



证券研究报告·上市公司深度

铁路设备

反渗透膜龙头，期待实现水处理产业链完整布局

公司完成资产置换，全力发展膜和纤维业务

公司于 2015 年 6 月全部完成重大资产重组，剥离铁路货车业务轻装上阵，提升资产质量与盈利能力，2015 年综合毛利率已达 44.0%，远超 2014 年的 22.4% 水平。两大子公司时代沃顿和大自然科技分别为反渗透膜和棕纤维床垫的行业龙头，发展前景良好。公司未来将以反渗透膜业务为工作重心，全力发展膜、水处理及环保产业，同时以植物纤维利用和股权投资运营为辅，逐步成长为多元并进的控股型上市公司。

时代沃顿，反渗透膜龙头迎合水处理发展

近十几年来，我国的水处理行业得到了飞速发展，污水处理量由 2001 年 51.2 亿吨增至 2014 年 416.2 亿吨。“水十条”颁布促进工业加速改造废水处理系统。更多居民注重饮水安全，家用净水器市场因此高速增长，而普及率仍待提高。海水淡化目前因成本过高难以推广，却是未来水资源的重要来源。作为最精细的分离膜，反渗透膜在工业、家用、海水淡化等水处理领域有广泛应用，加上行业政策支持，增长势头强劲。时代沃顿反渗透膜技术拥有完全自主知识产权，是全球第二家实现干式膜元件规模化生产的公司。沙文新生产线完全达产后，年产能将增至 1700 万平方米。

向中下游市场延伸，完整布局产业链可期

公司 2015 年完成子公司汇通净水的相关设立手续，主要从事净水设备及污水处理设备的生产、设计、销售及安装服务。我们认为，公司旗下的反渗透膜及配套元件在产业链上游竞争力强，而向中下游环节延伸是顺势而为的过程。凭借时代沃顿的技术和经验优势能够实现快速布局，因此未来期待公司进军水厂建设、海水淡化工程、污水处理设施运营等中下游市场。

健康床垫领导者，大自然科技稳中有增

大自然科技是中国床垫十大品牌之一，也是行业内唯一以棕纤维床垫为主打产品的企业，曾参与起草了相关国家和行业标准。公司实行一体化经营，现有年产能 15 万床，预计将提高至 40 万床。公司在全国 200 多座城市拥有超过 1000 家专卖店，并结合线上电商平台扩大销售渠道。

首次覆盖给予增持评级

综上所述，随着复合反渗透膜和植物纤维床垫产能双双扩大，南方汇通有望保持良好发展势头，成为各自业务所处行业的领军人物。我们预测公司 2016、2017 年净利润分别为 1.37、1.68 亿元，不考虑增发摊薄 EPS 分别为 0.33、0.40 元，考虑本次增发发行这和 EPS 分别为 0.31、0.38 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

请参阅最后一页的重要声明

南方汇通 (000920)

首次评级

增持

万炜, CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821626

执业证书编号: S1440514080001

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号: S1440510120039

王玮佳

wangyijia@csc.com.cn

010-85130453

执业证书编号: S1440513090007

发布日期: 2016 年 7 月 14 日

当前股价: 18.29 元

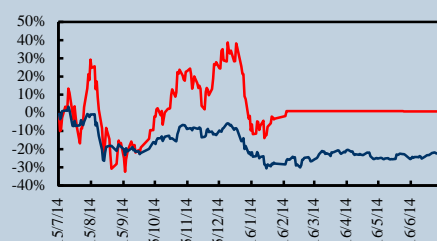
目标价格 6 个月: 21 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.75/-1.81	2.75/1.52	3.74/24.81
12 月最高/最低价 (元)		24.99/11.81
总股本 (万股)		42200.00
流通 A 股 (万股)		42200.00
总市值 (亿元)		77.18
流通市值 (亿元)		77.18
近 3 月日均成交量 (万)		1676.19
主要股东		
中车产业投资有限公司		42.62%

股价表现



HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

目录

告别铁路，受益国企改革，重点发展膜与纤维	1
材料专家轻装上阵，向水处理中下游市场延伸.....	2
时代沃顿：国内反渗透膜龙头	3
RO 顶尖工艺，政策带动发展.....	3
技术研发出众，生产能力翻番	4
工业主打废水回用，进军污水处理	5
抢占净水器市场，家用膜元件稳增	6
海水淡化及其它膜成长空间大	9
盘踞市场扩张规模，毛利率维持高水平	11
大自然科技：棕床垫引领健康消费	13
需求提升，品牌效应有望改善	13
一体经营，棕纤维床垫领导者	13
首次覆盖给予增持评级	15
风险提示	16

图表目录

图 1：南方汇通股权结构	1
图 2：南方汇通营业收入结构（单位：百万元）	2
图 3：南方汇通主营业务毛利率	2
图 4：全球不同膜工艺的市场份额	3
图 5：中国膜及组件销售状况	3
图 6：时代沃顿膜元件卷式结构	4
图 7：时代沃顿膜产品系列	4
图 8：中国污水排放量构成和年处理污水量（单位：亿吨）	5
图 9：时代沃顿工业膜收入与销量（单位：百万元，万支）	6
图 10：我国净水器月度产量（单位：万台，%）	7
图 11：我国净水器月度内销及出口（单位：万台，%）	7
图 12：反渗透净水器平均价格走势（单位：元）	7
图 13：超滤净水器平均价格走势（单位：元）	7
图 14：某国产品牌净水器产品工艺说明	8
图 15：时代沃顿家用膜收入与销量（单位：百万元，万支）	8
图 16：中国海水淡化工程已建成规模（单位：万吨/日）	9
图 17：海水淡化工程规模分布（单位：万吨/日）	9
图 18：全球海水淡化不同工艺占比	9
图 19：沿海城市居民生活用水价格（单位：元/吨）	10
图 20：时代沃顿其它膜收入与销量（单位：百万元，万支）	11
图 21：时代沃顿膜收入结构与毛利率（单位：百万元）	11
图 22：时代沃顿分产品销量占比	11



图 23: 大自然床垫产品系列	13
图 24: 大自然床垫价格与销量 (单位: 元/m ³ , 万 m ³)	14
图 25: 大自然科技床垫业务毛利率	14
表 1: 根据膜的孔径进行分类	3
表 2: 膜行业相关政策	4
表 3: 时代沃顿膜元件应用案例	6
表 4: 时代沃顿海水淡化应用案例	10
表 5: 时代沃顿膜元件收入情况	12
表 6: 中国床垫十大品牌排行榜	13
表 7: 大自然科技床垫收入情况	14
表 8: 南方汇通盈利预测 (单位: 百万元, 元)	15

