

**证券研究报告—深度报告**
**公用事业**
**环保 II**
**南方汇通(000920)**
**买入**

昨收盘: 27.49 元 (维持评级)

2015年04月14日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	422/422
总市值/流通(百万元)	11,300/11,300
上证综指/深圳成指	4122/14149
12个月最高/最低(元)	27.49/9.50

**相关研究报告:**
**证券分析师: 陈青青**

 电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050004

**证券分析师: 徐强**

 电话: 010-88005329  
 E-MAIL: xuqiang1@guose.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514040001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**
**内生充足+外延可期, 本土 RO 膜龙头再启航**
**●公司概况: 资产置换完基本完成, 转型专注环保业务的控股型公司**

目前公司与大股东之间的资产置换工作已经基本完成, 剥离车皮相关业务之后, 南方汇通将成为控股型公司, 下属两个子公司时代沃顿和大自然分别从事 RO 膜和棕纤产品生产业务, 盈利能力得到明显改善。

**●公司分析: 在水环保产业链中的核心战略地位无可替代**

公司膜产品是中水处理、海水淡化等多种水处理工艺的核心耗材, 作为国内唯一具备高端分离膜生产能力的企业, 公司的优势地位难以被替代: 1) 技术优势: 公司已有 10 余年膜材料研发生产经验, 成套技术难以被复制; 2) 成本优势: 与进口产品相比, 沃顿膜产品性价比优势明显; 3) 渠道优势: 公司已经建立遍布全球的 B2B 销售渠道, 确保新增产能快速消化。

**●市场判断: 市场空间广阔+行业将迎高速增长+进口替代可期=龙头公司率先受益**

我们认为市场正在朝着有利于龙头公司的方向发展: 1) 家用净水器快速发展、中水回用及海水淡化行业将进入高速增长期, 反渗透膜近千亿广阔市场待释放; 2) 水价提升、水污染事故频发等因素推动反渗透膜行业加速发展; 3) 行业进口替代趋势确定, 技术实力突出的龙头公司市场占有率有望进一步提升。

**●成长能力分析: 沙文项目达产带来膜产品量、价齐升**

沙文项目将于 15 年中旬达产, 带来两方面改善: 1) 项目达产后公司总产能有望提升至 2000 万平方米/年, 远期有望达到 5700 万平方米, 未来五年产能 CAGR 接近 40%。2) 从产品技术指标来看, 沙文项目达产有望推动公司产品质量进一步提升, 实现与进口品牌的接轨, 高端产品价格有望进一步上调。

**●外延扩张预期: 公司下游扩张战略初定, 外延并购和战略合作值得期待**

公司凭借技术、成本、分销体系等综合优势, 牢牢占据水处理产业链的核心地位, 为其向产业链下游延伸奠定了坚实的基础。目前资产置换工作已经基本完成, 公司已经初步具备再融资条件, 造血能力恢复为公司展开外延并购和实施战略合作提供了可能性, 未来产业链下游延伸落实值得期待。

**●盈利预测与投资评级:**

我们预计公司 15 年-17 年 EPS 分别为 0.29 元、0.42 元和 0.58 元, PE 分别是 88 倍、61 倍和 44 倍。公司现有估值较高, 但是我们考虑到: 1) 公司在水环保产业链中的核心战略地位无可替代, 伴随反渗透膜行业进入快速发展期, 公司将率先受益; 2) 产能增长较快, 公司内生动力充足; 3) 公司初步确定向产业链下游扩张战略, 并购或战略合作值得期待。给予公司“买入”投资评级。

**盈利预测和财务指标**

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,062	946	1,419	1,790
(+/-%)	-9.7%	-54.1%	50.0%	26.2%
净利润(百万元)	182	122	177	244
(+/-%)	180.0%	-33.3%	45.3%	38.1%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.29	0.42	0.58
EBIT Margin	3.7%	18.5%	18.1%	19.8%
净资产收益率(ROE)	19.3%	11.6%	14.7%	17.4%
市盈率(PE)	59.2	88.8	61.1	44.2
EV/EBITDA	69.5	57.0	38.5	28.5
市净率(PB)	11.42	10.30	9.01	7.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 核心逻辑与独到观点：为何现在是投资公司最佳时机

### 市场疑问 1：如何看待公司的投资价值？

我们根据公司产能释放进度和市场情况估算，预计公司 2015 年 EPS 为 0.29 元，按照公司最新收盘价计算，对应 PE 约为 80 倍。公司现有估值较高，但是我们认为公司属于典型的好公司+好行业+高增长投资标的，同时外延扩张可期，因为给予公司买入评级。

