求，订单体量更大。

表 9: 长江大保护九省两市人口、面积情况

	2019 年常住人口 (万人)	面积 (平方公里)
四川省	8375	486000
江苏省	8070	107200
湖南省	6918	211800
安徽省	6366	140100
湖北省	5927	185900
浙江省	5850	105500
云南省	4858	394100
江西省	4666	166900
贵州省	3623	176167
重庆市	3124	82402
上海市	2428	6341
四个试点城市	1861	61045

资料来源: Wind, 长城证券研究所

表 10: 非试点城市长江大保护投资概况（不完全统计）

时间	项目名称	投资金额（亿元）
2020.9	重庆江津水环境综合治理工程（一期）PPP 项目	39.97
2020.9	重庆市潼南区涪江流域水环境综合治理 PPP 项目	12.27
2020.8	南京市六合区农村污水处理设施全覆盖 PPP 项目	20.67
2020.3	蔡甸东部区域清水入江 PPP 项目、武汉市新洲区新城镇建设 PPP 项目、东湖高新区光谷生态大走廊项目	75.9
2020.1	重庆花溪河综合整治项目 PPP	35.2
	合计	184.01

资料来源：北极星水处理网等，长城证券研究所

3、参股星恒电源，轻型车锂电池龙头企业

公司对于星恒电源的间接持股比例为 **9.71%**。公司 2020 年 11 月公告披露，参股子公司泉州市启源纳川新能源产业股权投资合伙企业（“启源纳川”）通知，启源纳川合伙人赵春波先生因个人资金安排，由启源纳川代其将其间接持有的占星恒电源股份有限公司（“星恒电源”）总股本 0.319% 的股份转让给上海混沌投资（集团）有限公司（“混沌投资”），暨本次转让实际系合伙人赵春波间接退出对标的公司的持股。《股份转让协议》暨退伙生效之后，公司持有启源纳川股份比例达到 44.053%。根据星恒电源最新股东名册，截止本公告日启源纳川还持有星恒电源 22.041% 股权。启源纳川 2020 年上半年净利润 1796 万元。

星恒电源 2003 年成立，主营新能源汽车和轻型车动力锂电池产品。星恒电源自 2003 年成立以来一直致力于动力锂电池的研发、生产、销售，在国内率先实现了电池的二次寿命和梯次利用，其主要瞄准新能源汽车和轻型车市场。在新能源汽车领域，星恒电源自 2014 年起开始布局切入，其具有极高性价比优势的超级锰酸锂产品使其快速成为国内众多新能源物流车制造商的第一供应商。星恒电源未来将以新一代更高性价比的产品快速打开新能源乘用车市场并站稳脚跟。根据公司公告，在轻型电动车领域，星恒电源精耕细作了 15 年，已经为全球超过 500 万终端客户提供电池和服务，稳居国内电动两轮车市场占有率第一，同时在欧洲长期保持稳定增长态势，在欧洲电动两轮车市场占有率第二。

星恒电源连续 3 年在轻型车锂电池销量排名上位列全球第一，2020 年装机量稳居国内动力锂电池行业前三，全球市场占有率高达 32.4%。根据中关村在线网站报道，星恒电源作为践行全球轻型车锂电化的行业领头羊，已经连续 3 年在轻型车锂电池销量排名上位列全球第一，2020 年装机量稳居国内动力锂电池行业前三，全球市场占有率高达 32.4%。2021 年 3 月 26 日，星恒于天津梅江中心皇冠假日酒店举行了“技领全球 星耀未来，星恒之夜 2021 品牌盛典”，深入分析行业现状的同时，现场发布了星恒电源的多项技术成果与新品，对轻型车锂电市场的指出了一条明路。高工锂电董事长张小飞博士、竞之道咨询公司董事长陈名友先生分别对中国电动两轮车锂电池市场进行了回顾及展望。张小飞博士指出，锰酸锂将继续成为国内两轮车锂电的第一大技术路线，轻型车锂电池市场第一梯队格局趋于稳定，星恒近三年一直位居国内轻型车锂电池第一位，且占比超过 40%，基本坐稳头把交椅。星恒自成立以来就致力于技术创新，星恒也坚持让用户发声，让产品代言，通过了解市场需求，打造真正适合市场的爆品。本次“技领全球 星耀未来，星恒之夜 2021 品牌盛典”上，星恒重磅推出星恒天启 BMS 系统、超锂 S7 全系列轻型车家族产品、星恒高能铁锂三大新品，满足用户多场景使用需求，打造出轻型车锂电池最优解决方案。

