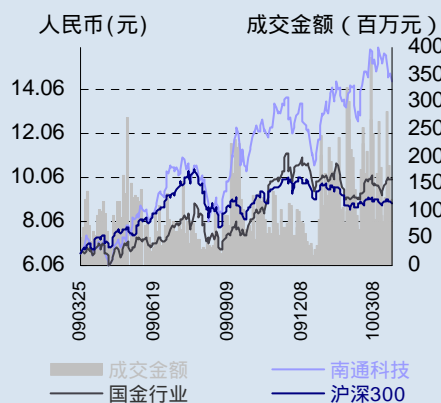


2010年03月25日

**市场数据(人民币)**

|              |            |
|--------------|------------|
| 市价(元)        | 14.43      |
| 已上市流通A股(百万股) | 134.60     |
| 总市值(百万元)     | 3,440.76   |
| 年内股价最高最低(元)  | 15.94/6.07 |
| 沪深 300 指数    | 3229.13    |
| 上证指数         | 3019.18    |
| 2008 年股息率    | 0.00%      |


**相关报告**

- 1 《持续发展与锦上添花》，2009.12.28
- 2 《看好公司发展潜力》，2009.10.28

**分析师:曹旭特**

 (8610)66211658  
 caoxt@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 南通科技 (600862.SH)

**——定增获批 发展加速**

**公司基本情况(人民币)**

| 项目             | 2007   | 2008    | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)      | 0.529  | 0.203   | 0.847   | 1.022  | 1.172  | 1.406  |
| 净利润增长率         | N/A    | -61.70% | 317.84% | 20.60% | 14.72% | 20.00% |
| 市场 EPS 预测均值(元) | -0.533 | 0.529   | 0.203   | 0.795  | 0.913  | 1.089  |
| 市盈率(倍)         | 30.55  | 21.75   | 15.23   | 14.13  | 12.31  | 10.26  |
| 行业优化市盈率(倍)     | 70.74  | 26.32   | 47.33   | 47.33  | 47.33  | 47.33  |
| 市场优化市盈率(倍)     | 45.72  | 15.55   | 29.70   | 29.70  | 29.70  | 29.70  |
| PE/G(倍)        | 30.55  | 21.75   | 15.23   | 14.13  | 12.31  | 10.26  |
| 已上市流通A股(百万股)   | 122.37 | 134.60  | 134.60  | 134.60 | 134.60 | 134.60 |
| 总股本(百万股)       | 238.44 | 238.44  | 238.44  | 238.44 | 238.44 | 238.44 |

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论**

- **公司定向增发获得发审会通过。**公司计划采取定增方式募集资金不超过 6 亿元，投入到南通通能精机热加工公司热加工中心项目的建设。其中公司实际控制人南通产控集团承诺认购本次非公开发行 20% 以上股份。由于资金投向是机床而非房地产，所以增发获得批准周期较短。
- **募投项目将帮助公司完善配套生产能力。**公司在完成搬迁后，数控机床的年生产能力从不足 1000 台增加到 3500 台左右。其铸件、锻件和热处理件的需求量也将扩大 4 倍以上。但公司控股子公司南通通能精机热加工公司原有的铸造、锻造、热处理以及大件金加工的生产能力已到极限，无法满足主机产量未来增长的配套需求。并且通能精机的四个分厂分布在南通市区内，已经或者将要列入拆迁计划。为了解决公司热加工配套产能不足，满足周边地区对热加工件的需求，公司拟通过本次非公开发行募集资金，投资建造现代化的热加工中心项目，将铸造、锻造、热处理及大件金加工等热加工件集中到一个厂区生产，项目达产后将提高公司整体运作能力和锻铸等热处理件的竞争优势，提升盈利能力和持续发展能力。
- **业绩增长又添新动力。**在过往对公司的盈利预测中，我们没有考虑募投项目达产对公司业绩改善，但如果该项目建成投产后，预计年均可实现营业收入 11.9 亿元，投资利润率 15.3%，全部投资回收期 7.02 年，公司业绩增长将又增添一新动力。并且如果募集资金到位后，公司净资产将增长 133%，资产负债率将由目前的 82% 降至 66%，举债扩张能力进一步提升。
- **业绩锁定率高。**公司 09 年底的预收账款达到 7.15 亿元，已经完全满足 2010 年的结算需求，目前在建的主力楼盘万濠华府将于今年中期开盘，由于该项目位于南通市中心稀缺地段，销售前景比较光明。
- **集团支持实现外延增长。**公司控股股东产控集团下属的工业企业生产用地约有三千亩，都位于市中心。由于南通目前的市区已经发展较为成熟，市区土地供给有限，未来城区的主要供应途径将是工业用地搬迁后产生的新增供