告别铁路，受益国企改革，重点发展膜与纤维

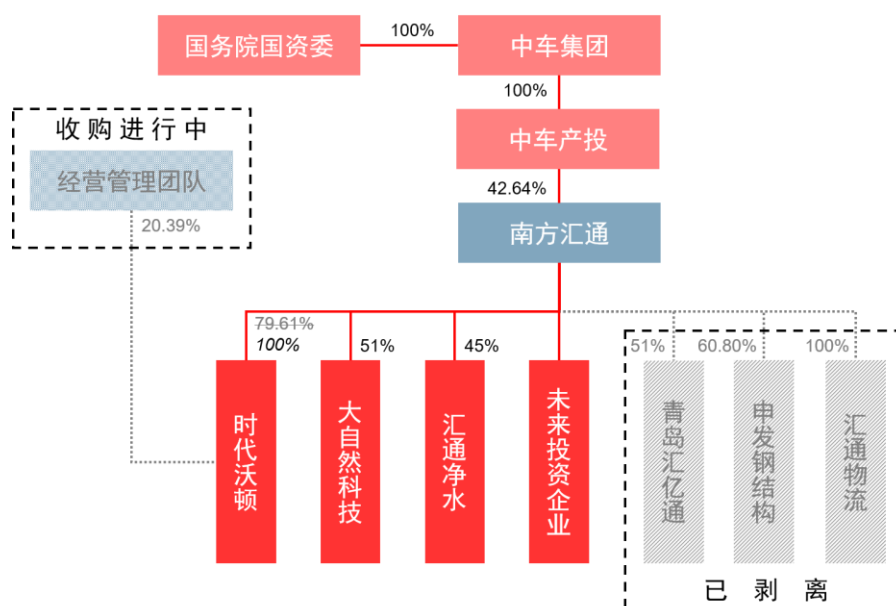
南方汇通于 1995 年 5 月成立，同年 6 月在深圳证券交易所上市。起初公司延续前身铁道部贵阳车辆工厂负责铁路货车业务，主要包括新造货车、厂修货车、铁路车辆配件及钢结构产品。公司的另外两大业务板块为复合反渗透膜业务和植物纤维业务。复合反渗透膜主要应用于工业水处理，家用水净化，海水淡化等方面，负责此业务的子公司时代沃顿是国内反渗透膜行业龙头之一。植物纤维则由子公司大自然科技负责，主要生产民用床垫及工业用弹性材料。

公司于 2015 年 6 月完成重大资产重组，将其铁路货车相关资产、负债及子公司股权与南车贵阳所持时代沃顿 36.79% 股权进行置换，全面剥离铁路货车业务，解决了公司与控股股东南车集团下属企业的同业竞争及关联交易问题，同时也提升了资产质量与盈利能力。重大资产置换完成后，公司对时代沃顿的持股比例增至 79.61%，其余股权则由时代沃顿经营管理团队持有。

应国务院深化国有企业改革，打造国有资本投资公司的要求，南车集团实际承继人中车集团在 2015 年底成立中车产业投资有限公司，并于 2016 年 5 月将南方汇通股权无偿划转，因此公司的控股股东变更为中车产投。同月，公司拟发行股份并支付现金向时代沃顿经营管理团队收购时代沃顿 20.39% 股权，对价 2.92 亿元，此次交易完成后将实现对时代沃顿的 100% 控股，统一管理层利益协同发展。

另外，公司自 2016 年 5 月以来进行常州康耐特环保科技股份有限公司的收购，由于双方未能就交易对价达成一致，于 7 月宣布公司资产重组终止。此次收购失败不影响公司的战略发展方向，未来将继续以复合反渗透膜业务为产业发展核心，全力发展水处理（工业工艺用纯水、自来水净化、特种浓缩分离、海水淡化等）及环保产业，同时以植物纤维利用和股权投资运营为辅，内生外延双方面发展，逐步成长为多元并进的上市公司。

图 1：南方汇通股权结构



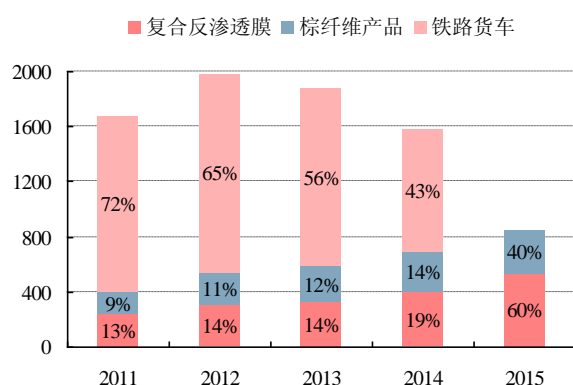
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

材料专家轻装上阵，向水处理中下游市场延伸

从各项业务营业收入所占比例来看，资产重组前公司以铁路货车相关业务为主。但受制于行业需求疲软、经营成本上涨以及同业竞争加剧，收入占比已降至 50% 以下，毛利率基本无改善。而复合反渗透膜业务及棕纤维产品业务收入在过去五年保持稳定增长，具备核心竞争力，毛利率分别为 50.5% 和 39.4%。

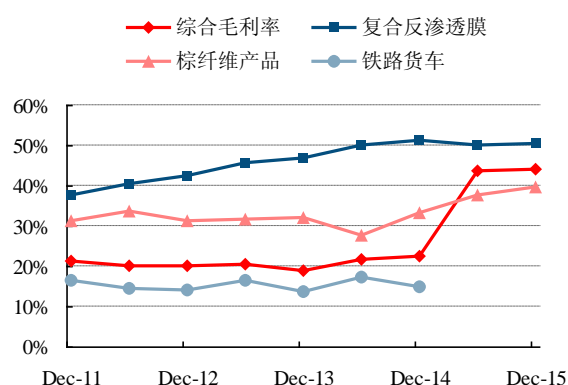
资产重组后公司轻装上阵，着重巩固反渗透膜和棕纤维产品两大业务板块的市场地位，综合毛利率大幅提高，2015 年已达到 44.0%，远超 2014 年 22.4% 的水平，发展前景乐观。

图 2：南方汇通营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：南方汇通主营业务毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

另一方面，公司已在 2015 年完成贵州中车汇通净水设备有限公司的相关设立手续，主要从事净水设备及污水处理设备的生产、设计、销售及及服务。该子公司仍处于产品研发阶段，已经获得水批并推出了“泉卫士”牌净水器产品，正在筹划市场推广和批量生产。

我们认为，公司旗下的反渗透膜及配套元件在产业链上游竞争力强，而向中下游环节延伸，包括水处理工程、水务运营及维护等，是顺势而为的过程，并且凭借时代沃顿业内的技术和经验优势实现快速布局，此次设立净水设备公司就是迈向产业链延伸的第一步。因此，未来除了在膜材料技术上有创新突破之外，期待公司进军水厂建设、海水淡化工程、污水处理设施运营等中下游市场。

时代沃顿：国内反渗透膜龙头

膜分离作为水处理过程中的重要工艺之一，主要依靠向分离膜一侧施加压力，使高压侧溶液以一定流速选择性通过膜进入另一侧，达到从水中分离部分大分子溶质的提纯效果，压力来源可以为液体自重或者人工加压。另外，膜组件负责固定与支撑膜的不同形状与大小，确保在各类应用中发挥最佳作用。膜的分离精度主要取决于其过滤孔径大小，可分为微滤、超滤、纳滤、反渗透等。