4、股权激励计划公布，理顺激励机制

2021年3月，公司公告股权激励计划；激励数量2000万股，授予价格2.40元/股。本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为2000万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的1.94%。其中，首次授予限制性股票1680万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的1.63%，占本次授予限制性股票数量总额的84.00%；预留授予限制性股票320万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的0.31%，占本次授予权益总额的16.00%。本激励计划授予激励对象限制性股票的授予价格为2.40元/股。根据中国会计准则要求，本激励计划首次授予的限制性股票（不包含预留部分）成本摊销情况和对各期会计成本的影响如下（假设授予日为2021年4月中旬）预计摊销的总费用3797万元，其中2021~2024年分别摊销1481、1434、698、185万元。业绩考核目标：2021~2023年归母净利润较2020年的增速不低于100%、250%、400%，且金额不低于1.0、1.75、2.5亿元。

表 11: 公司股权激励对象

姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	占授予总量的比例	占目前总股本的比例
陈志江	董事长、总经理	120	6.00%	0.12%
肖仁建	董事、副总经理	60	3.00%	0.06%
傅义营	董事、副总经理	60	3.00%	0.06%
汪海	财务总监	60	3.00%	0.06%
姚俊宾	董事会秘书	60	3.00%	0.06%
核心管理人员、核心业务（技术）骨干人员 （共58人）		1320	66.00%	1.28%
预留部分		320	16.00%	0.31%
合计		2000	100.00%	1.94%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 12: 公司股权激励业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
首次授予部分	
第一个归属期	同时满足以下条件: 1、以 2020 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 100% 且 2021 年净利润不低于 10000 万元; 2、2021 年现金分红比例不低于 10%。
第二个归属期	同时满足以下条件: 1、以 2020 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 250% 且 2022 年净利润不低于 17500 万元; 2、2022 年现金分红比例不低于 10%。
第三个归属期	同时满足以下条件: 1、以 2020 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 400% 且 2023 年净利润不低于 25000 万元; 2、2023 年现金分红比例不低于 10%。
预留部分	
第一个归属期	同时满足以下条件: 1、以 2020 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 250% 且 2022 年净利润不低于 17500 万元; 2、2022 年现金分红比例不低于 10%。
第二个归属期	同时满足以下条件: 1、以 2020 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 400% 且 2023 年净利润不低于 25000 万元; 2、2023 年现金分红比例不低于 10%。

注: 上述净利润指归属上市公司股东的净利润。

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

5、盈利预测与估值水平: 首次给予强烈推荐评级

5.1 相对估值: 高于可比公司平均水平

纳川股份估值高于可比公司平均水平。从可比公司估值情况来看, 纳川股份 2021~2022 年 PE、PB 分别为 32、20 倍, 均高可比公司平均值和中位数。

表 13: 可比公司估值表

证券简称	最新股价	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			ROE	PB
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2019A	
伟星新材	24.90	396	354	12.51	13.61	15.43	31.68	29.12	25.69	25.3%	9.09
永高股份	7.02	87	79	7.79	9.03	10.58	11.14	9.60	8.20	15.2%	1.84
沧州明珠	4.16	59	59	3.06	3.02	NA	19.29	19.53	NA	5.1%	1.69
东宏股份	14.95	39	38	3.19	3.94	4.77	12.11	9.80	8.08	11.8%	1.96
雄塑科技	11.50	35	17	2.13	3.20	3.96	16.45	10.92	8.83	14.6%	2.01
龙泉股份	4.06	23	18	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.4%	1.05
青龙管业	7.88	26	26	NA	NA	NA	NA	NA	NA	8.0%	1.34
顾地科技	2.44	15	13	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.1%	1.53
国统股份	7.62	14	14	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.5%	1.73
平均数							18.13	15.80	12.70	9.1%	2.47
中位数							16.45	10.92	8.51	8.0%	1.73
纳川股份	4.20	43	37	0.52	1.36	2.18	82.69	31.86	19.89	16.9%	3.02

