

反渗透膜龙头企业，期待国企改革红利

■传统货车业务低迷，谋求多元化发展

公司在2013年订单严重不均衡对公司的生产平衡造成重大负面影响。近年来公司开始谋求多元发展，主要发展复合膜材料和棕纤维产品。其中控股子公司时代沃顿在复合膜材料领域的表现尤其突出。

■与控股股东的同业竞争由来已久，亟待改革方案

2013年第二次重组失败，长久以来的同业竞争问题亟待解决。十八大深化国企改革措施贯彻落实，将有利于解决公司效率过低的问题，优化公司结构，提高公司效率，重新树立市场信心。

■时代沃顿反渗透膜技术实力强、空间大

时代沃顿反渗透膜技术是全球仅次于陶氏化学的第二家实现干式膜元件规模化生产的企业，具有全国领先的技术实力。干式膜因其技术优势逐步替代传统湿式膜，当前国内反渗透膜行业市场空间20亿，复合增速20%，时代市占率将逐步提升，2013年该公司投资2.6亿元建设复合反渗透膜及膜组件生产线项目，将进一步提升公司产能。

■未来不排除切入水处理领域，打开空间

反渗透膜是水处理产业中的核心材料，具有能耗低、无污染、工艺先进、操作简单等优点。“十二五”的发展目标为膜技术与膜产业的发展奠定了良好基础。公司切入水处理领域条件成熟，未来发展空间巨大。

■大自然科技有望稳定增长

公司继续加强产品研发，新产品研发取得突破，强护脊系列产品实现成功上市。棕产品行业竞争激烈，利润增速下降，公司积极与供应商合作，未来有望降低成本。

■投资建议：首次给予“买入-A”评级

预计公司2014-2016年的收入增速分别为12%、13%、14%，净利润增速分别为39%、23%、32%，对应EPS为0.21元、0.26元、0.35元，成长性突出。期待国企改革红利，与大股东之间的同业竞争有望解决，未来优质资产置换后有助于提升公司的长期价值，首次给予买入-A的评级，6个月目标价13元。

■风险提示。时代沃顿产能增长不及预期；与大股东之间的同业竞争难以解决；子公司大自然科技棕产品竞争加剧。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,210.7	2,284.5	2,572.9	2,916.4	3,326.4
净利润	59.2	65.2	90.6	111.4	147.1
每股收益(元)	0.14	0.15	0.21	0.26	0.35
每股净资产(元)	2.37	2.56	2.66	2.91	3.19

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	70.2	63.7	45.8	37.3	28.2
市净率(倍)	4.2	3.8	3.7	3.4	3.1
净利润率	2.7%	2.9%	3.5%	3.8%	4.4%
净资产收益率	5.9%	6.0%	8.1%	9.1%	10.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	21.5%	15.4%	26.3%	28.6%	31.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告
铁路交通设备

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

13.00元

股价(2014-04-08)

9.84元

交易数据

总市值(百万元)	4,152.48
流通市值(百万元)	4,152.48
总股本(百万股)	422.00
流通股本(百万股)	422.00
12个月价格区间	6.15/11.42元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.51	17.90	49.27
绝对收益	5.69	17.70	39.77

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

相关报告

1. 传统货车业务低迷，谋求多元化发展

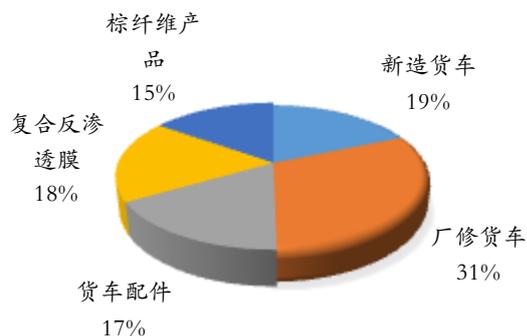
1.1. 公司概况：隶属于南车集团，主营铁路货车业务

公司前身为铁道部贵阳车辆工厂，始建于 1966 年，原为铁道部直属企业，后因国家体制改革，先后成为中国铁路机车车辆工业总公司、中国南方机车车辆工业集团公司下属企业，现公司第一大股东为中国南车集团公司。

公司主要产品为铁路货车（大修、制造）、铁路机车车辆重大锻铸配件、棕纤维弹性材料、复合反渗透膜、钢结构等。目前具有年修理铁路货车 12000 辆、新造货车 2000 辆的生产能力，是我国西南地区仅有的铁路货车修理基地，也是全国最大的货车修理工厂之一。公司拥有技术先进、规模强大的弹簧、铸钢件生产线，年生产能力均超过 18000 吨，产品不仅能满足国内需求，而且进入了美国、俄罗斯等国际市场。

