


2015-1-5


公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** **上调**
**纳川股份 (300198)**

## 解决股权隐患，拓展产业布局


分析师：范超


 (8621)68751757

 fanchao@cjsc.com.cn


执业证书编号：S0490513080001

联系人：李金宝

 (8621)68751757

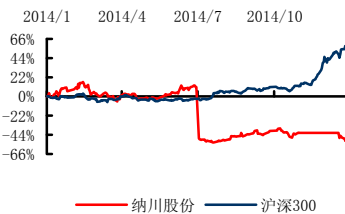
 Lijb2@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《BT 项目结算模式变化致业绩负增长》2014/3/3

《工程进度放缓，3 季度业绩下滑》2013/10/28

《中期业绩符合预期，下半年 BT 和新产品将走上前台》2013/8/15

### 报告要点

#### ■ 事件描述

公司计划控股福州万润新能源汽车动力总成，同时董事长计划 4 亿定增补流。

#### ■ 事件评论

- **4 亿定增补流消除股权隐患，为企业发展提供稳定后方。**公司计划以不低于 7.6 元的价格向董事长发行 5280 万股募资补流。此次定增补流将有效降低财务费用，提升公司在市政 BT 和 PPP 项目上的承接能力，更重要的是能将董事长及其一致行动人的持股比例提升至 36.6%，消除股权隐患。而 7.6 元的增发价以及公司对 15-17 年 3 年主营收入和利润复合增速均不低于 40% 的预期也反映了大股东对公司发展的信心。
- **控股福州万润，拓展产业布局。**公司计划 1.6 亿增资福州万润至 51% 控股权，开启新能源汽车产业布局。福州万润主要生产和销售新能源汽车动力总成，未来计划进一步向上游电机、电控以及下游车联网发展。从对赌协议看，福州万润 2015-17 年的净利润预测分别为 3200、4800 和 7200 万，年均复合增速 50% 且 2015 年 PE 仅 10 倍，收购对价具备增值空间。从企业经营看，我们认为其发展前景较为广阔，源于几大优势：**1、技术**，创始人黄键教授此前也是福工动力创始人，目前国内新能源汽车动力总成大致分为两类，主流技术源头正是黄键教授，其具备技术进一步升级和产业化的能力；**2、团队**，公司团队以研发为主、销售为辅，核心管理人员均有一定股权；**3、资源**，董事长凌玉章先生曾任福建省汽车工业集团党组书记。结合福建省最新的新能源汽车的生产规划（16 年前完成 1 万辆，其中客车 2700 辆）以及国家最新的补贴政策判断（补贴有升有降，按能耗补贴更增技术企业优势），万润 2015 年业绩超预期的概率较大。
- **传统市政管材同样有望迎来历史性的拐点。**地方政府资金的紧张使得管网项目在体量、进度和回款上均低于预期，14 年公司主营收入和利润均出现较大幅度下滑，不过我们认为这一情况有望在 2015 年出现改观，源于：**1、43 号文**已经开始着手解决地方存量债务问题；**2、2015 年基建**将是对冲地产下行的的重要手段，而管网又是城市基建的重中之重；**3、随着一带一路规划的启动**，公司也跟随在大央企的身后开始筹备向海外市场进军。
- **短期表现受制市场风格，立足中期，建议可逐步配置，维持推荐。**我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.11、0.22 和 0.31 元（考虑增发摊薄），无论管网还是新能源汽车，政策均是主导，存在超预期可能。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>655</b>	<b>944</b>	<b>1416</b>	<b>1982</b>	货币资金	254	94	142	198
营业成本	430	755	1104	1546	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>226</b>	<b>189</b>	<b>311</b>	<b>436</b>	应收账款	522	752	1128	1579
%营业收入	34.5%	20.0%	22.0%	22.0%	存货	49	86	125	175
营业税金及附加	5	9	18	28	预付账款	13	23	33	46
%营业收入	0.7%	1.0%	1.3%	1.4%	其他流动资产	1	0	0	0
销售费用	39	38	51	71	<b>流动资产合计</b>	<b>863</b>	<b>989</b>	<b>1479</b>	<b>2070</b>
%营业收入	6.0%	4.0%	3.6%	3.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	55	57	78	109	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	8.3%	6.0%	5.5%	5.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-4	3	2	12	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.7%	0.4%	0.1%	0.6%	固定资产合计	247	262	319	426
资产减值损失	24	23	38	45	无形资产	17	16	15	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	10	4	6	8
<b>营业利润</b>	<b>109</b>	<b>58</b>	<b>125</b>	<b>171</b>	其他非流动资产	185	185	185	185
%营业收入	16.7%	6.2%	8.8%	8.6%	<b>资产总计</b>	<b>1322</b>	<b>1456</b>	<b>2004</b>	<b>2703</b>
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	72	72	8	437
<b>利润总额</b>	<b>110</b>	<b>59</b>	<b>125</b>	<b>172</b>	应付款项	109	191	278	389
%营业收入	16.8%	6.3%	8.9%	8.7%	预收账款	10	14	21	29
所得税费用	19	10	21	28	应付职工薪酬	6	11	16	23
净利润	91	49	105	143	应交税费	19	16	32	46
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>91.8</b>	<b>49.4</b>	<b>105.5</b>	<b>144.5</b>	其他流动负债	9	15	22	30
少数股东损益	-1	0	-1	-1	<b>流动负债合计</b>	<b>226</b>	<b>319</b>	<b>377</b>	<b>954</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.20</b>	<b>0.11</b>	<b>0.22</b>	<b>0.31</b>	长期借款	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	0	0	0	0
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-14</b>	<b>-89</b>	<b>-158</b>	<b>-154</b>	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>226</b>	<b>319</b>	<b>377</b>	<b>954</b>
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	1093	1135	1626	1749
固定资产投资	-72	-59	-114	-185	少数股东权益	2	2	1	0
其他	-179	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>1096</b>	<b>1137</b>	<b>1627</b>	<b>1749</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-252</b>	<b>-59</b>	<b>-114</b>	<b>-185</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>1322</b>	<b>1456</b>	<b>2004</b>	<b>2703</b>
债券融资	0	0	0	0	<b>基本指标</b>				
股权融资	6	0	401	0	EPS	0.196	0.105	0.225	0.308
银行贷款增加(减少)	72	0	-64	429	BVPS	5.24	5.44	3.91	3.73
筹资成本	24	-11	-18	-33	PE	35.80	66.53	31.12	22.73
其他	-39	0	0	0	PEG	2.19	4.07	1.91	1.39
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>63</b>	<b>-11</b>	<b>319</b>	<b>77</b>	PB	1.34	1.29	1.79	1.88
<b>现金净流量</b>	<b>-203</b>	<b>-160</b>	<b>47</b>	<b>-262</b>	EV/EBITDA	25.14	30.51	17.04	13.51
					ROE	8.4%	4.3%	6.5%	8.3%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)  
电话: 021-68751100  
传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)  
传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)  
传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)  
传真: 0755-82750808  
0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。