给。作为集团下属唯一从事房地产经营的企业，上市公司将很有希望获得持续获得后期土地使用权。因为政府为支持原有企业的后续经营，一般会将企业工业用地变更用途出让所得收益的大部份都归企业所有。在上述用地出让时，如果有其他公司以价格和上市公司竞争，产控集团将会获得更多的土地出让收益，因此自然会挤掉其他竞争对手。并且产控集团下属企业用地多为租用产控集团，因此也不存在该用地的出让金补偿给原有企业的问题。

- **股权投资进入收获期。**公司目前间接投资的上市公司已有五家，按目前市价减持可获得 2.04 亿元投资收益，相当于每股收益 0.86 元。此外通达矽钢等公司也具备上市潜力，公司的股权投资开始全面进入收获期。
- **投资建议。**预计公司 10 - 11 年每股收益分别为 1.02 和 1.17 元，目前动态市盈率 14.1 倍。公司 10 年业绩基本锁定，机床业务在募投项目达成后会得到明显改善，而股权投资收益将贡献一定业绩弹性，并且地产业务有外延增长可能，综合考虑上述因素，赋予公司 10 年 16 - 18 倍市盈率比较合理，目标价格 16.3-18.4 元，建议买入。

图表1：投资收益估算

| 参股上市公司 | 公司拥有股份 | 公司成本 | 股价    | 公司投资收益 |
|--------|--------|------|-------|--------|
| 卫士通    | 177    | 0.7  | 37.86 | 6577   |
| 升达林业   | 78     | 2    | 9.7   | 601    |
| 华天科技   | 62     | 1    | 10.92 | 615    |
| 圣农发展   | 74     | 1    | 28.8  | 2057   |
| 丹化科技   | 516    | 1    | 21.14 | 10392  |
| 合计     |        |      |       | 20242  |

来源：国金证券研究所

图表2：产控集团下属部份工业用地情况 单位：亩

| 名称 | 色织二厂 | 江山股份 | 柴油机厂 | 纺织染色 | 二机床厂 | 机电园 | 耀荣玻璃厂 | 宝灵化工厂 | 钢丝绳厂 |
|----|------|------|------|------|------|-----|-------|-------|------|
| 面积 | 100  | 600  | 100  | 300  | 120  | 100 | 150   | 200   | 120  |

图表3：盈利预测

| 开发类     | 结算面积  |      | 结算均价  |       | 毛利率  |      | 公司权益 | 收入   |      | 土地增值税 |      |
|---------|-------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|
| 项目      | 2010  | 2011 | 2010  | 2011  | 2010 | 2011 |      | 2010 | 2011 | 2010  | 2011 |
| 南通万通城二期 | 13.0  | 0.0  | 5400  | 5400  | 41%  | 41%  | 100% | 702  | 0    | 33    | 0    |
| 南通万豪    |       | 7.0  | 10500 | 11500 | 46%  | 50%  | 100% | 0    | 805  | 0     | 65   |
| 合计 1    | 13.00 | 7.00 | 5400  | 11500 | 41%  | 50%  |      | 702  | 805  | 33    | 65   |
| 机床      |       |      |       |       | 14%  | 14%  |      | 427  | 470  |       |      |
| 总计      |       |      |       |       |      |      |      | 1129 | 1275 |       |      |