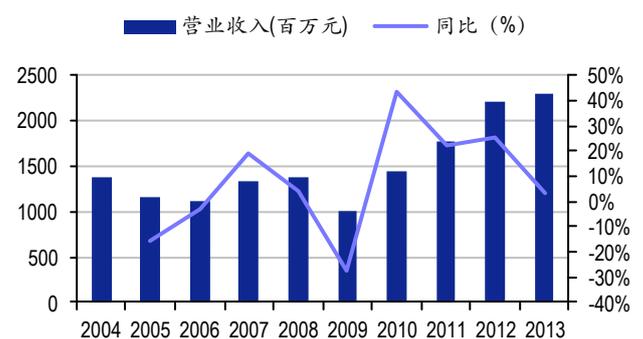
在主营业务构成中，铁路车辆业务是公司的主要收入和利润来源，2013 年，包括货车新造、修理机货车配件业务为主的车辆业务收入在主营收入中占比达到 67%；复合反渗透膜业务占比为 18%，棕纤维产品占主营收入的比重为 15%。

图 1：2013 年铁路车辆业务在主营收入中占比 67%



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 2：2013 年公司营业收入同比增长 3.34%



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

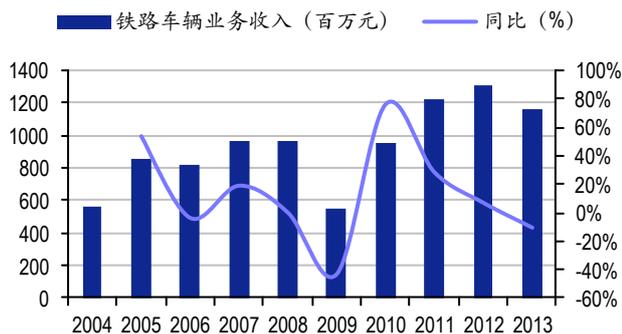
1.2. 铁路车辆业务增速下降，盈利能力较低

2013 年公司新造货车的市场订单前三季度严重不足，而第四季度极为集中，对公司的生产平衡造成重大负面影响。报告期新造货车业务营业收入 32,735.04 万元，较上年同期下降 42.99%。

厂修货车业务。报告期公司加强厂修货车业务的营销管理，深入推进工艺流程优化和信息技术在生产中的应用，形成快速适应市场变化的生产节奏，生产效率得到进一步提升。报告期厂修货车业务实现营业收入 55,000.88 万元，较上年同期增长 1.67%。

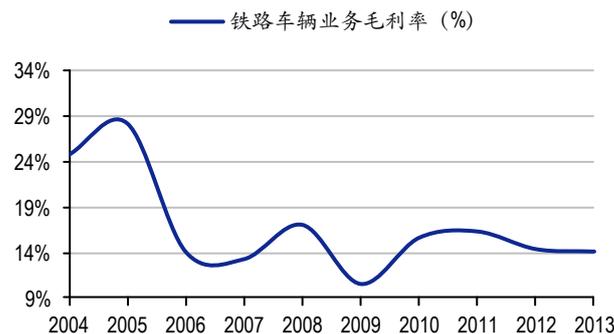
铁路车辆配件业务。报告期受整车市场订单不足的影响，国内铁路车辆配件市场需求持续低迷，公司加大海外市场开拓，铸造业务的国际市场销售实现同比增长。报告期货车配件业务全年实现营业收入 29,770.20 万元，较上年同期增长 36.97%，然而营业成本同比上升 44.05%，导致毛利率同比下降 4.8%。

图 3：2013 年公司铁路车辆业务收入下降 11%



数据来源：公司年报，Wind，安信证券研究中心

图 4：近年来铁路车辆业务利率持续下滑



数据来源：公司年报，Wind，安信证券研究中心

表 1：2013 年铁路车辆业务收入及毛利率水平

单位：百万元	营业收入	毛利率	营收同比增长率	毛利率同比增长率
新造货车	327.3	9.95%	-42.99%	-8.43%
厂修货车	550.0	22.09%	1.67%	9.48%
货车配件	297.7	2.31%	36.97%	-4.8%

数据来源：公司年报，Wind，安信证券研究中心

1.3. 谋求多元化业务发展，积极切入水处理等新能源产业

近年来，公司在企业发展规划上积极谋求多元化发展战略，公司为了摆脱传统业务业绩下滑的困境，公司近年来开始谋求多元发展，主要发展复合膜材料和棕纤维产品。其中控股子公司时代沃顿在复合膜材料领域的表现尤其突出。近年来，时代沃顿呈现快速发展的态势。2012-2013 年销售收入分别为 3 亿元、3.5 亿元，实现净利润分别为 6853 万元、7244 万元。而生产棕纤维产品的贵州大自然科技公司经营情况同样表现优异，2012-2013 年销售收入分别为 2.4 亿元、2.7 亿元，实现净利润分别为 2544 万元、2770 万元。复合膜材料和棕纤维产品已经成为公司利润的主要组成部分。

表 2：复合膜材料和棕纤维产品收入占比情况

单位 (万元)	2013 主营业务 收入	2013 主营业务 收入占比	2012 主营业务 收入	2012 主营业务收 入占比
复合膜	32297.02	17.12%	30017.37	15.01%
棕纤维产品	26664.91	14.13%	23593.31	11.80%
总计	58961.93	31.25%	53610.68	26.81%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 同业竞争由来已久，亟待推出改革方案