表 1：根据膜的孔径进行分类

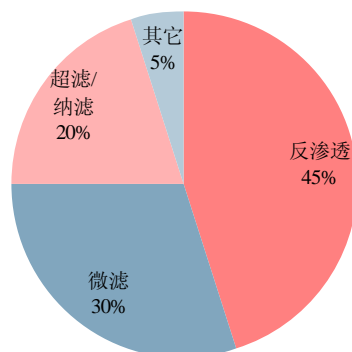
膜种类	孔径范围	过滤效果	应用领域
微滤（MF）	0.1 - 1.0 μm	从溶液中截留悬浮物、细菌类、微粒子、大分子有机物等，以达到净化、分离、浓缩的目的。	可作为一般料液的澄清、保安过滤、空气除菌。主要应用于污水、废水处理以及工业特种分离等领域。
超滤（UF）	0.01 - 0.1 μm	截留分子量在 1000-300000，能对胶体、各类大分子（如蛋白质、各类醇、细菌、病毒、微粒子等）进行分离。	广泛应用于料液的澄清、大分子有机物的分离纯化、污水、废水处理及回用、给水净化、海水淡化预处理等领域。
纳滤（NF）	0.001 - 0.01 μm	截留分子量在 80 - 1000 的范围内，能对小分子有机物，二价离子等与水、无机盐进行分离。	应用于地表水及地下水处理、自来水深度处理、咸水脱盐、井水脱硬等领域。
反渗透（RO）	< 0.001 μm (半渗透性)	需要电压，通过对溶液施加压力克服溶剂的渗透压，使溶剂与溶液中的盐类及低分子物质（如无机盐、糖类、氨基酸等）分离。	主要应用于家用净水器、海水淡化、中水回用等领域。

资料来源：中信建投证券研究发展部

RO 顶尖工艺，政策带动发展

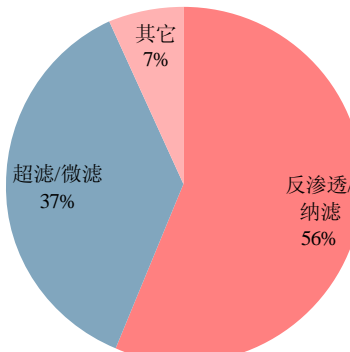
反渗透（Reverse Osmosis，简称 RO）作为膜生产的最高技术，因其精细的过滤效果被广泛运用于电力、化工、冶金、食品医药、水处理等领域。根据美国 Infiniti Research 发布的数据，全球反渗透膜市场增长迅速，2014 年规模已达 12 亿美元，预计到 2019 年复合年均增长率为 7.3%，相比同期全球纳滤膜市场规模仅 2.2 亿美元。

图 4：全球不同膜工艺的市场份额



资料来源：中国膜产业发展报告，中信建投证券研究发展部

图 5：中国膜及组件销售状况



资料来源：中国膜产业发展报告，中信建投证券研究发展部

中国膜行业正处于高速发展的时期，“十三五”我国膜工业发展目标为年增长率超过 20%，到“十三五”末实现翻番，达到 2500 亿 - 3000 亿元，膜产品出口产值每年超过 100 亿元。另外作为战略性新兴产业，膜的成长离不开相关政策的支持，除了水处理相关政策，国务院、工信部、科技部针对新材料印发的文件更是为行业发展奠定坚实基础。凭借国内行业快速增长势头，加上产品本身的广泛用途，反渗透膜市场未来增长空间十分可观。

表 2：膜行业相关政策

日期	部门	文件名称	政策内容
2012 年 8 月 21 日	科学技术部	《高性能膜材料科技发展“十二五”专项规划》	认可膜材料为“解决水资源、能源、环境等领域重大问题的共性技术之一”，倡导提升产业竞争力，完善创新体系建设，预测膜产业“2015 年达到千亿元规模”。
2012 年 2 月 22 日	工业和信息化部	《新材料产业“十二五”发展规划》	提出要积极开发反渗透、纳滤、超滤和微滤等各类膜材料，实现关键品种产业化、规模化，满足海水淡化与水处理需求，并预测“十二五”期间膜材料需求将大幅上涨。
2010 年 10 月 18 日	国务院	《国务院关于加快培育和发	提出“大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、
		展战略性新兴产业的决定》	功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料”。

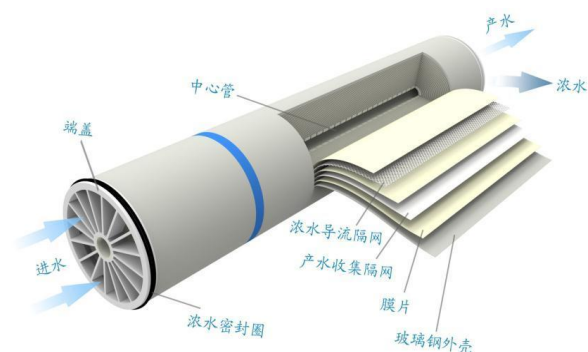
资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

技术研发出众，生产能力翻番

时代沃顿于 2000 年 12 月成立，成功从美国引进复合反渗透膜技术与生产线，并在制作配方及工艺上进行改良。目前公司主要生产反渗透膜、超滤膜和纳滤膜，已成长为国内生产规模最大的反渗透膜企业，生产 9 个系列 60 多个规格品种的水处理膜组件。

公司在经营中积极进行科研创新，截至 2015 年 7 月已经拥有 50 项授权专利，另有 10 项国内外专利申请正在处理中。公司的发展也持续得到政府资金与规划方面的支持，承担多个 863 项目以及国家重点新产品项目。其反渗透膜技术拥有完全自主知识产权，在美国陶氏化学之后第二个实现干式膜元件规模化生产。

图 6：时代沃顿膜元件卷式结构



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

图 7：时代沃顿膜产品系列

工业通用膜元件
家用膜元件
海水淡化膜元件
抗污染膜元件
抗氧化膜元件
纳滤膜元件

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

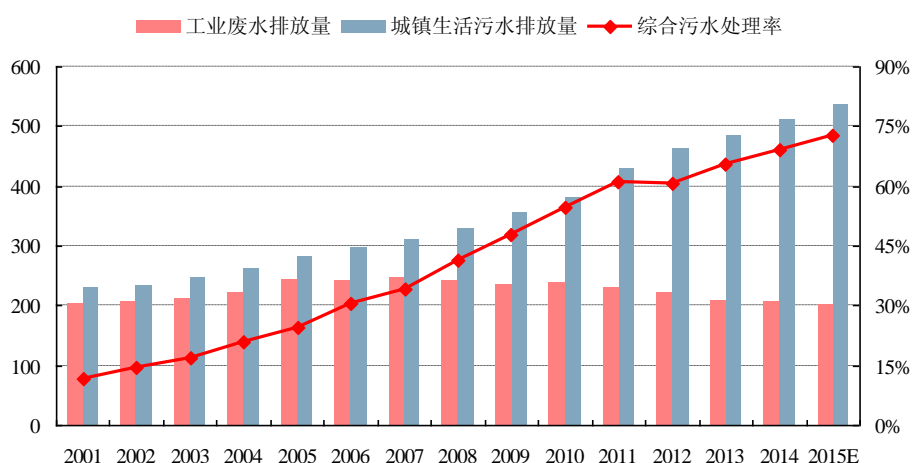
位于贵阳的新天园区生产基地已达饱和状态，今年沙文生态科技产业园 2 条新生产线已部分开工，贡献了 1/3 的出货量。完全达产后将增加 900 万平方米年产能，其中反渗透膜 600 万平方米，超滤膜 300 万平方米，大幅提升生产效率。根据排产情况，公司将对旧生产线进行调整，总年产能从 1320 万平方米增至最高 1700 万平方米。公司产品按照功能分成工业膜、家用膜以及其他膜，分别用于水处理、家用净水以及海水淡化等领域。