来源：国金证券研究所

图表4：公司财务报表摘要

| 损益表 (人民币百万元)   |       |        |       |       |       |       | 资产负债表 (人民币百万元) |         |          |         |         |         |         |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2007  | 2008   | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |                | 2007    | 2008     | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
| 主营业务收入         | 455   | 403    | 677   | 1,129 | 1,275 | 1,615 | 货币资金           | 208     | 159      | 115     | 200     | 600     | 1,000   |
| 增长率            |       | -11.4% | 67.7% | 66.9% | 12.9% | 26.7% | 应收款项           | 131     | 146      | 189     | 118     | 133     | 168     |
| 主营业务成本         | -359  | -340   | -556  | -781  | -803  | -997  | 存货             | 314     | 631      | 1,549   | 1,626   | 1,659   | 1,692   |
| % 销售收入         | 78.9% | 84.3%  | 82.1% | 69.2% | 63.0% | 61.7% | 其他流动资产         | 31      | 32       | 39      | 41      | 42      | 52      |
| 毛利             | 96    | 63     | 121   | 348   | 472   | 619   | 流动资产           | 684     | 968      | 1,892   | 1,985   | 2,434   | 2,912   |
| % 销售收入         | 21.1% | 15.7%  | 17.9% | 30.8% | 37.0% | 38.3% | % 总资产          | 63.6%   | 62.2%    | 74.2%   | 75.3%   | 78.3%   | 80.6%   |
| 营业税金及附加        | -2    | -2     | -27   | -42   | -77   | -126  | 长期投资           | 95      | 92       | 54      | 55      | 54      | 54      |
| % 销售收入         | 0.5%  | 0.4%   | 4.0%  | 3.7%  | 6.1%  | 7.8%  | 固定投资           | 125     | 295      | 425     | 444     | 462     | 479     |
| 营业费用           | -37   | -46    | -39   | -42   | -47   | -51   | % 总资产          | 11.6%   | 19.0%    | 16.6%   | 16.8%   | 14.9%   | 13.3%   |
| % 销售收入         | 8.0%  | 11.5%  | 5.7%  | 3.8%  | 3.7%  | 3.2%  | 无形资产           | 130     | 175      | 161     | 152     | 158     | 165     |
| 管理费用           | -48   | -58    | -60   | -66   | -69   | -72   | 非流动资产          | 391     | 588      | 659     | 653     | 676     | 700     |
| % 销售收入         | 10.6% | 14.5%  | 8.8%  | 5.8%  | 5.4%  | 4.5%  | % 总资产          | 36.4%   | 37.8%    | 25.8%   | 24.7%   | 21.7%   | 19.4%   |
| 息税前利润 (EBIT)   | 9     | -43    | -5    | 198   | 279   | 369   | 资产总计           | 1,075   | 1,556    | 2,551   | 2,638   | 3,110   | 3,612   |
| % 销售收入         | 1.9%  | n.a    | n.a   | 17.5% | 21.9% | 22.9% | 短期借款           | 93      | 50       | 196     | 965     | 1,028   | 909     |
| 财务费用           | -3    | -3     | -3    | 0     | 0     | 0     | 应付款项           | 700     | 1,069    | 1,626   | 687     | 742     | 925     |
| % 销售收入         | 0.6%  | 0.9%   | 0.4%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 其他流动负债         | 83      | 51       | -16     | 19      | 20      | 22      |
| 资产减值损失         | 61    | -17    | -4    | 0     | 0     | 0     | 流动负债           | 876     | 1,171    | 1,806   | 1,671   | 1,790   | 1,856   |
| 公允价值变动收益       | 2     | -4     | 0     | 0     | 0     | 0     | 长期贷款           | 0       | 125      | 175     | 275     | 375     | 475     |
| 投资收益           | 26    | 20     | 5     | 0     | 0     | 0     | 其他长期负债         | 0       | 9        | 110     | 0       | 0       | 0       |
| % 税前利润         | 15.9% | 31.1%  | 2.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 负债             | 877     | 1,304    | 2,091   | 1,946   | 2,165   | 2,331   |
| 营业利润           | 95    | -48    | -7    | 198   | 279   | 369   | 普通股股东权益        | 184     | 243      | 446     | 678     | 920     | 1,243   |
| 营业利润率          | 20.9% | n.a    | n.a   | 17.5% | 21.9% | 22.9% | 少数股东权益         | 16      | 9        | 13      | 13      | 13      | 13      |
| 营业外收支          | 71    | 110    | 246   | 80    | 50    | 50    | 负债股东权益合计       | 1,077   | 1,556    | 2,551   | 2,638   | 3,098   | 3,588   |
| 税前利润           | 166   | 63     | 240   | 278   | 329   | 419   | 比率分析           |         |          |         |         |         |         |
| 利润率            | 36.6% | 15.6%  | 35.4% | 24.6% | 25.8% | 25.9% |                | 2007    | 2008     | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