2.1. 5 年两次重组失败，同业竞争问题亟待解决

中国南车与南方汇通的同业竞争问题由来已久，2008 年 8 月中国南车实现 A+H 上市以来，其与南方汇通的同业竞争问题便一直没有解决。中国南车成立时，南车集团持有的南方汇通 42.64% 的股权未投入公司，为避免南方汇通货车制造业务与公司形成同业竞争，2009 年南车集团已确定“卖壳”南方汇通，并将在取得南方汇通货车业务相关资产后 3

个月内，向公司转让该等资产，然而 2009 年的第一次重组由于被叫停而宣告失败。

公司于 2012 年 12 月 26 日披露了《关于重大资产重组停牌的公告》，因公司控股股东中国南车集团公司正在筹划关于本公司的重大资产重组事项，公司股票于 2012 年 12 月 26 日停牌，2013 年 3 月 15 日公司收到控股股东中国南车集团公司《关于南方汇通股份有限公司重大资产重组终止的函》，告知公司，其收到此次重大资产重组交易对方的书面通知：由于重组拟置入资产所涉及的利益相关方短期内难以达成一致，虽经努力，但预计在相关规定所要求的期限内无法改变前述状况。鉴于上述情况，本次重大资产重组终止。公司股票于 2013 年 3 月 18 日开市起复牌，公司承诺自股票复牌之日起至少六个月不再筹划重大资产重组事项，标志着时隔三年第二次重组的失败。

在企业实际经营中，同业竞争的存在必然使得相关联的企业无法完全按照完全竞争的市场环境来平等竞争，控股股东利用其表决权可以决定企业的重大经营。然而两次失败的借壳已让中国南车多多少少失信于资本市场，也使得相关工作推进更为谨慎。所以拿出切实可行的方案解决同业竞争的问题是公司当务之急（公告）。

2.2. 公司处于深化改革政策机遇，有望一举解决同业竞争问题

十八届三中全会公告中提到推动国有企业完善现代企业制度，进一步深化国企改革。根据十八届三中全会的部署，按照全面深化改革的要求，下一步深化国有企业改革将主要围绕国资管理和国企管理。国资管理要优化国有企业的管理，包括完善分类管理的国资监管体系。根据三中全会的部署，按照全面深化改革的要求，下一步深化国有企业改革的工作着力点，主要围绕国资管理和国企管理展开。

国资管理体制的改革，也就是从外部改进政府对国有企业的管理。这条主线包括两个重点任务，一方面就是要完善分类管理的国资监管体系。另一方面是要通过兼并重组优化国有企业结构，通过建立公开透明的平台，推动企业的兼并重组，优化国资的产业布局、区域布局和市场布局。

国企管理的体制改革，也包含两个方面的重点任务。第一点就是完善市场化导向的选人和用人机制，在选任机制方面，让公司的董事会真正有权力按照市场化的导向、按照市场化的要求。第二点就是建立激励和约束机制，对高管的激励和约束机制，让他无论是领导层还是职工层，他的收益和企业的整个效益形成一种正向关系，相互联动。

目前，旗下的时代沃顿和大自然科技都已具备单独上市的条件，盈利能力和成长性极佳，国企改革中提到了通过兼并重组优化国有企业的结构，同时十八大提出的混合所有制，管理层持股和股权激励等也将积极推动公司解决重组问题。如果重组成功则可以一举解决 6 年以来的同业竞争问题，优化产业布局以及公司结构，有利于企业公平参与竞争、提高企业效率、增强企业活力，重新树立市场对于企业的信心。

3. 时代沃顿反渗透膜技术实力强，未来民用空间大

3.1. 时代沃顿反渗透膜技术强、规模大，在国内处于领先地位

时代沃顿主要从事反渗透膜和纳滤膜元件的研发、制造和服务，拥有膜片制造的核心技术和规模化生产能力，是国内最大的复合反渗透膜专业化生产企业，年产能达到 1000 万平方米，产品质量和技术水平位居行业领先地位。同时也是拥有强大技术支持的系统设计与应用服务的提供商。主要膜产品系列包括：工业通用膜元件、海水淡化膜元件、

抗污染膜元件、抗氧化膜元件、家用膜元件、纳滤膜原件。

时代沃顿是国际上第二家、国内仅有的一家干式膜元件生产商，拥有完全的自主知识产权。湿式膜元件中富含水分，容易引起微生物滋生，必须添加可以抑制微生物的溶液，从而减少湿式膜元件在储存中微生物的滋生，但添加无机盐或有机抑菌剂后，对于长期储存的膜元件来说，会使其通量衰减并影响膜的其它性能。此外，湿式膜元件的应用会受到区域限制，一般膜元件的保护液需要三个月更换一次，如果应用于南方或者热带区域，保护液的更换频率会增加，相应地储运及更换保护液的成本也会增加；如果应用于北方地区，由于天气寒冷，为了使保护液在低温天气下不会结冻，另外还需要添加防冻液。上述原因大大限制了湿式膜的广泛应用，时代沃顿公司根据湿式膜元件存在的缺陷成功调整了膜片生产工艺，在保证膜元件脱盐率和通量等性能指标不变的情况下成为干式膜元件，减少了膜元件受到的环境条件以及运送、储运的条件限制。