工业主打废水回用，进军污水处理

近年来随着我国城乡建设加速以及工业化水平提高，废水污水排放量增长迅速。工业废水中根据源头工艺不同，所含有害物质不尽相同。但在国家落实对污染行业的政策限制下，工业废水排放总量没有较大变动，2014 年为 205.3 亿吨。城镇生活污水经过收集流入处理系统（如污水处理厂）的过程中，水质变化错综复杂，加上本身所含有机物、微生物等，处理难度较大。

与此同时，全国污水处理能力有较大提高，年处理量从 2001 年 51.2 亿吨增至 2014 年 494.3 亿吨，复合年均增长率为 19.1%。然而相对于废水排放总量 716.2 亿吨，69.0% 的综合污水处理率远不及发达国家水平，仍有较大提升空间。

图 8：中国污水排放量构成和年处理污水量（单位：亿吨）



资料来源：环境保护部，中信建投证券研究发展部

大部分工业企业虽然设有产业点源控制工程系统，能够在废水产生后及时进行处理，但也因此造成排放点分散、监管力度薄弱等问题，加上我国对工业废水处理投入力度不足，导致水处理设施运行效率不高。随着“水十条”的出台，越来越多的企业加速改造废水处理系统，望早日实现“零排放”，高效利用再生水节约成本。因此，未来工业废水处理仍会是我国水处理的重点。

政策方面，行业相关文件的出台确立了水处理的发展空间，例如《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）、《城镇排水与污水处理条例》等。其中“水十条”提出 2020 年水环境质量得到阶段性改善的目标，在强化污染治理的同时推进工业水循环及再生水利用，具体考核办法和实施细则预计今年出台。另外，水利部在今年 1 月召开会议，明确指出部门“十三五”的首要任务为建设节水型社会。根据测算，今年我国水处理市场规模有望突破 2000 亿元。

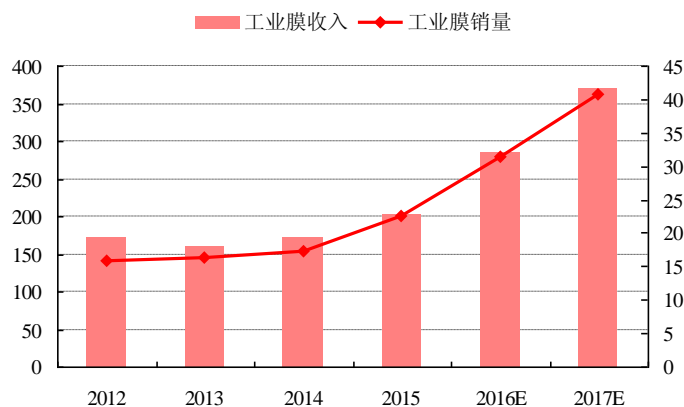
表 3：时代沃顿膜元件应用案例

用户	源水	产水	系统规模（万吨/天）
河北钢铁股份有限公司唐山分公司	钢厂污水/地表水	生产用水	3.00
富士康科技集团（各子公司）	自来水	超纯水	3.50
中铁装备污水厂	污水	生产用水	3.30
沧州中铁装备制造材料有限公司	污水	锅炉补给水	2.40
魏桥创业集团（多子公司）	黄河水	锅炉补给水	5.00
山东某集团股份有限公司（双级反渗透）	中水	工艺用水	2.40
华润雪花啤酒有限公司（中国多地）	地下水	啤酒用水	2.00
上海焦化厂（双级反渗透）	黄浦江水	锅炉补给水	0.86

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

从历史订单可以看出，时代沃顿所参与的水处理项目基本属于工业范畴，包括锅炉补给水、工业用水、中水回用等。未来公司将扩大产品应用领域，在资源条件具备情况下进军污水处理行业。综合公司市场领军地位、产品毛利率提升、业务范围扩大等因素，工业膜板块成长值得期待。

具体来看，工业膜 2015 年测算销量为 22.4 万支，随着产能扩大，预计销量增速将加快，2016、2017 年分别为 31.2 万支、40.7 万支。虽然单位价格较前两年有所下降，但并不影响收入增长。在 907.0 元/支基础上，预计 2016 年工业膜营业收入将实现 3.05 亿元。

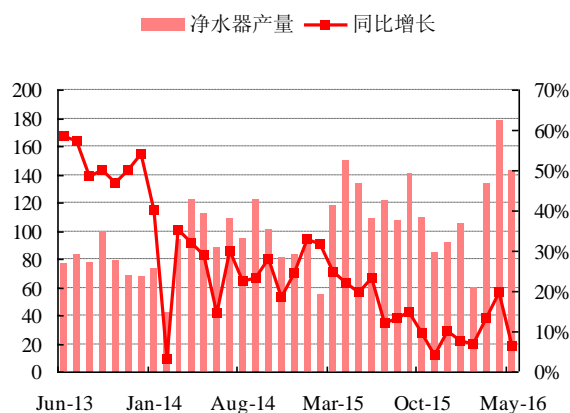
图 9：时代沃顿工业膜收入与销量（单位：百万元，万支）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

抢占净水器市场，家用膜元件稳增

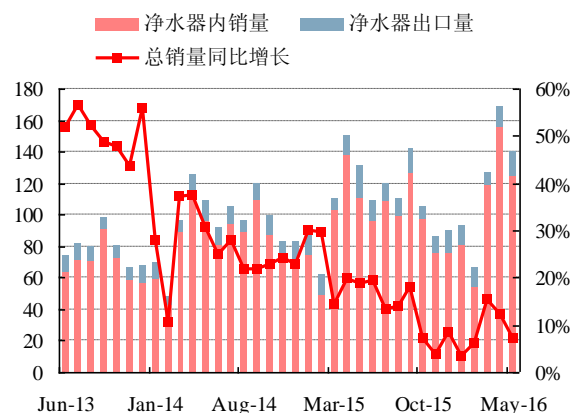
自来水在集水、净水、配水过程中，受水源地环境、水厂氯化残留、运输管道老旧、社区水箱未清洗等影响产生污染，即使煮沸处理也不适宜长期饮用。因此作为居民饮用水的卫生保障，净水器近年来大幅受到关注，产销热度明显增长。2016 年 1 - 5 月净水器累计产量为 618.5 万台，同比增长 11.7%；累计销量为 594.9 万台，同比增长 9.5%，与 2012 年同期相比复合年均增长率为 31.7%。