| 所得税            | -40   | -16    | -37   | -34   | -49   | -84   | 每股指标           |         |          |         |         |         |         |
| 所得税率           | 23.8% | 26.2%  | 15.4% | 12.3% | 15.0% | 20.0% | 每股收益           | 0.529   | 0.203    | 0.847   | 1.022   | 1.172   | 1.406   |
| 净利润            | 127   | 46     | 203   | 244   | 279   | 335   | 每股净资产          | 0.774   | 1.020    | 1.872   | 2.843   | 3.858   | 5.215   |
| 少数股东损益         | 1     | -2     | 1     | 0     | 0     | 0     | 每股经营现金净流       | -0.287  | -0.093   | -1.323  | -3.006  | 1.096   | 1.755   |
| 归属于母公司的净利润     | 126   | 48     | 202   | 244   | 279   | 335   | 每股股利           | 0.000   | 0.000    | 0.000   | 0.050   | 0.050   | 0.050   |
| 净利率            | 27.7% | 12.0%  | 29.8% | 21.6% | 21.9% | 20.8% | 回报率            |         |          |         |         |         |         |
| 现金流量表 (人民币百万元) |       |        |       |       |       |       | 净资产收益率         | 68.40%  | 19.88%   | 45.26%  | 35.93%  | 30.37%  | 26.97%  |
|                | 2007  | 2008   | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 总资产收益率         | 11.71%  | 3.11%    | 7.92%   | 9.23%   | 9.02%   | 9.35%   |
| 净利润            | 127   | 46     | 203   | 244   | 279   | 335   | 投入资本收益率        | 2.27%   | -7.49%   | -0.46%  | 8.98%   | 10.14%  | 11.18%  |
| 少数股东损益         | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 增长率            |         |          |         |         |         |         |
| 非现金支出          | -59   | 34     | 20    | 24    | 25    | 26    | 主营业务收入增长率      | 33.13%  | -11.36%  | 67.70%  | 66.85%  | 12.91%  | 26.72%  |
| 非经营收益          | 5     | -14    | 2     | -62   | -50   | -50   | EBIT增长率        | N/A     | -595.44% | -89.46% | #####   | 41.05%  | 32.43%  |
| 营运资金变动         | -141  | -88    | -540  | -923  | 7     | 107   | 净利润增长率         | N/A     | -61.70%  | 317.84% | 20.60%  | 14.72%  | 20.00%  |
| 经营活动现金净流       | -69   | -22    | -316  | -717  | 261   | 419   | 总资产增长率         | 12.50%  | 44.44%   | 63.91%  | 3.40%   | 17.91%  | 16.14%  |
| 资本开支           | -93   | -160   | -145  | 43    | 1     | 0     | 资产管理能力         |         |          |         |         |         |         |
| 投资             | -17   | 29     | -12   | -1    | 0     | 0     | 应收账款周转天数       | 145.1   | 83.7     | 47.4    | 8.0     | 8.0     | 8.0     |
| 其他             | 178   | 28     | 9     | 0     | 0     | 0     | 存货周转天数         | 263.7   | 506.7    | 715.7   | 2,300.0 | 1,700.0 | 1,700.0 |
| 投资活动现金净流       | 68    | -103   | -148  | 42    | 1     | 0     | 应付账款周转天数       | 117.4   | 141.7    | 130.6   | 20.0    | 20.0    | 20.0    |
| 股权募资           | 2     | 0      | 8     | 0     | -25   | 0     | 固定资产周转天数       | 88.6    | 99.1     | 223.6   | 133.6   | 117.7   | 92.2    |
| 债权募资           | -212  | 82     | 196   | 759   | 163   | -19   | 偿债能力           |         |          |         |         |         |         |
| 其他             | 341   | -5     | 216   | 0     | 0     | 0     | 净负债/股东权益       | -63.13% | 6.25%    | 55.59%  | 150.37% | 85.99%  | 30.56%  |
| 筹资活动现金净流       | 130   | 77     | 420   | 759   | 138   | -19   | EBIT利息保障倍数     | 3.3     | -12.5    | -1.7    | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 现金净流量          | 129   | -48    | -44   | 85    | 400   | 400   | 资产负债率          | 81.37%  | 83.82%   | 81.98%  | 73.79%  | 69.87%  | 64.97%  |

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|-----|------|------|------|
| 强买 | 0   | 0   | 1    | 1    | 1    |
| 买入 | 0   | 0   | 1    | 2    | 5    |
| 持有 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 0   | 1.50 | 1.60 | 1.73 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价 |
|--------------|----|-------|-----|
| 1 2009-07-03 | 买入 | 10.31 | N/A |
| 2 2009-08-31 | 买入 | 8.35  | N/A |
| 3 2009-09-15 | 买入 | 10.93 | N/A |
| 4 2009-10-28 | 买入 | 12.24 | N/A |
| 5 2009-12-28 | 买入 | 11.77 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



### 投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。