3.2. 反渗透膜行业进入壁垒高，近期无替代品威胁

时代沃顿从事的反渗透膜行业，制造工艺复杂，一般需要 3-5 年的研发周期；同时对于资金的需求也很大，一条 150 万平米的生产线投资超过 5000 万元人民币，在考虑厂房、辅助设备以及生产资金的投资，其资金要求接近一亿元，如此大的资金要求使得当今反渗透膜行业进入困难。

而反渗透膜是近 20 年的发展起来的高科技产业技术，在世界范围内处于大量应用阶段，具体能耗低、无相变等优势，目前已成为环保领域的核心先进材料，预计一段时间这一情况不会改变，故从这个意义上没有替代品的威胁。

3.3. 国内外市场份额稳步上升，逐渐打破国外公司垄断局面

2013 年时代沃顿的反渗透膜占据中国市场份额大约在 12% 左右，相比 2012 年的 10.45% 有所增加。其中 50-60% 应用在污水处理、海水处理等重工业上，40% 应用在家用、血透、饮水等。无论是海水处理、还是家用产品，时代沃顿都处于国内生产的 No.1 地位。

时代沃顿的出现，打破了长期以来反渗透膜被美国陶氏化学、GE、海德能、日本东丽、熊津化学等国外公司垄断的局面。由于国产反渗透膜脱盐率高达 99.7%，达到世界先进水平，价格却比国外产品低 1/3，性价比优势导致了市场格局也由过去的外国企业之间的竞争开始转变为中外企业的竞争。据估算，水处理膜材料这一领域 2012 年全球市场约为 120 亿美元左右，其中中国市场约为人民币 120 亿元，占全球市场的 15% 以上；反渗透膜方面，2012 年全球销售额约人民币 110-120 亿元，其中中国市场销售额约为 20-24 亿，占全球市场的 20% 左右，如此广阔的市场，为时代沃顿提供了很大的发展空间。

图5：全球膜组件市场容量情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：2012 年全球主要复合反渗透膜厂商市场占有率

单位	制造商	国内市场	国内市场占有率	海外市场	海外市场占有率	全球市场占有率
1	美国陶氏化学	1523	40.49%	5561	39.56%	39.76%
2	日东电工	804	21.38%	3475	24.72%	24.02%
3	日本东丽	516	13.73%	1724	12.27%	12.58%
4	时代沃顿	393	10.45%	219	1.56%	3.43%
5	韩国熊津	202	5.38%	459	3.26%	3.71%
6	美国 GE	190	5.06%	689	4.90%	4.94%
7	美国科氏	132	3.50%	1931	13.74%	11.58%

数据来源：安信证券研究中心

3.4. 公司规模发展快速，未来预期业绩高增长

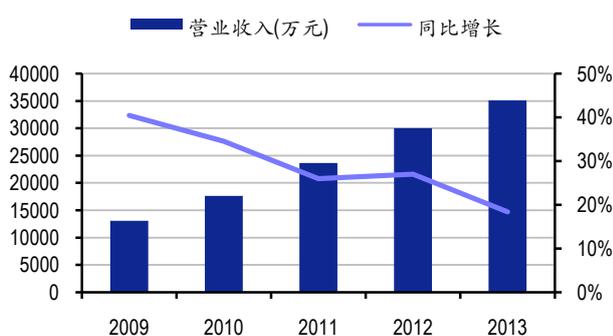
近几年来，时代沃顿在经营规模和业绩上均呈现快速发展的态势，在营业收入和净利润方面均有快速的提升，2012、2013 年销售收入分别达到 3 亿元、3.5 亿元，实现净利润 6853 万元、7244 万元，同比增长分别为 18.37%，5.72%，成为公司利润的主要组成部分。反渗透膜业务方面，2012、2013 年实现销售收入 3 亿，3.2 亿元。

表 4：时代沃顿近年经营情况

单位(万元)	营业收入	营收同比增长率	净利润	净利润同比增长率
2009	13095.32	40.43%	2403.35	35.48%
2010	17612	34.49%	3979.83	65.60%
2011	23636	26%	5156.02	29.55%
2012	30017.37	27%	6853.01	32.91%
2013	35110.74	18.37%	7244.68	5.72%

