

2020年08月05日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

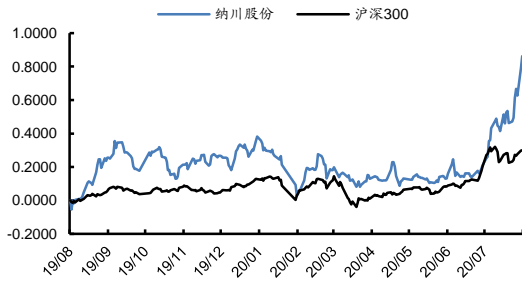
证券分析师：

赵越 S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

管材有望持续向好，长江大保护打开成长空间

——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	53.8	64.5	85.1
沪深300	8.1	22.1	29.9

市场数据 2020-08-04

当前价格（元）	6.20
52周价格区间（元）	3.05 - 6.34
总市值（百万）	6395.60
流通市值（百万）	5281.50
总股本（万股）	103154.85
流通股（万股）	85185.44
日均成交额（百万）	88.47
近一月换手（%）	120.42

相关报告

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：

- 聚焦管网系统建设运营。**公司主营给排水领域管道的研发、生产和销售，主要产品为高密度聚乙烯 HDPE 缠绕结构壁 B 型管、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多种类型管道。主要应用于城市雨水收集管网、引水、给水、排水等水生态系统领域，以及燃气、核电等工业领域，产品主要输送介质以水为主，涵盖“引水-供水-给水-污水（回用）-排水”水体循环全过程。公司在大口径塑料管网领域具备较强的竞争优势，在行业内领先研发制造并销售大口径塑料管道。
- 塑料管道替代仍有市场空间。**“以塑代钢”是长期发展趋势，我国目前塑料和钢铁材料应用比例（塑钢比）仅为 30:70，美国达到 70:30，世界平均水平亦有 50:50，国内改性塑料的应用空间广阔，公司作为塑料管道生产商，有望受益于改性塑料应用提升的市场大趋势。根据立木信息咨询的数据，2011-2018 年全国塑料管道产量由 1000 万吨增长至 1567 万吨，年复合增长率 6.63%，塑料管道在管道市场中的占有率超过 50%，未来仍有较大的其他类型管道替代空间，较大规模企业龙头集中趋势明显。
- 城镇污水收集管网持续补短板。**发改委、住建部联合印发《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》，明确到 2023 年县城及以上城市设施能力基本满足生活污水处理需求，其中重点提到城镇污水收集管网建设为补短板的重中之重，中央预算内资金不再支持收集管网不配套的污水处理厂新改扩建项目，所有新建管网实现雨污分流。在资金支持方面，方案明确提出城市基础设施配套费应向污水管网和运行维护倾斜。由于投资大、工期长、施工复杂等原因，我国城市污水管网普遍存在设施老旧、污水收集不足、污水易混入自然水体等问题，一方面造成污水处理厂处理能力不达标，另一方面污水渗漏至地下水或生活污水、工业污水、雨水混排导致部分污水流入自然水体等问题，是污水处理处置最重要的短板之一。我们在《长江大保护，金山银山之绿水篇》中测算仅长江经济带各省份潜在的污水排水管道缺口即有 13.45 万公里，带来的新增投资金额有望达到 4034 亿元，公司核心产品有望持续受益。此外，现有污水管网因年代较为久远，大部分出现腐蚀、侵蚀、沉积及地面荷载等情况，污水管网破损严重，亟需管网维修，带来更大污水管网市场。公司持续加大管网系统检测、修复技术研发投入，成立了管道运营修复中心，在管网运营修复市场

