

2020 年 09 月 29 日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师：

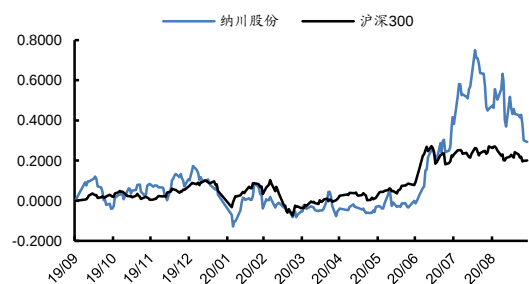
赵越 S0350518110003

zhaoy01@ghzq.com.cn

## 拓展核级管道应用，城市管网运维市场广阔

### ——纳川股份（300198）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现     | 1M    | 3M   | 12M  |
|--------|-------|------|------|
| 纳川股份   | -11.2 | 33.8 | 28.0 |
| 沪深 300 | -5.4  | 11.5 | 18.9 |

市场数据 2020-09-28

|             |             |
|-------------|-------------|
| 当前价格（元）     | 5.07        |
| 52 周价格区间（元） | 3.28 - 7.23 |
| 总市值（百万）     | 5229.95     |
| 流通市值（百万）    | 4407.81     |
| 总股本（万股）     | 103154.85   |
| 流通股（万股）     | 86939.13    |
| 日均成交额（百万）   | 104.21      |
| 近一月换手（%）    | 63.25       |

相关报告

《纳川股份（300198）事件点评：Q2 收入恢复增长，深度参与长江大保护带来业绩弹性》——

2020-08-31

《纳川股份（300198）动态研究：管材有望持续向好，长江大保护打开成长空间》——

2020-08-05

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 投资要点：

- 专注塑料管材，进一步拓展核电领域应用。**公司专注于埋地式塑料排水管道产品的研发、生产与销售，克拉管产品市场领先，广泛应用于城市给排水领域。在城市应用场景以外，公司充分聚焦核电用水领域的应用，顺利通过美国机械工程师协会（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 证书的生产企业，利于公司进一步获得国内核安全局核级设备制造许可证，抢占核级管道需求市场。在核电站取水、循环水等系统应用中，核级 HDPE 管道可用于替换相应的现役混凝土钢筒或碳钢管道，减少管道腐蚀及结垢现象，延长管道使用寿命，降低核电事故风险。目前公司年产 1.5 万吨的“核电专用 HDPE 管道”项目已经通过专家评审。
- 管道运维市场空间广阔。**公司于 2019 年 11 月收购福建金居建设有限公司 100% 股权，获得建筑工程施工总承包和市政公用工程施工总承包资质。获得工程施工承包资质后，公司自身能够开展管网工程与运维服务，利于扩大营收与利润体量。国家统计局数据显示，到 2018 年末全国城市建成排水管道长度 68.3 万公里，按照近 2 年污水管网运营中标及招标项目均价（2.49 万元/公里/年）计算，仅污水管网运维每年市场空间可达到 170.34 亿元。
- 管网是现阶段长江大保护投资的核心。**截至 2020 年 8 月末，三峡集团共抓长江大保护总投资规模达到 875 亿元，2020 年全年计划投入长江大保护项目投资总金额累计将达到 1000 亿元。三峡集团在长江大保护的水生态环境治理中，将以城镇污水治理为主要切入点，选取宜昌、岳阳、九江、芜湖 4 个城市推进先行先试。经过调研排查，长江沿岸城市水体污染的关键在管网，厂网分离、城镇排水管网等基础设施落后导致污水收集率很低、雨污合流等问题较为严重，管网运营维护需求将在长江大保护投资当中占据较大比例。公司作为长江大保护骨干主力三峡集团专注于管网领域的子公司，将在城镇污水设施治理中发挥核心作用。
- 维持公司“增持”评级：**我们看好公司在长江大保护管网运维当中能够发挥的核心作用，公司管网产品需求及管网运维能力有望充分释放，公司短期业绩虽然受新冠疫情影响，但有望长期持续受益于长江大保护大体量投资，长期业绩弹性值得期待。此外，若星恒电源能够顺利上市，亦有望为公司带来估值提升。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.08、0.13 和 0.18 元/股，对应当前股价 PE 分别为

60.46、39.61 和 27.88 倍，维持公司“增持”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧导致价格及毛利率下滑风险；相关政策推进不达预期风险；长江大保护项目获取及推进进度不达预期风险；星恒电源上市的不确定性风险。

| 预测指标       | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E  |
|------------|--------|-------|-------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 808    | 1010  | 1163  | 1391   |
| 增长率(%)     | -29%   | 25%   | 15%   | 20%    |
| 归母净利润（百万元） | 237    | 87    | 132   | 188    |
| 增长率(%)     | -160%  | -64%  | 53%   | 42%    |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.23   | 0.08  | 0.13  | 0.18   |
| ROE(%)     | 16.56% | 5.71% | 8.03% | 10.28% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：纳川股份盈利预测表