- ◇ **公司层面来看：**RO 膜产品是中水处理、海水淡化等水处理工艺的核心耗材，作为国内少数具备高端分离膜生产能力的企业，公司技术、性价比、分销等综合优势保证其在水环保产业链中的核心战略地位无可替代；
- ◇ **市场层面来看：**反渗透膜在家用净水器、海水淡化、中水回用等领域存在广阔空间，未来将伴随水价上调、技术水平提升加速释放，在目前本土膜进口替代趋势确定的背景之下，行业向着有利于龙头公司的方向发展；
- ◇ **内生增长方面来看：**公司沙文项目存在超预期空间，达产后公司膜产量将提升至 2000 万平方米，同时公司产品一致性等技术指标也将达到进口膜水平，部分高端产品价格提升可期；
- ◇ **外延扩张预期方面来看：**解决同业竞争之后，公司再融资能力恢复，向膜产业链下游扩张的战略初定，外延并购和战略合作值得期待。

### 市场疑问 2：如何理解公司在水环保产业链中的卡位优势？

公司控股 80% 的子公司时代沃顿是国内唯一一家具备高端分离膜生产能力的企业，其产品被用作海水淡化、中水回用、家用净水器等多个水处理领域，在水环保产业链中占据了核心战略地位。我们认为，公司在技术、性价比和分销能力三方面的优势明显，其在水处理产业链中的战略地位难以被动摇。

- ◇ **技术优势明显，膜生产工艺难以被复制和超越：**十余年不断的技术积累、稳定且经验丰富的研发团队确保公司生产的膜组件生产技术远远超越国内同行，主要技术参数可与进口品牌媲美，行业的龙头地位难以被取代。
- ◇ **性价比优势，确保公司市场份额稳步提升：**与相同规格和技术参数的进口产品相比，公司生产的膜价格只相当于进口品的 40%-70%，性价比优势十分明显，确保公司占据十分稳固的市场地位。伴随公司沙文项目达产，技术水平有望进一步提升，通过进口替代逐步提升市场占有率是大概率事件。
- ◇ **销售渠道优势，成熟 B2B 销售网络保障公司产能快速释放：**公司主要采用“直销+经销”的方式，目前销售网络已经实现对于国内的重点市场、中东地区和南亚地区的覆盖，可以保障新增产能快速释放。

### 市场疑问 3：反渗透膜市场空间有多大？

目前中国反渗透膜行业仍处于发展初期，14 年市场空间仅有 45 亿元，主要集中于海水淡化和家用净水设备等领域。我们认为，伴随中国用水成本上升和水源质量下降，反渗透膜将在家用净水设备、中水回用等领域获得广阔市场空间，行业将进入快速发展期。

- ◇ **净水器将重演空调快速增长历史，近 200 亿低压膜需求快速释放：**中国家用净水设备销售规模连续多年 CAGR>45%，受中国人均可支配收入提升和饮用水污染事故高发等因素带动，净水器将重演空调快速增长历史，我们通过人口数据和增长速度两种不同方法测算，估计近 5 年内中国净水器

市场空间约千亿规模，对应反渗透膜需求的市场空间在 200 亿以上。

- ◇ **用水成本提升推动工业、市政近 400 亿抗污膜需求加速释放：**伴随环保部水十条及其配套政策、水利部水权交易政策和发改委阶梯水价政策落实，用水单位的用水成本将出现明显提升，带来两方面变革：1) 工业用水户获得主动开展节水改造的动力，工业污水回用比例提升；2) 市政污水资源化变革加速，市政污水处理厂主动建设中水回用设施。这样的背景之下，我们分别从工业用水脱盐化、市政污水处理和工业中水回用三个方面估算膜法深度净水的市场空间高达近 400 亿元。
- ◇ **海淡市场将迎来快速发展期，船用和厂用高压膜需求值得关注：**受到高压膜材料技术水平和用水成本较低等因素限制，中国海水淡化行业发展较为缓慢，但是我们认为伴随用水成本提升，阻碍行业快速发展的限制因素将解除。我们根据海水淡化行业发展规划以及中国舰船吨位规模，粗算近两年脱盐高压反渗透膜的市场空间约为 20 亿元。
- ◇ **本土膜出口拓展海外市场更广阔天地：**按照行业协会预计，全球海水淡化市场规模将在 2015 年达到 700-950 亿美元，假设其中膜法工艺占比 65%，全部市场空间将达到 450-600 亿美元。海外业主方关注价格和技术指标，对于品牌、既往业绩等因素考虑较少，时代沃顿膜产品未来销售规模和范围进一步扩展值得期待。

#### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 15 年-17 年 EPS 分别为 0.29 元、0.42 元和 0.58 元，PE 分别是 88 倍、61 倍和 44 倍。公司现有估值较高，但是我们考虑到：1) 公司在水环保产业链中的核心战略地位无可替代，伴随反渗透膜行业进入快速发展期，公司将率先受益；2) 产能增长较快，公司内生动力充足；3) 公司初步确定向产业链下游扩张战略，并购或战略合作值得期待。给予公司“买入”的投资评级。

## 内容目录

<b>公司概况：资产置换完基本完成，转型环保轻装上阵</b> .....	<b>6</b>
公司简介：车皮相关业务置换基本完成，轻装上阵专注环保业务 .....	6
高毛利率的反渗透膜和棕纤维产品生产成为公司的支柱性业务 .....	7
<b>公司判断：在水环保产业链中的核心地位无可替代</b> .....	<b>8</b>
优势之一：技术优势明显，膜生产工艺难以被复制和超越 .....	8
优势之二：性价比优势明显，确保公司市场份额稳步提升 .....	9
优势之三：成熟 B2B 销售网络保障公司产能快速释放 .....	10
<b>行业判断一：家用+净水+海淡+出口，造就反渗透膜近千亿市场空间</b> .....	<b>10</b>
市场一：净水器将重演空调快速增长历史，200 亿低压膜需求快速释放 .....	10
市场二：用水成本提升推动工业、市政近 400 亿抗污膜需求加速释放 .....	12
市场三：海淡市场将迎来快速发展期，高压膜需求值得关注 .....	12
市场四：海外市场，本土膜出口拓展更广阔天地 .....	13
<b>行业判断二：不利因素正在改善，反渗透膜行业将迎来高速增长期</b> .....	<b>13</b>
改善之一：污染事故频发、水源质量下降推动净水器渗透率快速提升 .....	13
改善之二：用水成本提升，带动抗污反渗透膜需求释放 .....	13
改善之三：技术水平快速提升，本土品牌获得发展新机遇 .....	14
<b>行业判断三：进口替代趋势确定，本土龙头市占率持续提升</b> .....	<b>15</b>
<b>成长能力分析：沙文项目达产带动膜产品量增、价涨值得期待</b> .....	<b>15</b>
<b>外延式增长：下游扩张战略初定，并购或战略合作快速落实值得期待</b> .....	<b>16</b>
<b>盈利预测与投资评级</b> .....	<b>16</b>
盈利预测假设 .....	16
盈利预测及评级 .....	17
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>18</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>19</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>19</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 重组前公司业务架构和子公司相应情况 .....	6
图 2: 重组后公司业务架构和子公司相应情况 .....	6
图 3: 2007-2014 反渗透膜业务收入及增长率情况 .....	7
图 4: 2006-2014 反渗透膜业务的毛利及毛利率情况 .....	7
图 5: 收入分布: 14 年膜和棕纤业务收入占比仅为 44% .....	7
图 6: 毛利分布: 14 年膜和棕纤业务毛利贡献率已经接近 70% .....	7
图 7: 公司各项业务收入变化图 (单位: 亿元) .....	8
图 8: 公司各项业务毛利变化图 (单位: 亿元) .....	8
图 9: 1999-2011 年中国空调的销售量 (万台) .....	11
图 10: 2013-2020 年中国家用净水器销量预测 (万台) .....	11
图 11: 1991-2014 年城镇人均消费支出增长 12.5 倍 .....	11
图 12: 截至 2013 年主要国家和地区净水器普及率的比较 .....	11
图 13: 截至 2011 年全球膜组件市场的发展状况 .....	14
图 14: 截至 2007 年反渗透膜在全球膜组件市场中的占比情况 .....	14
图 15: 高性价比使得公司产品在海外市场占据稳定市场份额 .....	15
表 1: 公司发展历程及重大事件简表 .....	6
表 2: 时代沃顿与海德能、陶氏的产品性价比比较 .....	9
表 3: 2012 年全球主要复合反渗透膜厂商市场占有率对比 .....	9
表 4: 时代沃顿各种销售模式下实现的营业收入情况 .....	10
表 5: 2013 年时代沃顿前五大客户的销售情况 .....	10
表 6: 近年来发生的饮用水污染事件 .....	12
表 7: 工业水处理对于反渗透膜的需求空间测算 .....	12
表 8: 2012 年以来中央出台多项规划和决定, 支持海水淡化和工业净水膜工业的发展 .....	14
表 9: 南方汇通分业务预测 (万元) .....	17



## 公司概况：资产置换完基本完成，转型环保轻装上阵

### 公司简介：车皮相关业务置换基本完成，轻装上阵专注环保业务

南方汇通股份有限公司前身为铁道部贵阳车辆厂，于 1999 年改制为股份有限公司并于深交所上市。上市以来南方汇通主营业务与控股股东中国南车集团之间存在同业竞争问题，公司始终无法达到再融资条件，发展受到较大局限。2014 年底公司与大股东达成资产置换协议，剥离了全部车辆制造和钢结构业务，解决了同业竞争问题，同时进一步提升了时代沃顿的持股比例，彻底转型成为以高端分离膜生产为主营业务的环保企业。