图 10：我国净水器月度产量（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

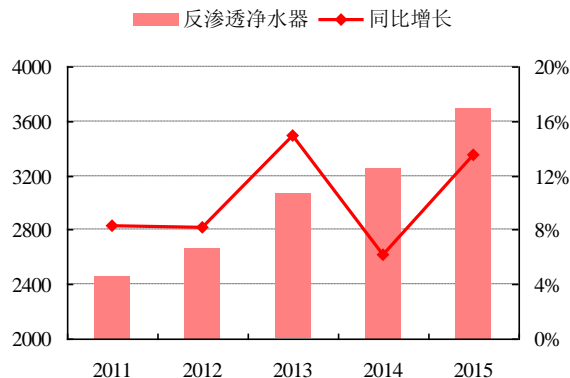
图 11：我国净水器月度内销及出口（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

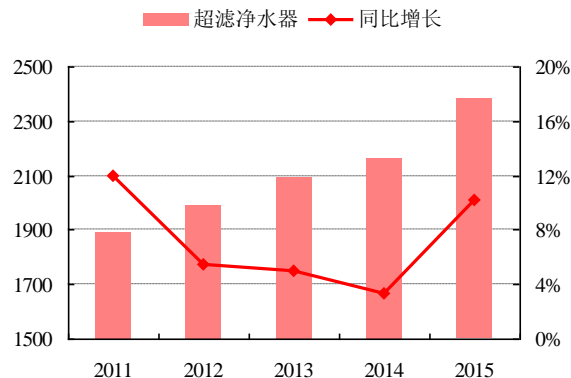
目前我国净水器普及率为 5%，主要城市渗透率也不足 15%，远不及韩国 61%和欧美 70%以上的水平。随着居民生活水平提高以及水污染事件频发，多数居民对自来水质量不抱信心，转而选择桶装水、净化水等饮用。由于桶装水生产运输环节不透明，饮水机终端也存在一定安全隐患。所以越来越多的家庭将净水器作为首选，推动价格水涨船高，行业成长空间较大。

图 12：反渗透净水器平均价格走势（单位：元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 13：超滤净水器平均价格走势（单位：元）

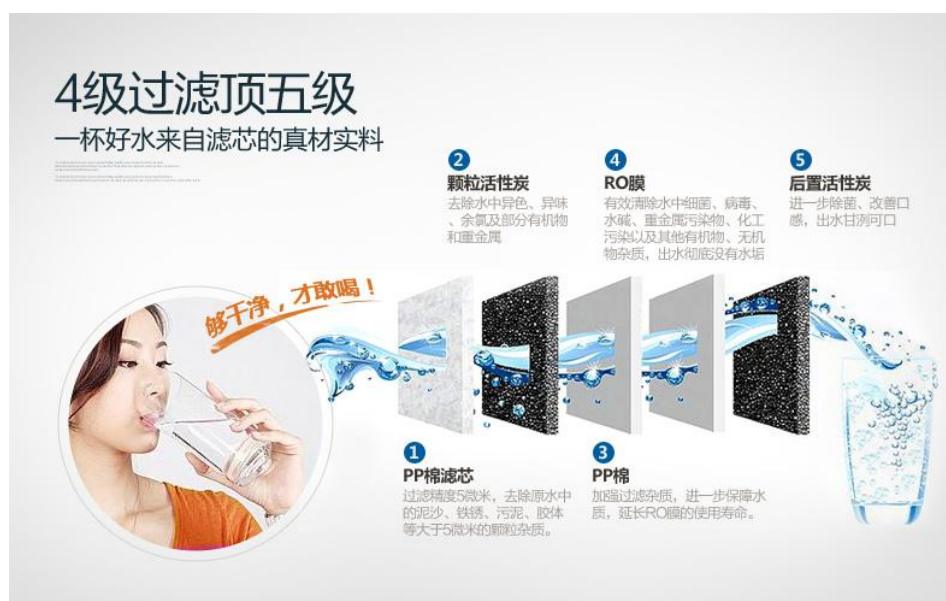


资料来源：中信建投证券研究发展部

从产品结构上来说，净水器处理原水有三大环节：预过滤、吸附、精滤。预过滤通常使用 PP 棉等材料分离较大颗粒杂质，吸附则采用活性炭去除有机物、重金属等成分。精滤方面用到分离膜技术，包括超滤膜、纳滤膜、反渗透膜等。其中反渗透膜由于精细的净化效果受到厂家和消费者的欢迎，频频出现在美的、沁园、A.O.史密斯等品牌产品中。

净水器市场有两大特性：第一，滤芯需定期更换，更换周期因产品工艺各异、水质不同而没有固定标准。家用反渗透膜使用期一般为 1-3 年，所以即使未来净水器保有量趋于稳定，也会减小对膜元件销售增长的冲击。第二，越来越多消费者选择厨下式净水器或入户过滤系统，而这类产品更适合在购房装修时期统一安装，所以一部分的需求来自于购房者。随着二胎政策实施、以及城市居民生活质量提高，净水器产业获得将获得刚性需求支撑。

图 14：某国产品牌净水器产品工艺说明

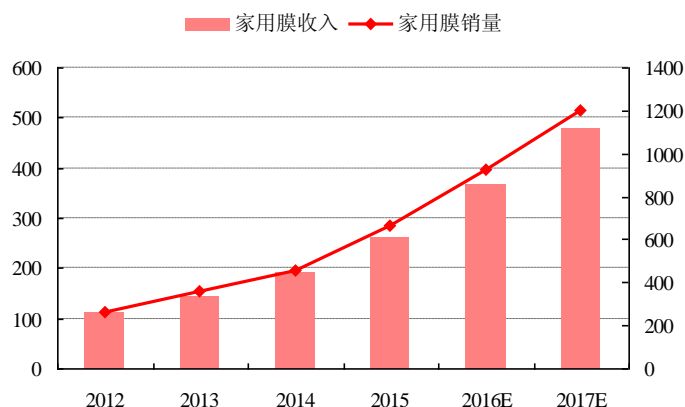


资料来源：中信建投证券研究发展部

时代沃顿的家用膜销量近年来保持平均 35% 的增长水平，2015 年估算销量为 660.2 万支，在国内家用净水设备膜元件的市场份额超过 30%。预计未来公司以保持该业务稳定增长为重心，并且将目前成本较高的抗氧化膜技术运用到反渗透膜上实现量产，进而取代净水器中活性炭滤芯，开拓更广市场空间。

在居民对饮水安全的意识逐渐提高的情况下，预计 2016、2017 年公司家用膜销量将增长至 924.3 万支、1201.6 万支。价格微降之后保持平稳于 40 元/支左右，2016 年家用膜营业收入有望达到 3.67 亿元。