中占据一席之地。

- **防洪水利工程投资需求增长。**国务院研究部署了 150 项重大水利工程建设安排，2020-2022 年水利部、财政部计划重点推进 150 项重大水利工程，主要包括防洪减灾、水资源优化配置、灌溉节水和供水、水生态保护修复、智慧水利等五大类，总投资达到 1.29 万亿元，其中 2020 年度重大水利工程中央预算内投资达到 528 亿元。在防洪、泄洪、抗洪等水利设施建设中，排水管网加宽加密、海绵城市等利于提高排水效率的投资需求有望成为重点，公司有望直接受益。
- **三峡系入股，协同效应逐渐发挥。**2019 年以来，三峡系创投基金、长江生态环保集团有限公司、三峡资本控股有限责任公司等通过股权转让及二级市场增持相继入股公司，目前长江环保集团与三峡资本合计持有公司股份 15%，成为公司第二大股东（公司第一大股东持股比例 20.95%），三峡资本不排除继续增持的可能。2020 年 7 月 22 日，纳川股份补选 2 名公司董事，分别在三峡资本和长江生态环保集团任职，同时新聘任 1 名副总经理，曾任长江三峡设备物资有限公司资产财务部主管。三峡是长江大保护中的骨干主力，发挥长江流域水体水系治理平台作用，纳川股份将与三峡在 PPP 项目投资、管道产品供应及管网检测运营修复方面开展合作。2020 年 7 月 30 日，公司与长江生态环保集团签署合作框架协议，长江生态环保集团将中标项目的管网运营维护（包括日常巡检、清淤、中小修、大修、重置）等工作委托纳川股份实施，预计合作期间运维费用达到 6 亿元，达到公司 2019 年全年营业收入的 74%，协同效应逐步显现。考虑到公司在长江沿岸多个省市拥有生产中心，我们预计公司在长江大保护中的工作将由运维逐步拓展至管网供应，参考前述长江大保护管网投资空间，我们认为公司与三峡系公司的深度合作有望为公司带来较大的业绩弹性，值得期待。
- **战略布局新能源车产业链。**公司于 2014 年收购福建万润新能源科技有限公司，目前为公司全资子公司，万润新能源主营业务为新能源汽车动力总成的研发、生产与制造，主要产品包括整车控制器、电机、电机控制器、变速传动系统及储能器等，实现客车、乘用车、专用车全覆盖，合作客户包括厦门金龙、厦门金旅等。同时，公司积极向产业链上下游延伸，分别投资星恒电源股份有限公司（电动自行车锂电池）、福建川流新能源汽车运营服务有限公司（电动汽车租赁），其中星恒电源计划 IPO 或通过并购方式实现资产证券化。
- **参股基金投资星恒电源，电动轻型车锂电龙头拟上市。**星恒电源以锰酸锂电动轻型车电池及三元材料动力电池的生产为主，在轻型电动车领域深耕 17 年，为全球超过 500 万终端客户提供电池和服务，居国内电动两轮车配套量市占率第一、欧洲电动两轮车市占率第二。自 2017 年起，星恒电源与滴滴出行合作，成为滴滴旗下青桔电单车重要合作伙伴，为其提供电单车锂电池，截止 2020 年 3 月底共享电单车锂电池配套突破 100 万组。公司参与投资设立的泉州市启源纳川新能源产业股权投资合伙企业（有限合伙）持有星恒电源 22.03% 的

股份，为星恒电源第一大股东，纳川股份持有启源纳川产业基金43.415%的份额。目前星恒电源已经开始接受 IPO 辅导，预计上市后有望进一步提升公司估值。

- **首次覆盖，给予公司“增持”评级：**我们看好公司在管网建设及运营领域的业务布局，城镇污水收集管网持续补短板、防洪水利工程均对管网产生大量需求，“以塑代钢”的塑料管网替代趋势持续，公司主要产品有望持续受益。三峡系公司持续入股并不排除持续增持可能，公司短期业绩虽然受新冠疫情影响，但在长江大保护中有望深度参与污水管网运维及管网供应建设中，管材销售收入及利润率有望得到提升，未来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 73.93、48.44 和 34.09 倍，首次覆盖，给予公司“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:	6.20	投资评级:	增持	日期:	2020-08-04	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
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%	估值				
销售净利率	29%	9%	11%	13%	P/E	26.96	73.93	48.44	34.09
成长能力					P/B	4.56	4.30	3.96	3.55
收入增长率	-29%	25%	15%	20%	P/S	7.91	6.33	5.50	4.60
利润增长率	-160%	-64%	53%	42%					
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
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
偿债能力					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
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	335	112	171	244
现金及现金等价物	254	314	416	548	营业外净收支	1	1	1	1
应收款项	510	638	734	878	利润总额	336	113	172	245
存货净额	149	180	202	235	所得税费用	104	28	43	61
其他流动资产	78	95	107	126	净利润	232	85	129	184
流动资产合计	991	1216	1448	1777	少数股东损益	(5)	(2)	(3)	(4)
固定资产	350	332	316	300	归属于母公司净利润	237	87	132	188
在建工程	39	39	39	39	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
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
资产总计	3193	3401	3614	3924	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
流动负债合计	1358	1482	1568	1697	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
长期负债合计	403	403	403	403	筹资活动现金流	194	(1)	(2)	(2)
负债合计	1761	1885	1971	2100	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)
负债和股东权益总计	3193	3401	3614	3924	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。