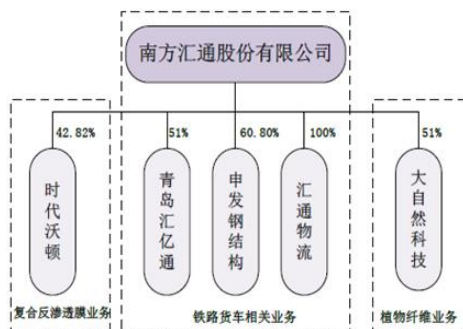
- ◇ **第一次资产重组失败：**2008 年初，公司与中国南车集团、贵州省物资集团有限责任公司签订了重组框架协议，但由于重组拟置入资产涉及的有关报批事项未得到批准，重组方案宣告终止。
- ◇ **第二次资产重组失败：**2012 年底，公司拟以全部资产和负债交易中国节能环保集团公司控股 56.27% 的子公司“中节能太阳能科技有限公司”及其全资子公司“中节能（杭州）光伏发电有限公司”的股权，但是由于重组所涉及的利益相关方短期内难以达成一致，资产重组计划再度宣告终止。
- ◇ **第三次资产重组成功：**2014 年底，公司以铁路货车相关业务全部资产、负债以及持有的贵州南方汇通物流贸易有限责任公司 100% 股权、贵州汇通中发钢结构有限公司 60.8% 股权和青岛汇亿通铸造有限公司 51% 股权，与中国南车集团公司下属企业持有的时代沃顿 36.79% 股权进行置换。资产置换完成后，公司对时代沃顿的持股比例由 42.82% 增至 79.61%。

表 1：公司发展历程及重大事件简表

时间	发展历程及重大事件
2014	公司以其拥有的铁路货车业务相关全部资产、负债及持有部分公司股权，与南车贵阳持有的贵阳沃顿 36.79% 股权进行置换
2013	公司控股子公司贵阳沃顿吸收合并北京沃顿，贵阳沃顿为吸收合并后的存续公司
2012	公司与中国节能环保集团公司筹划第二次资产重组，由于各方利益短期内难以达成一致，重组计划终止
2011	南车集团承诺，5 年内通过资产购并、重组等方式，将其持有的南方汇通公司股权进行处置，解决同业竞争问题
2010	控股股东变更为南车集团，剥离亏损的子公司贵州航天电源科技有限公司，退出锂二次电池业务经营范围
2009	设立子公司大自然科技有限公司，公司出资 1530 万元，占注册资本的 51%
2008	与母公司和贵州省物资集团有限责任公司签订重组框架协议，因报批问题，重组方案失败
2006	作为第一大股东，出资 1092 万元与株洲电力机车研究所共同投资设立北京时代沃顿科技有限公司
2003	中国铁路机车车辆工业总公司分拆，南方汇通控股股东变更为中国南方机车车辆工业有限公司
2002	继承贵阳车辆厂所经营的全部铁路货车修理、制造和货车配件业务
1999	公司上市，成为西南铁路货车大修基地和铁路“提速重载”机车车辆配件的重要生产基地

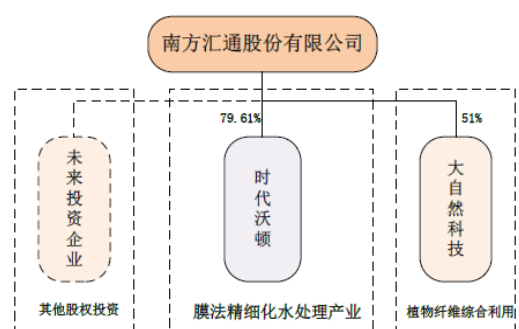
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1：重组前公司业务架构和子公司相应情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：重组后公司业务架构和子公司相应情况



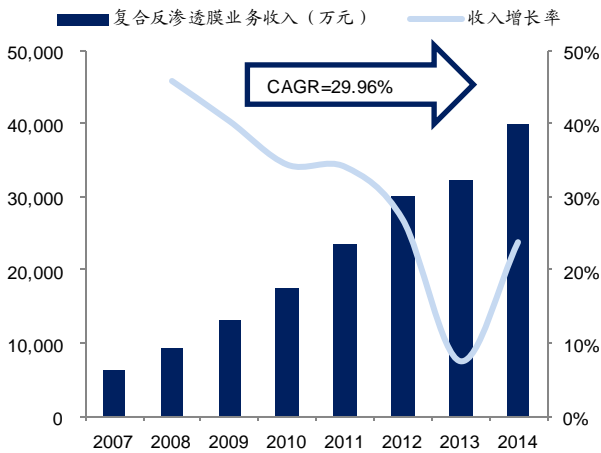
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 高毛利率的反渗透膜和棕纤维产品生产成为公司的支柱性业务