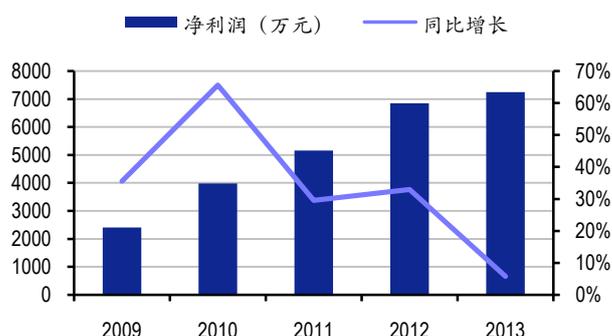
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：时代沃顿近年营业收入情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：时代沃顿近年净利润情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

时代沃顿 2013 年销售收入为 3.5 亿元，其中反渗透膜销售收入为 3.2 亿元，预计“十二五”期间，全球复合反渗透膜平均增长率为 6% 左右，我国增长率为 10% 以上，预计公司未来 3 年平均增长率为 30% 以上，后渐趋行业平均增长。

表 4：时代沃顿反渗透膜销售情况预计

单位(万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售收入	45000	70000	84000	95000	110000	135000	150000
反渗透膜	41000	60000	68000	73000	79000	88000	100000
占比	91%	86%	81%	77%	72%	65%	67%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.5. 新项目投产突破产能瓶颈，未来空间巨大

尽管公司生产规模不断扩大，但仍无法满足企业快速发展的需要。2013 年公司营业收入增速以及净利润增速都有所放缓，近三年公司销售收入年均增 33.24%，且已经接近产能上限。2013 年该公司投资 2.6 亿元在贵阳国家高新技术产业开发区沙文生态科技产业园建设复合反渗透膜及膜组件生产线项目，预计项目建设期 24 个月，2016 年达产。项目达产后，预计年新增 900 万平方米的生产能力，新增销售收入 45100 万元、新增净利润 6664 万元。

我们预计本次扩产项目将有助于缓解时代沃顿的产能瓶颈，让营业收入，净利润增速回到高水平，并进一步提高其在行业内的市场占有率，带动纳滤膜、超滤膜以及能源膜产品的销量，前景乐观。预计到 2015 年和 2020 年，企业产品生产线及产能新增需求如下：

表 5： 2015 年和 2020 年企业产品生产线及产能新增情况

单位	2015 生产线数量 (条)	2015 产能 (万平方米)	2020 生产线数量 (条)	2020 产能 (万平方米)
反渗透膜	5	1400	2	1800
纳滤膜	0	0	1	100
超滤膜	1	300	1	400
能源膜	0	0	3	3000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 未来不排除切入水处理领域，打开空间

4.1. 水处理行业关乎国计民生，膜技术在水处理行业优势明显

我国是水资源短缺的国家，人均占有量仅为世界的 1/4，水资源分布不平均，水体污染也很严重，发展水资源利用技术已经成为关系国计民生，国家可持续性发展战略的重要任务。而膜技术是材料科学以及工程科学等诸多科学交叉结合的新领域，特别适用于现代工业对环保以及消除污染的需要。目前，膜技术在世界范围内受到了极大的重视。

反渗透膜技术是当今世界在水处理中最有效和最节能的分离技术之一，利用反渗透膜的分离特性可以有效去除水中的溶解盐、胶体、有机物、细菌等杂质，具有能耗低、无污染、工艺先进、操作简单等优点。目前，反渗透膜产品已经成为水处理行业核心材料，被我国列为优先发展的高新技术产业。

从我国发展来看，环境保护越来越受重视，污水处理量逐年增加，我国水资源短缺，对海水的淡化处理也是越来越受重视。这些方面对反渗透膜的需求会越来越高，带动国内膜行业产能逐年增加。

图 7： 全国污水排放量稳定增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8： 近年来全国污水日处理能力



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. “十二五”明确推进高效膜，打开膜水处理市场空间

2012 年国务院发布的《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》将“推进高效膜材料和组件”列入了先进环保产业发展重点。

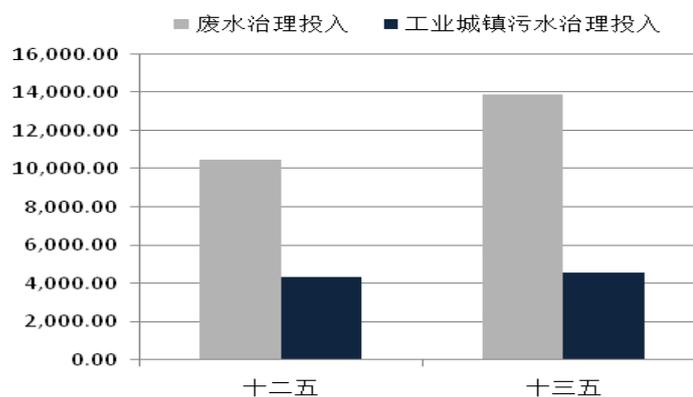
国家科技部编制的《“十二五”海水淡化科技发展专项规划》提出，海水淡化反渗透膜“十二五”期间国内市场占有率上升至 25%-30%，新增反渗透法海水淡化能力 100-150 万立方米/日，使我国成为国际上膜法海水淡化大国。中国膜工业协会日前发布的《分离膜行业“十二五”发展规划》中提出，未来五年，要新增复合反渗透海水淡化能力 100 万-150 万立方米/日，使我国成为国际上膜法海水淡化大国。