| 证券代码:              | 300198.SZ   |              | 股价:          | 5.07         | 投资评级:              | 增持          | 日期:          | 2020-09-28   |              |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标               | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 每股指标与估值            | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |              |              |              |
| ROE                | 17%         | 6%           | 8%           | 10%          | EPS                | 0.23        | 0.08         | 0.13         | 0.18         |
| 毛利率                | 22%         | 25%          | 27%          | 29%          | BVPS               | 1.36        | 1.44         | 1.57         | 1.75         |
| 期间费率               | 29%         | 21%          | 18%          | 17%          | <b>估值</b>          |             |              |              |              |
| 销售净利率              | 29%         | 9%           | 11%          | 13%          | P/E                | 22.05       | 60.46        | 39.61        | 27.88        |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 3.73        | 3.52         | 3.23         | 2.90         |
| 收入增长率              | -29%        | 25%          | 15%          | 20%          | P/S                | 6.47        | 5.18         | 4.50         | 3.76         |
| 利润增长率              | -160%       | -64%         | 53%          | 42%          |                    |             |              |              |              |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 总资产周转率             | 0.25        | 0.30         | 0.32         | 0.35         | 营业收入               | 808         | 1010         | 1163         | 1391         |
| 应收账款周转率            | 1.58        | 1.58         | 1.58         | 1.58         | 营业成本               | 632         | 758          | 850          | 987          |
| 存货周转率              | 4.25        | 4.25         | 4.25         | 4.25         | 营业税金及附加            | 6           | 8            | 9            | 11           |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 102         | 81           | 70           | 70           |
| 资产负债率              | 55%         | 55%          | 55%          | 54%          | 管理费用               | 92          | 81           | 93           | 111          |
| 流动比                | 0.73        | 0.82         | 0.92         | 1.05         | 财务费用               | 34          | 43           | 42           | 41           |
| 速动比                | 0.62        | 0.70         | 0.79         | 0.91         | 其他费用 / (-收入)       | 536         | 72           | 72           | 72           |
|                    |             |              |              |              | 营业利润               | 335         | 112          | 171          | 244          |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 营业外净收支             | 1           | 1            | 1            | 1            |
| 现金及现金等价物           | 254         | 314          | 416          | 548          | 利润总额               | 336         | 113          | 172          | 245          |
| 应收款项               | 510         | 638          | 734          | 878          | 所得税费用              | 104         | 28           | 43           | 61           |
| 存货净额               | 149         | 180          | 202          | 235          | 净利润                | 232         | 85           | 129          | 184          |
| 其他流动资产             | 78          | 95           | 107          | 126          | 少数股东损益             | (5)         | (2)          | (3)          | (4)          |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>991</b>  | <b>1216</b>  | <b>1448</b>  | <b>1777</b>  | 归属于母公司净利润          | 237         | 87           | 132          | 188          |
| 固定资产               | 350         | 332          | 316          | 300          |                    |             |              |              |              |
| 在建工程               | 39          | 39           | 39           | 39           | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 无形资产及其他            | 77          | 77           | 74           | 72           | 经营活动现金流            | 54          | 51           | 101          | 131          |
| 长期股权投资             | 350         | 350          | 350          | 350          | 净利润                | 232         | 85           | 129          | 184          |
| <b>资产总计</b>        | <b>3193</b> | <b>3401</b>  | <b>3614</b>  | <b>3924</b>  | 少数股东权益             | (5)         | (2)          | (3)          | (4)          |
| 短期借款               | 405         | 405          | 405          | 405          | 折旧摊销               | 46          | 20           | 19           | 18           |
| 应付款项               | 577         | 699          | 784          | 911          | 公允价值变动             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 预收帐款               | 7           | 8            | 10           | 12           | 营运资金变动             | (218)       | (300)        | (217)        | (324)        |
| 其他流动负债             | 370         | 370          | 370          | 370          | 投资活动现金流            | (189)       | 17           | 17           | 16           |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>1358</b> | <b>1482</b>  | <b>1568</b>  | <b>1697</b>  | 资本支出               | 29          | 17           | 17           | 16           |
| 长期借款及应付债券          | 357         | 357          | 357          | 357          | 长期投资               | (333)       | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债             | 46          | 46           | 46           | 46           | 其他                 | 115         | 0            | 0            | 0            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>403</b>  | <b>403</b>   | <b>403</b>   | <b>403</b>   | 筹资活动现金流            | 194         | (1)          | (2)          | (2)          |
| <b>负债合计</b>        | <b>1761</b> | <b>1885</b>  | <b>1971</b>  | <b>2100</b>  | 债务融资               | 62          | 0            | 0            | 0            |
| 股本                 | 1032        | 1032         | 1032         | 1032         | 权益融资               | 12          | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益               | 1432        | 1516         | 1643         | 1825         | 其它                 | 121         | (1)          | (2)          | (2)          |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>3193</b> | <b>3401</b>  | <b>3614</b>  | <b>3924</b>  | 现金净增加额             | 60          | 67           | 116          | 144          |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

赵越，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。