伴随货车业务剥离，公司成为控股型公司，持有时代沃顿 80%股份和大自然科技 51%股份，反渗透膜业务和棕纤维产品业务成为公司核心。上述两项业务毛利率较高，12-14年公司反渗透膜业务的毛利率分别为 43%、47%和 51%，棕纤维产品业务的毛利率分别为 31%、32%和 33%，毛利率稳中有增。

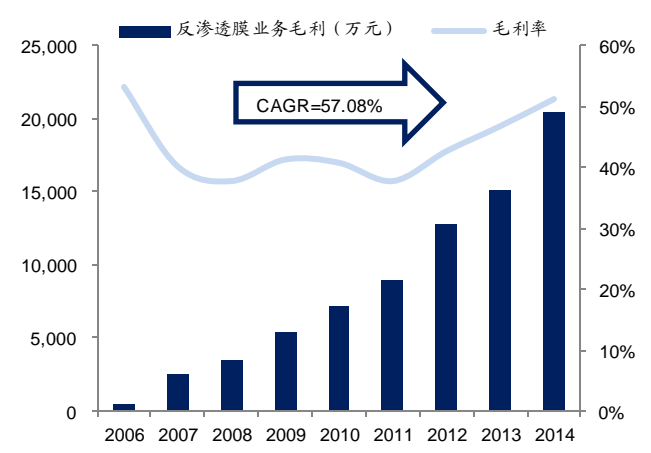
- ◇ **复合反渗透膜业务：**公司持股 80%的子公司时代沃顿是国内技术水平最为领先、经营规模最大的反渗透膜、纳滤膜生产企业，拥有低压、极低压、超低压、抗污染、抗氧化和纳滤等 50 多种膜产品的生产能力。在中国反渗透膜市场中占比达到 15%，其中家用净水器细分市场占比达到 40%。
- ◇ **棕纤维产品业务：**公司持股 51%的贵州大自然是中国最大的高端植物床垫制造企业。伴随公司新生产线在 15 年中旬达产，公司总产能将由目前的 16 万床提升至 40 万床/年。目前公司已经推出近 20 个产品系列，经销网点覆盖中国主要城市。

图 3：2007-2014 反渗透膜业务收入及增长率情况



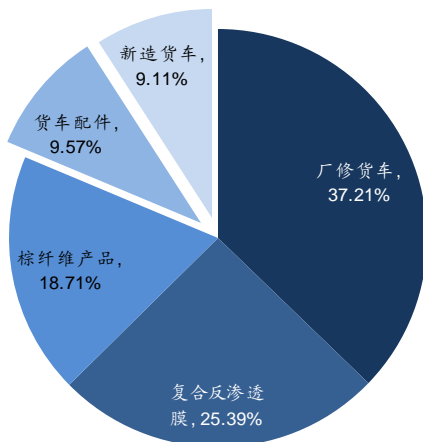
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 4：2006-2014 反渗透膜业务的毛利及毛利率情况



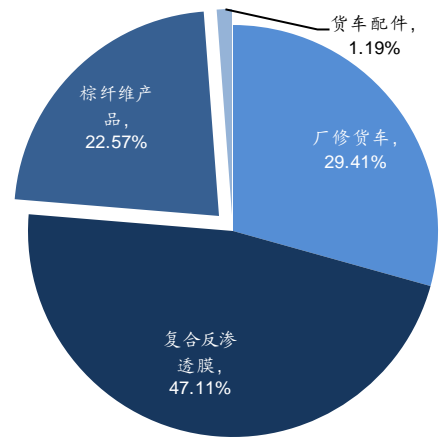
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 5：收入分布：14 年膜和棕纤业务收入占比仅为 44%



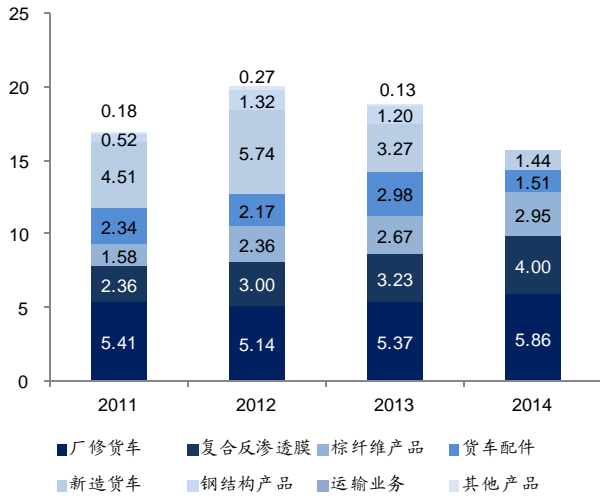
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：毛利分布：14 年膜和棕纤业务毛利贡献率已经接近 70%