“十二五”期间，预计我国海水淡化将达到 150 至 200 万吨/日，是现有产能的三四倍，投资规模将达到 200 亿元左右。截至 2013 年，我国已建成 72 套海水淡化装置，日产 24 万吨淡水；在建和待建 56 项工程。全部建成后，我国海水淡化日产 220 万吨淡水，新增膜元件（8 吋）的需求量 4.5-5.9 万支，市场销售额 1.8-2.2 亿元。

国家环保总局环境规划院预测，我国“十二五”和“十三五”时期废水治理投入将分别达 1.05 万亿元和 1.39 万亿元，其中工业和城镇生活污水的治理投资将分别达 4355 亿元和 4590 亿元。

图9：未来废水治理投入

单位：万元



数据来源：十二五规划，安信证券研究中心

“十二五”中明确指出：到 2015 年，城市污水处理率达到 85%，县城污水处理率达到 70%；城镇污水处理设施再生水利用率达到 15%以上。对比 2010 年的数据，污水处理率上升 7.5%，再生水利用率上升 5%以上。同时民用水处理方面，现阶段我国主要城市家用净水器渗透率不足 10%，而美国、日本等发达国家都在 70%以上，且国内净水器市场大部分是洋品牌，产品毛利率高达 70%以上，净水器的核心技术膜原件的进口替代空间巨大，一旦国内市场启动，掌握膜技术的公司将迎来经营拐点，而且膜原件作为耗材，更换周期在 1 年半到两年间，未来需求将呈指数级增长。

4.3. 时代沃顿膜产品在水处理中应用广泛，切入水处理条件成熟

时代沃顿在国内外水处理膜市场中占有重要地位，是国内生产规模最大的反渗透膜生产企业，占据了国产反渗透膜第一品牌的行业领先地位。公司生产的工业通用膜元件、海水淡化膜元件、抗污染膜元件、抗氧化膜元件、家用膜元件等，在工业水处理和家用净水领域均有广泛应用。公司 2000 年从美国引进了反渗透膜技术和第 1 条膜及组件中试

生产线，经过不断扩能改造，膜片生产能力已达 1000 万平方米/年。

公司产品在国内外水处理领域已经有许多的应用实例：上海焦化厂除盐水厂项目：将经过工厂老水厂处理后的黄浦江水脱盐化；大连热电股份有限公司：大连热电集团使用时沃顿的膜元件用于城市污水回用，性能稳定可靠，且综合性能完全达到国际先进水平；菲律宾最大的电厂——Ilijan 电厂；该电厂曾被美国 Power 杂志评为年度全球最佳电厂，目测该电厂海水淡化膜系统和低压脱盐膜系统由时代沃顿提供。我们认为时代沃顿在未来完全有能力切入水处理领域。

2013 年该公司投资 2.6 亿元在贵阳国家高新技术产业开发区沙文生态科技产业园建设复合反渗透膜及膜组件生产线项目，预计项目建设期 24 个月，2016 年达产。项目达产后，预计年新增 900 万平方米的生产能力。该项目建成后将帮助公司突破现有产能上限，为未来公司切入水处理领域打下坚实的产能和规模基础。

5. 大自然科技，科技稳定增长

5.1. 公司发展态势健康良好，业绩稳定

2013 年大自然公司继续加强产品研发、推进工艺革新、启动对原有部分产品系列的升级，各系列产品性能和生产效率均得到提升。结合原料基地的发展，研究棕应用领域拓展。新产品研发取得突破，强护脊系列产品实现成功上市。大自然公司持续推进品牌建设，注重战略营销，有效强化现有市场区域销售，持续优化地区市场销售网络，整体呈现持续健康发展的良好态势。

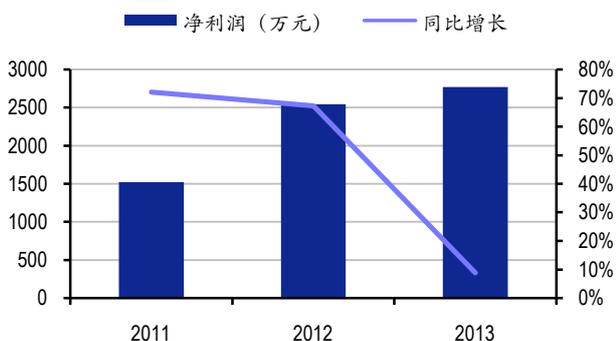
2013 年棕纤维业务实现营业收入 26,664.91 万元，较上年同期增长 13.02%；实现净利润 2770.43 万元，较上年同期增长 8.88%，营业收入以及净利润增速均有所下滑。

表 6：大自然科技近年经营情况

	营业收入 (万元)	营收同比增长率	净利润 (万元)	净利润同比增长率
2011	15823	35%	1520.65	72.14%
2012	24165.56	49.11%	2544.16	67.37%
2013	26664.91	13.01%	2770.43	8.88%