注: 除纳川股份外, 盈利预测数据均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 长城证券研究所

5.2 盈利预测

盈利预测重要假设:

- 2021年2月24日, 公司公告与长江生态环保集团有限公司签订战略合作协议; 长江环保集团支持纳川股份向长江大保护项目供应管材、微顶管施工、管网修复运营等服务, 有效期5年。预计公司2021年起, 管材销售、工程服务收入快速增长。假设公司2020~2023年管材销售收入增速分别达到5%、100%、50%、30%; 工程服务收入分别达到25%、600%、100%、100%。
- 2020年盈利预测参考2020年业绩预告, 预计归母净利润达到5000~6000万元, 同比下降75%~79%。
- 参股星恒电源, 轻型车锂电池龙头企业, 预计投资收益2021~2023年平均增速达到20%。

表 14: 公司收入、成本预测

营业收入	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
管材销售	396.17	404.35	424.56	849.13	1273.69	1655.80
增长率	8.90%	2.06%	5.00%	100.00%	50.00%	30.00%
材料贸易	610.89	356.08	391.69	391.69	391.69	391.69
增长率	-28.74%	-41.71%	10.00%	0.00%	0.00%	0.00%
新能源汽车销售（动力总成）	0.00	32.28	9.68	9.68	9.68	9.68
增长率	-100.00%	0.00%	-70.00%			
工程服务收入	18.74	15.57	19.47	136.26	272.53	545.05
增长率	-80.89%	-16.91%	25.00%	600.00%	100.00%	100.00%
合计	1,134.28	808.28	845.41	1,386.77	1,947.60	2,602.23
增长率	-23.35%	-28.74%	4.59%	64.04%	40.44%	33.61%
毛利率						
管材销售	34.67%	41.13%	41.13%	41.13%	41.13%	41.13%
材料贸易	3.95%	0.92%	0.92%	0.92%	0.92%	0.92%
新能源汽车销售（动力总成）	-	10.73%	10.73%	10.73%	10.73%	10.73%
工程服务收入	-48.50%	20.18%	20.18%	25.88%	25.88%	25.88%
综合毛利率	16.68%	21.80%	21.67%	28.06%	30.76%	31.77%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

5.3 投资建议：首次给予增持评级

首次覆盖给予增持评级。预计公司 2020~2023 年归母净利润分别达到 0.5、1.4、2.2、3.4 亿元，同比增长-78%、160%、60%、54%，对应市盈率 83、32、20、13 倍。公司是管道综合解决方案提供商，积极拓展长江大保护市场。2021 年 3 月，公司公告股权激励计划；激励数量 2000 万股，授予价格 2.40 元/股，理顺激励机制。