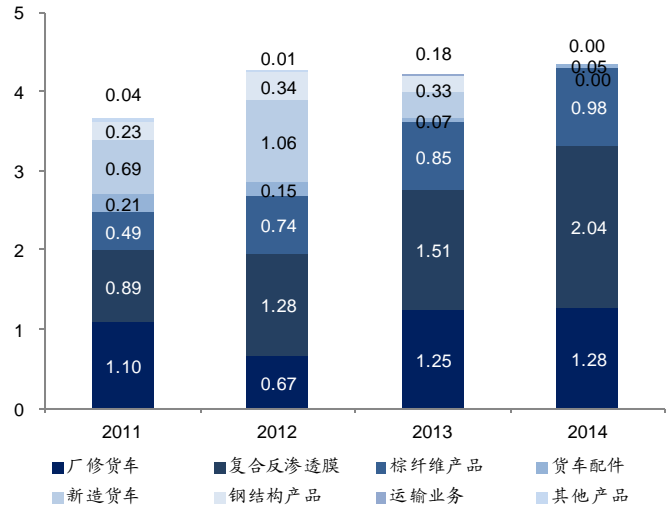
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司各项业务收入变化图 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司各项业务毛利变化图 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 公司判断: 在水环保产业链中的核心地位无可替代

公司的膜产品是净水器、海淡、中水回用和分离浓缩等水处理领域的核心耗材, 公司作为国内唯一具备高端分离膜生产能力的企业, 卡住了水环保产业链的“核心要地”。我们认为, 公司的生产技术难以被超越、性价比远超国外竞争对手、分销网络足以支撑产能扩张, 多项核心竞争力确保公司在水环保产业链中的核心战略地位无可替代。

### 优势之一: 技术优势明显, 膜生产工艺难以被复制和超越

时代沃顿现有产品包括低压 RO、极低压 RO、超低压 RO、抗污染 RO、抗氧化 RO 和纳滤等多个规格的膜组件, 新建生产线的产品技术参数基本可以达到进口品牌水平。同时公司是继美国陶氏化学之后全球第二家实现干式膜元件规模化生产的企业, 适应高 SS (悬浮污染物) 污水工作环境的抗污染膜和抗氧化膜技术已经基本成熟, 可以用于中水回用系统。我们分析公司的发展历史, 认为公司较强的技术实力源于两方面: 1) 10 余年不断的技术积累和改进; 2) 拥有稳定且经验丰富的技术团队, 上述两项优势使得公司的膜生产工艺难以在短期内被竞争对手复制和超越。

- ◇ **十余年积累, 形成完整的膜材料生产技术体系:** 自公司 2002 年引进第一条反渗透膜生产线以来, 公司的研发支出占收入比重常年保持在 10% 以上, 积累了大量生产参数和工艺细节。目前公司的 8 英寸超低压反渗透膜元件稳定脱盐率 99%, 日平均产水量达到 45.7m<sup>3</sup>, 回收率达到 15%, 接近国际领先水平; 同时自主研发的覆膜装备的生产能力、产品精度和良品率较第一代的引进设备大幅提升。
- ◇ **拥有稳定且经验丰富的技术团队:** 时代沃顿研发中心拥有由博士、硕士及有经验的工程师组成的 30 多人的精英研发团队, 集成了膜材料应用、膜器件设计及组装、膜终端应用三方面的专业团队, 并且与多所知名高校和科研院所建立了长期的合作关系。截至 2014 年底, 公司拥有专利 39 项, 其中韩国和台湾专利各 1 项, 有多项专利申请已取得授予通知书。



### 优势之二：性价比优势明显，确保公司市场份额稳步提升

与相同规格的进口膜产品相比，时代沃顿的性价比优势十分明显：1) 工业膜方面，市场上时代沃顿的单位膜面积均价约 80 元，相同技术参数下，海德能和陶氏产品均价在 110 元左右，时代沃顿价格约为海德能和陶氏价格的 75%；2) 家用膜方面，相同规格和技术参数下(过水量 50 立方米/天)，市场上时代沃顿的单位膜面积均价约 50-60 元，海德能和陶氏产品均价分别为 80 和 100 元，时代沃顿价格为海德能和陶氏价格的 70%；3) 海水淡化膜方面，市场上时代沃顿的单位膜面积均价在 150-160 元，同样远低于海德能和陶氏产品均价。