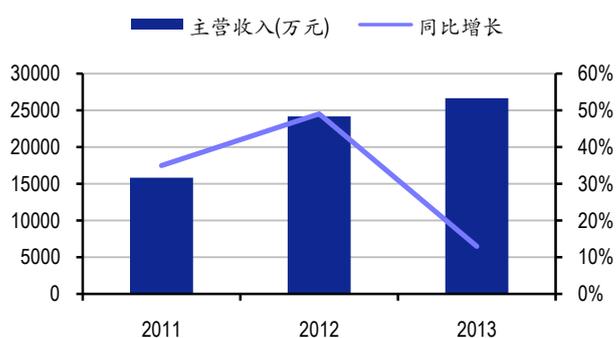
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：大自然科技近年营业收入情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：大自然科技近年净利润情况



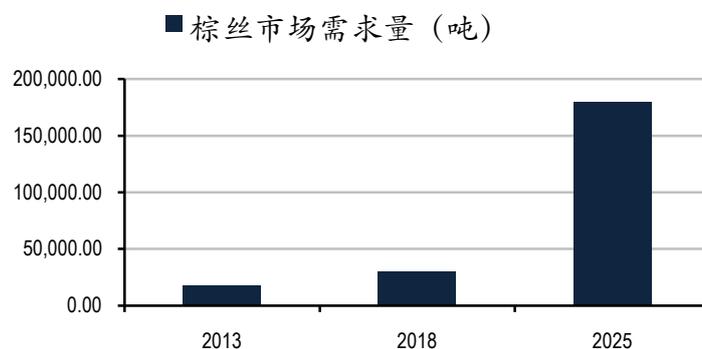
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

我们认为营业收入以及净利润增速下滑的主要原因是棕纤维制品市场跟随者的进入，造成行业竞争加剧。原材料供不应求推动成本上升，市场竞争加剧导致产品价格下降，压缩企业利润，2013年，棕纤维产品营业成本比上年同期增加12.24%。

5.2. 积极应对竞争加剧问题，未来有望降低成本

近年来，原材料供不应求导致企业成本上升，市场竞争加剧导致产品价格下降，压缩企业利润。然而目前已开发被大量使用的棕纤维，全国具备割取和加工条件的不超过18万亩，其棕丝产量最高理论值不超过18000吨，预计到2018年市场需求量超过30000吨，到2025年将突破180000吨，需求潜力巨大，现有资源已远远不能满足行业发展，这造成了原材料供不应求的局面。

图11：棕丝市场需求量预测



数据来源：相关文献，安信证券研究中心

2013年贵州省林业厅明确了300万亩棕榈树种植的推进时间计划及执行措施。大自然科技公司作为我国现代棕榈产业的开创者、领导者和棕榈产业的龙头企业，将担任起300万亩棕榈基地建设和快速发展棕榈产业的火车头重任，建成后，将极大改善原材料供不应求的局面，有效降低成本，释放公司产能，进一步扩大公司的规模和盈利。

同时，贵州大自然科技有限公司与原材料供应方建立了长期战略合作关系。2013年9月24日该公司的原材料供货商德国科德宝集团全球市场销售总监Gerhard.Stuppy、业务部经理Jean.Francois Kerhault率公司精英团队到大自然公司实地考察并与高层领导进行合作洽谈，双方就进一步加强合作达成了共识，未来将推动培育原材料基地，确保原材料的质量、供给和价格稳定，降低原材料供给风险。

6. 盈利预测与估值

在现有业务的基础上，我们预计公司2014-2016年营业收入分别为25.72亿元、29.16亿元、33.26亿元，EPS分别为0.21元、0.26元、0.35元，公司子公司时代沃顿盈利能力较好，反渗透膜技术实力强大，未来不排除切入水处理领域，打开成长空间，同时公司有望借国企改革契机，分享改革红利，解决同业竞争问题，未来优质资产置换后有助于提升公司的长期价值，我们首次给予“买入-A”评级，6个月目标价13元。