6、风险提示

长江大保护订单拓展低于预期；应收账款回收速度下降；原材料成本大幅上升；无实际控制人对公司经营管理带来负面影响等

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1134.28	808.28	845.41	1386.77	1947.60	成长性					
营业成本	945.14	632.10	662.22	997.63	1348.57	营业收入增长	-23.3%	-28.7%	4.6%	64.0%	40.4%
销售费用	104.13	102.34	74.93	93.10	130.76	营业成本增长	-16.6%	-33.1%	4.8%	50.6%	35.2%
管理费用	104.38	91.74	86.36	107.31	150.70	营业利润增长	-586.9%	164.2%	-82.2%	195.9%	60.3%
研发费用	29.89	31.04	29.22	47.93	67.31	利润总额增长	-576.7%	-164.9%	-82.0%	194.2%	60.1%
财务费用	55.56	33.68	32.08	46.07	65.07	归母净利润增长	-657.9%	-159.7%	-77.9%	159.6%	60.1%
其他收益	11.95	1.63	1.63	1.63	1.63	盈利能力					
投资净收益	-302.64	484.91	94.36	111.55	132.14	毛利率	16.7%	21.8%	21.7%	28.1%	30.8%
营业利润	-521.72	335.16	59.79	176.94	283.66	销售净利率	-35.4%	28.7%	6.1%	9.6%	10.9%
营业外收支	4.57	0.55	0.55	0.55	0.55	ROE	-33.8%	16.2%	3.5%	8.2%	11.6%
利润总额	-517.15	335.71	60.34	177.49	284.21	ROIC	-47.9%	27.3%	7.1%	13.4%	16.3%
所得税	-115.48	103.54	9.05	44.37	71.05	营运效率					
少数股东损益	-4.54	-5.03	-1.11	-2.88	-4.62	销售费用/营业收入	9.2%	12.7%	8.9%	6.7%	6.7%
归母净利润	-397.14	237.20	52.40	136.00	217.77	管理费用/营业收入	9.2%	11.4%	10.2%	7.7%	7.7%
资产负债表						研发费用/营业收入	2.6%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%
					(百万)	财务费用/营业收入	4.9%	4.2%	3.8%	3.3%	3.3%
流动资产	1416.43	990.58	1111.78	1805.11	2206.76	投资收益/营业利润	58.0%	144.7%	157.8%	63.0%	46.6%
货币资金	353.84	253.96	36.04	59.12	83.03	所得税/利润总额	22.3%	30.8%	15.0%	25.0%	25.0%
应收票据及应收账款合计	530.89	462.99	476.35	1064.50	1099.50	应收账款周转率	1.76	1.63	1.80	1.80	1.80
其他应收款	180.25	47.17	194.37	201.84	354.61	存货周转率	4.07	3.32	3.00	3.00	3.00
存货	232.48	148.59	292.90	372.19	526.86	流动资产周转率	0.75	0.67	0.80	0.95	0.97
非流动资产	1742.47	2202.78	2336.10	2899.47	3393.64	总资产周转率	0.36	0.25	0.25	0.34	0.38
固定资产	372.30	349.95	349.30	593.13	827.10	偿债能力					
资产总计	3158.90	3193.35	3447.88	4704.58	5600.39	资产负债率	62.4%	55.1%	57.0%	65.6%	67.3%
流动负债	1454.75	1358.36	1594.69	2678.33	3333.92	流动比率	0.97	0.73	0.70	0.67	0.66
短期借款	344.00	404.71	382.26	680.90	1026.72	速动比率	0.73	0.56	0.44	0.49	0.46
应付款项	596.57	577.12	652.50	1199.89	1304.12	每股指标 (元)					
非流动负债	516.58	402.72	369.64	409.58	436.64	EPS	-0.38	0.23	0.05	0.13	0.21
长期借款	355.36	356.57	323.49	363.43	390.49	每股净资产	1.13	1.36	1.41	1.54	1.75
负债合计	1971.33	1761.08	1964.33	3087.90	3770.56	每股经营现金流	0.67	0.08	-0.06	0.21	0.13
股东权益	1187.57	1432.27	1483.56	1616.68	1829.83	每股经营现金/EPS	-1.75	0.35	-1.23	1.60	0.62
股本	1031.55	1031.55	1031.55	1031.55	1031.55	估值					
留存收益	68.82	306.02	357.30	490.42	703.57	PE	-10.65	17.83	80.72	31.10	19.42
少数股东权益	25.13	31.14	30.03	27.14	22.52	PEG	0.04	0.45	-5.50	-0.18	-6.92
负债和权益总计	3158.90	3193.35	3447.88	4704.58	5600.39	PB	3.64	3.02	2.91	2.66	2.34
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	-10.27	11.81	43.11	20.90	14.33
经营活动现金流	415.08	54.31	-64.26	218.04	135.07	EV/SALES	4.08	5.95	5.89	3.82	2.90
其中营运资本减少	807.10	155.56	-85.04	106.32	-75.90	EV/IC	2.44	2.18	2.25	1.97	1.72
投资活动现金流	-253.91	-189.08	-70.73	-495.90	-426.91	ROIC/WACC	-6.45	3.68	0.96	1.91	2.42
其中资本支出	319.12	272.63	9.35	275.41	259.30	REP	-0.38	0.59	2.35	1.03	0.71
融资活动现金流	-214.97	57.80	-82.93	300.94	315.76						
净现金总变化	-69.32	-82.86	-217.92	23.08	23.91						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>