图 15：时代沃顿家用膜收入与销量（单位：百万元，万支）

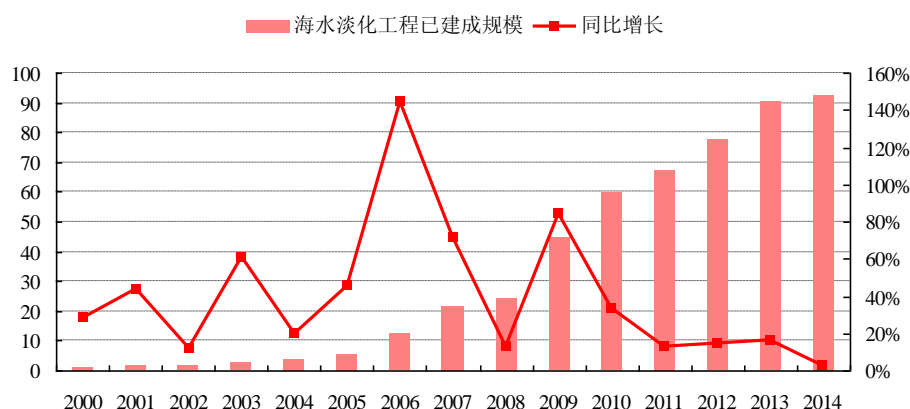


资料来源：中信建投证券研究发展部

海水淡化及其它膜成长空间大

在重点脱盐项目完工以及世界经济疲软的情况下，全球海水淡化市场依然快速发展。国际海水淡化协会发布数据显示，全球 150 个国家共有 1.7 万余家海水淡化工厂，日处理能力达到 8000 万吨，有超过 3 亿人口依靠淡化海水满足日常生活需求。

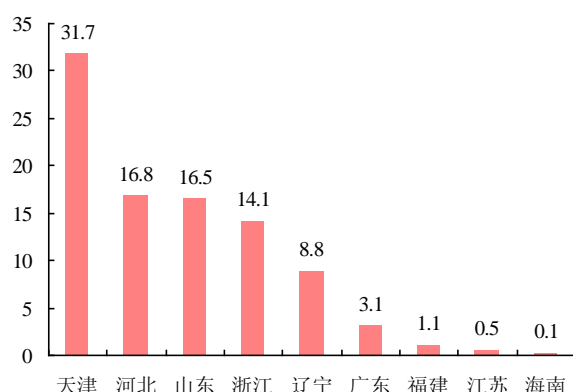
图 16：中国海水淡化工程已建成规模（单位：万吨/日）



资料来源：水利部，中信建投证券研究发展部

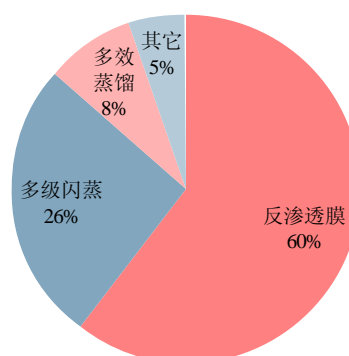
中国水资源较为紧缺，且时空分布不均，人均水资源不足。目前我国人均水资源占有量为 2062 立方米，仅全球人均水平的 34.7%，世界排名第 105 位。海水淡化作为新型水源在国内受到政策支持，近十年来出现可观增长，截至 2014 年共建成投产 94 套海水淡化装置，产水能力达 92.7 万吨/日；其中 44 套用于市政供水，产水量约占 35.6%；42 套用于工业用水，产水量约占 64.2%。由于南方江河湖泊较多，水资源相对充裕，海水淡化工程主要集中在北方沿海省市。

图 17：海水淡化工程规模分布（单位：万吨/日）



资料来源：水利部，中信建投证券研究发展部

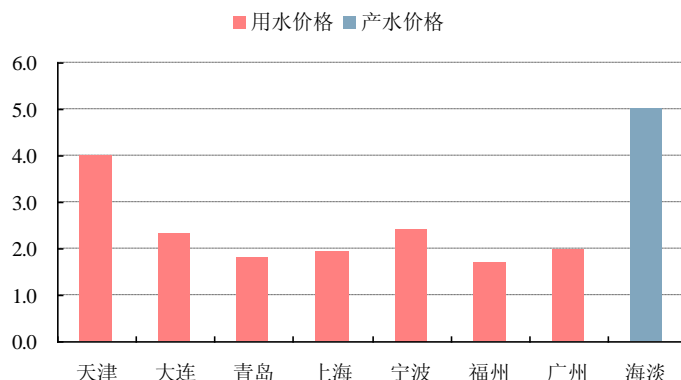
图 18：全球海水淡化不同工艺占比



资料来源：国际海水淡化协会，中信建投证券研究发展部

目前我国海水淡化日产能远未达到“十二五”规划的 220 万吨目标，主要原因是高成本阻碍了技术的推广与应用。反渗透法在国际海水淡化市场中占 60%，国内更是达到 66%，平均脱盐率为 99.3%。但由于反渗透膜需通电加压才能进行脱盐处理，所以电力成本和膜成本推动综合产水成本上升至 5 - 6 元/吨。2015 年我国居民生活用水均价为 2.02 元/吨，虽然反渗透法较传统蒸馏制水能耗少，但成本仍然大幅超过居民用水价格。

图 19：沿海城市居民生活用水价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

未来随着阶梯水价制度推广，自来水价格能够更好反映资源价值。海水淡化水更有望被列入水资源，享受相关政策支持和资金补贴。另外，膜产业的规模化可以降低生产成本，使海水淡化逐步具备广泛应用的经济性，长期来看市场空间将不断扩大。

除了工业膜与家用膜，时代沃顿也研发生产海水淡化膜、抗污染膜、抗氧化膜和纳滤膜等，注重产业的协同效应发展。其中公司在海水淡化方面拥有强劲的科研能力，先后承担了国家“高性能海水淡化膜元件的研究”及“苦咸水淡化方面的低压节能型反渗透膜材料的开发及产业化”等 863 项目，获得相关政府补助项目价值共 429.52 万元。公司专门开发 SW 系列产品用于海水淡化领域，稳定脱盐率达 99.5% 以上。虽然目前海水淡化相关项目数量较少，但系统规模高出同期其它项目的 1 - 2 倍，长期发展前景广阔。

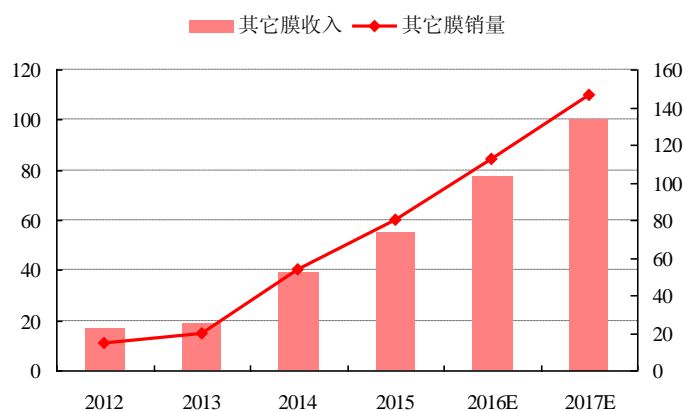
表 4：时代沃顿海水淡化应用案例

用户/项目	元件型号	稳定脱盐率	单位元件透过水量 (吨/天)	系统规模 (万吨/天)
天津大港新泉海水淡化有限公司	ULP32-8040	99.5%	39.7	10.00
河北沧州某海水淡化项目	SW21-8040	99.7%	18.9	1.80
青岛海泊河电厂海水淡化项目	SW22-8040	99.7%	22.7	0.48