7. 风险提示。

时代沃顿产能增长不及预期；与大股东之间的同业竞争难以解决；大自然科技棕产品竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月09日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,210.7	2,284.5	2,572.9	2,916.4	3,326.4	成长性					
减:营业成本	1,769.0	1,852.3	2,019.8	2,278.2	2,552.4	营业收入增长率	25.0%	3.3%	12.6%	13.4%	14.1%
营业税费	9.4	10.2	11.6	13.1	15.0	营业利润增长率	16.9%	-10.8%	77.8%	21.0%	34.9%
销售费用	67.6	71.2	79.8	87.5	99.8	净利润增长率	1.9%	10.1%	39.0%	23.0%	32.0%
管理费用	228.8	238.7	270.2	306.2	349.3	EBITDA 增长率	13.3%	3.6%	45.7%	22.3%	28.9%
财务费用	2.3	6.5	3.2	3.1	1.1	EBIT 增长率	21.8%	-7.1%	70.4%	20.6%	33.6%
资产减值损失	18.4	2.5	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	24.9%	-8.0%	70.6%	20.6%	33.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.2%	0.0%	10.9%	22.9%	-24.1%
投资和汇兑收益	4.9	4.0	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	16.2%	12.6%	9.0%	13.2%	14.7%
营业利润	120.0	107.1	190.4	230.3	310.8	利润率					
加:营业外净收支	11.5	36.7	7.0	8.0	9.0	毛利率	20.0%	18.9%	21.5%	21.9%	23.3%
利润总额	131.5	143.8	197.4	238.3	319.8	营业利润率	5.4%	4.7%	7.4%	7.9%	9.3%
减:所得税	18.9	21.7	29.6	35.7	48.0	净利率	2.7%	2.9%	3.5%	3.8%	4.4%
净利润	59.2	65.2	90.6	111.4	147.1	EBITDA/营业收入	8.1%	8.1%	10.5%	11.4%	12.8%
						EBIT/营业收入	5.5%	5.0%	7.5%	8.0%	9.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	75	81	79	74	69
货币资金	329.9	479.3	514.6	583.3	960.9	流动营业资本周转天数	-4	-4	-15	-3	-2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	173	189	186	184	201
应收帐款	275.6	385.3	206.0	486.4	352.4	应收帐款周转天数	35	52	41	43	45
应收票据	15.5	27.4	12.3	31.1	23.4	存货周转天数	56	50	54	52	50
预付帐款	131.0	104.3	137.2	148.7	167.9	总资产周转天数	315	352	346	326	323
存货	310.4	323.1	441.9	401.2	526.9	投资资本周转天数	91	99	92	95	81
其他流动资产	5.8	16.8	12.7	11.7	13.7	投资回报率					
可供出售金融资产	182.9	200.2	171.8	185.0	185.7	ROE	5.9%	6.0%	8.1%	9.1%	10.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	4.9%	6.8%	7.2%	8.6%
长期股权投资	11.3	11.3	11.3	11.3	11.3	ROIC	21.5%	15.4%	26.3%	28.6%	31.1%
投资性房地产	85.6	87.8	87.8	87.8	87.8	费用率					
固定资产	463.8	560.0	568.6	625.8	641.6	销售费用率	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
在建工程	56.5	115.8	158.1	91.2	48.4	管理费用率	10.3%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
无形资产	108.7	135.8	132.3	128.9	125.4	财务费用率	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.5%	13.8%	13.7%	13.6%	13.5%
资产总额	1,995.1	2,471.2	2,473.1	2,811.5	3,163.9	偿债能力					
短期债务	50.0	75.0	23.6	35.8	-	资产负债率	40.2%	45.7%	40.8%	41.1%	40.0%
应付帐款	462.2	651.3	583.1	668.2	773.4	负债权益比	67.3%	84.1%	69.0%	69.7%	66.5%
应付票据	165.5	175.4	144.2	233.3	199.0	流动比率	1.44	1.29	1.40	1.59	1.72
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.03	0.98	0.93	1.21	1.28
长期借款	-	-	-	35.6	-	利息保障倍数	52.67	17.47	60.26	75.69	272.81
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	802.7	1,129.2	1,009.9	1,154.9	1,264.1	DPS(元)	-	-	0.04	0.05	0.07
少数股东权益	192.3	261.5	338.7	429.9	554.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	422.0	422.0	422.0	422.0	422.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	578.0	658.5	702.5	804.8	923.2						
股东权益	1,192.4	1,342.0	1,463.2	1,656.7	1,899.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.14	0.15	0.21	0.26	0.35
净利润	112.6	122.1	90.6	111.4	147.1	BVPS(元)	2.37	2.56	2.66	2.91	3.19
加:折旧和摊销	57.8	73.5	77.6	98.1	115.5	PE(X)	70.2	63.7	45.8	37.3	28.2
资产减值准备	18.4	2.5	-	-	-	PB(X)	4.2	3.8	3.7	3.4	3.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-42.1	45.9	-142.1	8,598.6	14.7
财务费用	4.4	8.2	3.2	3.1	1.1	P/S	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
投资损失	-4.9	-4.0	-5.0	-5.0	-5.0	EV/EBITDA	13.8	18.1	13.7	11.4	8.1
少数股东损益	53.5	56.9	77.2	91.2	124.7	CAGR(%)	21.6%	30.6%	20.1%	21.6%	30.6%
营运资金的变动	-19.8	-66.5	-15.5	-172.5	176.1	PEG	3.2	2.1	2.3	1.7	0.9
经营活动产生现金流量	125.0	95.6	228.0	126.3	559.6	ROIC/WACC	1.8	1.3	2.2	2.4	2.6
投资活动产生现金流量	-180.7	-17.7	-91.5	-93.2	-80.7	REP	2.2	4.1	2.4	1.8	2.0
融资活动产生现金流量	-18.2	38.1	-101.2	35.6	-101.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王书伟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	test		

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