较高的性价比确保时代沃顿 RO 膜占据十分稳固的市场地位，截至 2014 年末中国本土反渗透膜生产企业市场占有率约为 12%，其中时代沃顿一家的市场份额高达 10%，剩余市场空间由杭州北斗星、北方葫芦岛等小型企业瓜分。伴随公司在沙文的新项目达产，膜材料的成孔精度和材料一致性等指标将获得进一步提升，与陶氏、海德能等大型化工企业的产品差异将进一步缩小，在保持价格优势的同时，公司通过进口替代逐步提升市场占有率是大概率事件。

**表 2: 时代沃顿与海德能、陶氏的产品性价比比较**

膜种类	技术/价格参数	时代沃顿		海德能		陶氏	
工业膜	产品系列	ULP21 系列		YQS 系列		BW30 系列	
	产品型号	4040(4寸)	8040(8寸)	4040(4寸)	8040(8寸)	365-IG	400-IG
	稳定脱盐率(%)	9.5	99.5	99	99.5	99.5	99.5
	最低脱盐率(%)	99.3	99.3	98	99	-	-
	过水量 GPD(M3/d)	2400(9.1)	10500(39.7)	3000(11.4)	9500(36.0)	9500(36)	10500(40)
	回收率(%)	15%	15%	15%	15%	-	-
	有效膜面积(平方米)	7.9	33.9	7.2	33.9	34	34
	膜面积单价(元/平方米)	60	60	80	80	78	78
家用膜	产品系列	ULP 系列		HY1812 系列		TW30-1812 系列	
	产品型号	50	75	50	75	55	75
	稳定脱盐率(%)	97.5	97.5	97	97	98	98
	最低脱盐率(%)	96	96	-	-	-	-
	过水量 GPD(M3/d)	50(0.19)	75(0.28)	50(0.2)	75(0.3)	50	75
	回收率(%)	15%	15%	15%	15%	-	-
	有效膜面积(平方米)	0.32	0.38	0.3	0.4	0.32	0.38
	膜面积单价(元/平方米)	50	60	65	78	122	146
海水淡化膜	产品系列	SW21 系列		SW 系列		SW30 系列	
	产品型号	4040(4寸)	8040(8寸)	1-4040	3-8040	4040	XHR-400I
	稳定脱盐率(%)	99.5	99.7	99.5	99.7	99.5	99.7
	最低脱盐率(%)	99.2	99.5	-	-	-	-
	过水量 GPD(M3/d)	1400(5.3)	5000(18.9)	1000(4.0)	6000(22.7)	2400(9.1)	9000(34)
	回收率(%)	8%	8%	-	8%	-	-
	有效膜面积(平方米)	7.9	30.6	7	34	7.9	37
	膜面积单价(元/平方米)	100	100	133	133	204	204

资料来源：国信证券经济研究所整理

**表 3: 2012 年全球主要复合反渗透膜厂商市场占有率对比**

制造商	国内市场(万 m2)	国内市场占有率(%)	海外市场(万 m2)	海外市场占有率(%)	全球市场占有率(%)
美国陶氏化学	1523	40.49	5561	39.56	39.76
日东电工	804	21.36	3475	24.72	24.02
日本东丽	516	13.73	1724	12.27	12.58
<b>时代沃顿</b>	<b>393</b>	<b>10.45</b>	<b>219</b>	<b>1.56</b>	<b>3.43</b>
韩国熊津	202	5.38	459	3.26	3.71
美国 GE	190	5.06	689	4.90	4.94
美国科氏	132	3.50	1931	13.74	11.58
<b>合计</b>	<b>3760</b>	<b>100.00</b>	<b>14058</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 优势之三：成熟 B2B 销售网络保障公司产能快速释放

目前时代沃顿的销售对象主要是商业用户，采取“经销+直销”模式，以经销为主，直销为辅。目前公司的销售网络已经实现对于国内的重点城市、中东地区和南亚地区的覆盖。

- ◇ **公司对经销商控制能力较强：**时代沃顿对经销商的选择制定了一套较为完善的标准体系，并定期与经销商签署《产品分销协议》，若在规定的期限内，经销商未能完成协议规定的销售任务或者违反协议有关规定，时代沃顿将终止与该经销商的合作，以经销方式实现的产品收入占比主营业务收入常年保持在 80%以上；
- ◇ **针对大型用户采用直销模式：**在直销模式下，时代沃顿将其膜元件直接销售给水处理设备制造商（OEM）和终端大客户，直销模式带来的收入占比主营业务收入在 20%左右。由于时代沃顿主要采取“以销定产”的生产模式，且产品的生产周期较短，库存商品周转快，销售毛利率高。