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

公司其它膜产品 2015 年销售收入 5518 万元，同比增长 42.3%，市场空间已经打开。考虑到公司后期还将进行血液透析膜等特种膜的研发生产和外延并购，预计 2016、2017 年销量为 112.4、146.1 万支。根据测算，产品平均价格将降至 68.7 元/支，2016 年收入有望超过 7700 万元。

图 20：时代沃顿其它膜收入与销量（单位：百万元，万支）



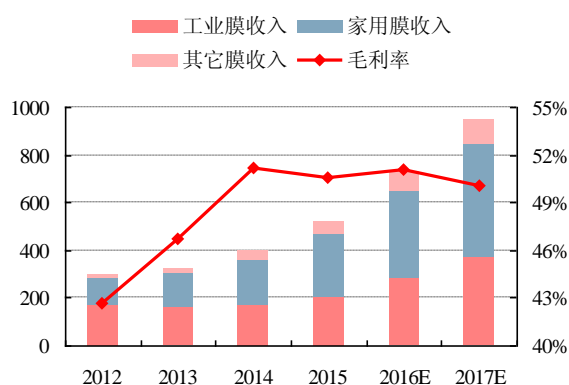
资料来源：中信建投证券研究发展部

盘踞市场扩张规模，毛利率维持高水平

综上所述，预计时代沃顿 2016、2017 年复合反渗透膜业务带来的收入分别为 7.29、9.47 亿元。毛利率在公司膜技术壁垒的保护下稳中有增，今明两年有望继续保持在 50.0% 水平，毛利润分别为 3.72、4.74 亿元。

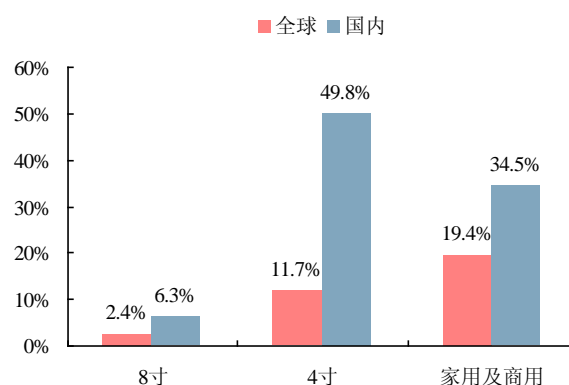
公司 2015 年年产能为 1320 万平方米，新一代生产线今年全部投产后，年产能最高将增至 1700 万平方米，并规划在 2018 年底前达到 3000 万平方米，2020 年达到 4000 万平米。公司目前除了在海水淡化和工业的 8 寸膜上还有很大发展空间外，4 寸膜元件和家用、商用膜产品的市场占有率为 1/3 至 1/2 的水平，全球范围也超过 10%。未来几年公司将重点进行工业膜的研发，其研发突破有赖于新设备及新工艺的全面启用。

图 21：时代沃顿膜收入结构与毛利率（单位：百万元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 22：时代沃顿分产品销量占比



资料来源：中信建投证券研究发展部



表 5：时代沃顿膜元件收入情况

		2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
工业	平均价格（元/支）	1088.9	975.9	995.0	907.0*	907.0	907.0
	销量（万支）	15.7	16.4	17.2	22.4*	31.3	40.7
	收入（百万元）	171.4	160.0	171.4	203.1	284.3	369.6
家庭	平均价格（元/支）	43.5	41.0	42.0	39.7*	39.7	39.7
	销量（万支）	258.1	353.7	452.2	660.2*	924.3	1201.6
	收入（百万元）	112.2	144.9	189.9	262.3	367.2	477.3
其它	平均价格（元/支）	111.9	93.4	72.5	68.7*	68.7	68.7
	销量（万支）	14.8	19.5	53.5	80.3*	112.4	146.1
	收入（百万元）	16.6	18.2	38.8	55.2	77.3	100.4
合计	平均价格（元/支）	104.0	82.9	76.5	66.8	66.8	66.8
	销量（万支）	288.8	389.6	523.0	763.1	1068.1	1388.5
营业收入（百万元）		300.2	323.0	400.1	525.1	728.7	947.4
营业成本（百万元）		172.3	172.2	195.6	259.8	357.1	473.7
毛利率		42.6%	46.7%	51.1%	50.5%	51.0%	50.0%

注：带 * 标注的为根据实际总销量与细分收入而测算的数字，不代表实际平均价格与销量

资料来源：中信建投证券研究发展部

大自然科技：棕床垫引领健康消费

需求提升，品牌效应有望改善

床垫产业作为家具行业的重要分支，在近年来呈现快速发展的趋势。2014 年，全球床垫产业市场达到 450 亿美元。相比于欧美国家 87% 以上的床垫使用率，中国床垫产业起步较晚，消费者使用床垫的比例偏低，根据业内不完全统计约为 55% 左右。但是由于 13.7 亿的人口基数和居民消费水平提高，中国现已成为全球第二大床垫市场，床垫消费年需求约 4500 万张以上。

中国床垫市场较为分散，《中国家具》数据显示，床垫前十大企业销售产值占总产值不到 12%，相比美国床垫行业前三甲共 51% 市场份额，国内品牌集中效应有待改善。产品种类上，目前弹簧床垫和乳胶床垫占据较大市场。随着产业多元化以及低碳环保理念风行，以及第一代床垫进入产品更换期，很多人开始选择其它类型的床垫。棕床垫以其高性价比、透气静音等特点吸引了越来越多的消费者，市场份额已达到 5%。预计到 2020 年，城市床垫零售市场中植物纤维床垫份额将增至 20% 以上，市场规模将达到 60 亿元以上。

一体经营，棕纤维床垫领导者

南方汇通子公司大自然科技股份有限公司成立于 1990 年，为植物纤维弹性材料行业的开创者和领导者，是我国最大的植物床垫生产制造企业之一。公司是业内唯一一家专注于植物纤维床垫研发与销售的公司，在该板块处于绝对领先地位，曾主导起草了《软体家具棕纤维弹性床垫》、《床垫用纤维丝》等国家及行业标准。公司旗下已设立多家部门，分别负责植物纤维研究、裸板生产、包装加工、物流调配、营销策划、市场管理、财务管理、售后服务等，致力实行一体化经营。

表 6：中国床垫十大品牌排行榜

品牌	采用材料
CBD	弹簧、乳胶
慕思	弹簧、乳胶
雅兰	弹簧、乳胶
大自然	山棕、乳胶
晚安	弹簧、椰棕、乳胶
喜临门	弹簧、椰棕、乳胶、硅胶
联乐	弹簧、椰棕、乳胶
爱舒	弹簧、山棕、椰棕、乳胶
穗宝	弹簧、山棕、椰棕、乳胶
皖宝	弹簧、椰棕、乳胶

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 23：大自然床垫产品系列

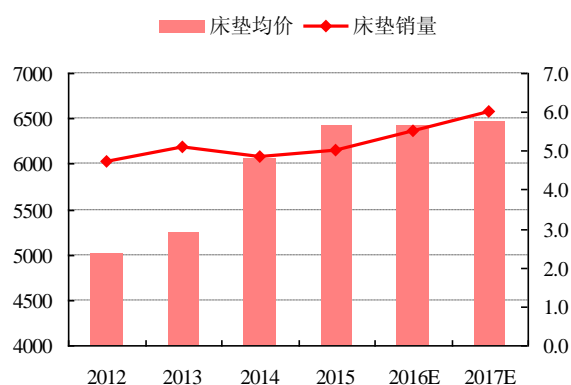


资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

公司目前产能约 15 万床/年，位于贵阳市工业开发区的新工业园区已经建成，预计总体搬迁后最大产能将提升至 40 万床/年。公司在全国 200 多座城市拥有超过 1000 家专卖店，并且在持续发展更多直营店和二级加盟店，扩大销售网络覆盖范围。另外，公司在天猫、京东、苏宁易购三大电商均设立了旗舰店，拓宽产品营销途径，迎合年轻一代消费习惯。除了家庭装修需求，公司也在努力开拓需要更换旧床垫的人群购买力。

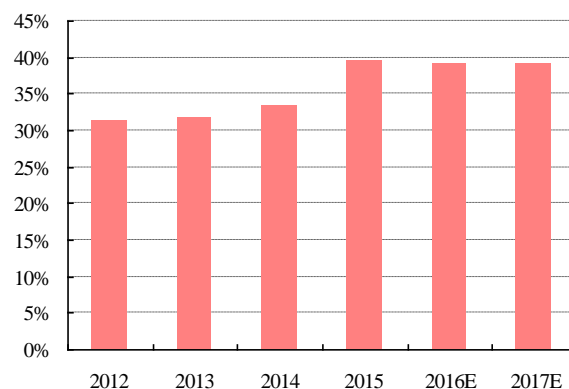
在产能扩充后,预计公司床垫销售量将有突破性增长,从2014年的4.86万立方米增至2017年6万立方米,价格也接近每立方米7000元。毛利率稳中有升,2016、2017年均在38.0%以上,带来毛利润1.37、1.51亿元。

图 24: 大自然床垫价格与销量 (单位: 元/m³, 万 m³)



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图 25: 大自然科技床垫业务毛利率



资料来源: 中信建投证券研究发展部

经营棕床垫业务的同时,大自然科技正着手棕榈、棕油、棕食品的研发,有望开辟新的发展路径。公司已于2015年12月通过协议转让方式在全国中小企业股份转让系统挂牌,旨在扩大品牌知名度、引入战略发展资金,预计未来将保持10%的平稳增长。

表 7: 大自然科技床垫收入情况

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
平均价格 (元/m ³)	5009.0	5244.7	6067.8	6409.2*	6409.2	6903.5
销售量 (m ³)	47102	50842	48589	50000*	55000	60000
营业收入 (百万元)	235.9	266.6	294.8	320.5	352.5	387.8
营业成本 (百万元)	161.9	181.7	196.9	194.2	215.0	236.5
毛利率	31.4%	31.9%	33.2%	39.4%	39.0%	39.0%

注: 带 * 标注的为根据营业收入而测算的数字, 不代表实际平均价格与销量

资料来源: 中信建投证券研究发展部



首次覆盖给予增持评级

综上所述，随着复合反渗透膜和植物纤维床垫产能双双扩大，南方汇通有望保持良好发展势头，成为各自业务所处行业的领军人物。我们预测公司 2016、2017 年营业收入分别为 10.81、13.35 亿元，净利润分别为 1.37、1.68 亿元。不考虑增发摊薄 EPS 分别为 0.33、0.40 元，估值 55、46 倍；考虑本次增发发行 1578 万股折合 EPS 分别为 0.31、0.38 元，估值 59、47 倍。首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 8：南方汇通盈利预测（单位：百万元，元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E
工业膜销量（万支）	16.4	17.2	22.4	31.3	40.7
家用膜销量（万支）	353.7	452.2	660.2	924.3	1201.6
其他膜销量（万支）	19.5	53.5	80.3	112.4	146.1
膜平均价格（元/支）	82.9	76.5	66.8	66.8	66.8
膜收入	323.0	400.1	525.1	728.7	947.4
棕床垫销量（立方米）	50842	48589	50000	55000	60000
棕床垫平均价格（元/立方米）	5244.7	6067.8	6409.2	6409.2	6462.6
棕床垫收入	266.6	294.8	320.5	352.5	387.8
营业总收入	2284.5	2062.1	904.6	1081.2	1335.1
营业总成本	2181.4	2004.4	779.1	856.6	1063.0
营业成本	1852.3	1600.3	506.1	572.1	710.2
营业税金及附加	10.2	8.5	6.4	5.4	6.7
销售费用	71.2	98.5	90.1	108.1	133.5
管理费用	238.7	278.5	175.4	173.0	213.6
财务费用	6.5	3.0	-4.0	-2.0	-1.0
资产减值损失	2.5	15.6	5.0	-	-
毛利率	18.9%	22.4%	44.0%	47.1%	46.8%
其他经营收益	4.0	30.1	4.1	-	-
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-
投资净收益	4.0	30.1	4.1	-	-
汇兑净收益	-	-	-	-	-
营业利润	107.1	87.9	129.6	224.6	272.1
加：营业外收入	39.2	216.0	27.0	-	-
减：营业外支出	2.5	35.5	14.5	-	-
利润总额	143.8	268.4	142.1	224.6	315.1
减：所得税	21.7	26.9	20.8	33.7	40.8
净利润	122.1	241.5	121.2	190.9	231.3
减：少数股东损益	56.9	59.0	37.1	53.7	63.2
归属于母公司所有者的净利润	65.2	182.4	84.1	137.2	168.1
每股收益	0.15	0.43	0.20	0.33	0.40

资料来源：公司公告，Wind 资讯，中信建投证券研究发展部



风险提示

1. 业务所处行业竞争加剧，膜与床垫产品价格进一步下降；
2. 用水价格上涨缓慢，海水淡化市场发展受限。



分析师介绍

万炜, CFA: 环保与公用事业、煤炭行业研究员, 华中科技大学经济学硕士, 2014 年加入中信建投证券研究所, 2015 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员。

李俊松: 煤炭行业首席分析师, 清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究所, 2007-2010 年任零售、纺织服装行业研究员, 2010 年至今任煤炭行业分析师, 2015 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名。

王祎佳: 环保与公用事业、煤炭行业研究员, 2010 年毕业于英国剑桥大学, 计算生物学硕士。2011 年加入中信建投证券研究所。2015 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队, 2012-2014 年新财富煤炭行业最佳分析师入围。

朱瀚清 18616250921 leo-z@126.com

报告贡献人

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5 - 15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5 - 5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5 - 15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622