**表 4：时代沃顿各种销售模式下实现的营业收入情况**

销售模式		2013 年		2012 年	
		销售收入（万元）	占比（%）	销售收入（万元）	占比（%）
国内	OEM	3,749	10.6	5,508	18.33
	终端大客户	3,001	8.55	826	2.75
	经销	16,923	48.20	13,339	44.39
国外	经销	11,438	32.58	10,374	34.53
合计		35,111	100	30,047	100

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 5：2013 年时代沃顿前五大客户的销售情况**

客户名称	销售金额（万元）	占当期营业收入的比例（%）
客户 A	6,907.39	19.67
客户 J	3,781.22	10.77
客户 G	3,035.58	8.65
客户 K	2,552.25	7.27
客户 O	2,480.55	7.06
合计	18,756.99	53.42

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（由于涉及到时代沃顿商业机密，上述主要客户名称以字母代替）

## 行业判断一：家用+净水+海淡+出口，造就反渗透膜 近千亿市场空间

### 市场一：净水器将重演空调快速增长历史，200 亿低压膜需求快速释放

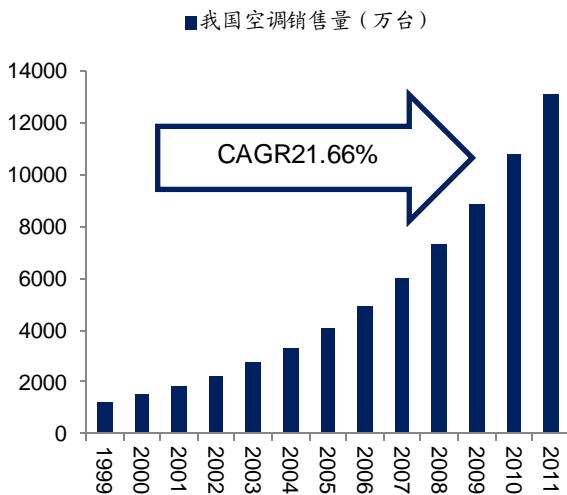
根据中国家电协会发布的《水处理产品消费者调研报告》显示，2013 年中国家用净水设备销售规模为 428 万台，连续多年 CAGR>45%。我们认为，受到中国人均可支配收入提升和饮用水污染事故高发等因素带动，中国家用净水设备销售量仍将持续快速提升，重演 2000 年以来空调行业的快速发展历史。

根据行业协会统计，发达国家净水器渗透率已经较高，其中日本的家用净水设备渗透率约为 96.4%；美国的家用净水设备渗透率在 75% 以上；中东国家该数据约为 90%。截止 2013 年底，中国家用净水设备的普及率仅为 3%-5%，即使北京、上海、广州等一线城市，净水设备的渗透率也不足 15%，市场空间仍然很

大。我们通过两种不同途径测算,估计近5年内中国净水器市场空间约千亿规模,对应反渗透膜需求的市场空间在200亿以上。

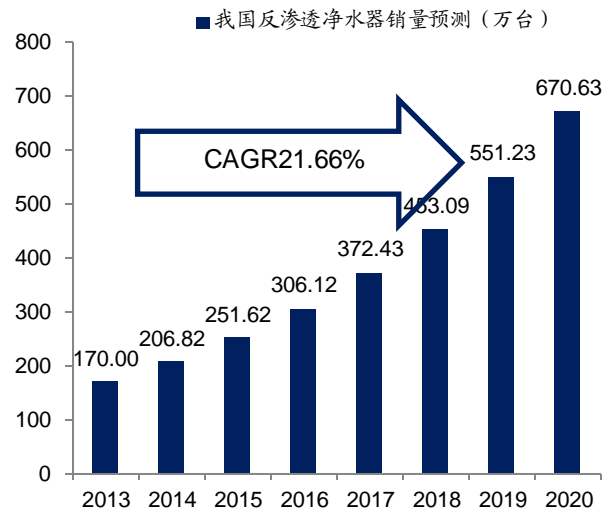
- ◇ **测算方法 1:** 根据第六次全国人口普查的结果,中国内地家庭数量约为 4 亿户,假设其中有 30%家庭所处的区域水质不良,上述地区 5 年内净水设备渗透率达到 50%,按照单台净水器价格 2000 元、膜材料占比 40%计算,家用净水器总市场空间约为 1200 亿元。至 2020 年的 5 年内,新机膜材料市场空间约为 96 亿元/年;更换滤芯市场空间约为 50 亿元/年,合计达到 150 亿元/年。
- ◇ **测算方法 2:** 我们回顾中国空调普及的历史:2011 年全国空调销售量达到 1.6 亿台,近 10 年 CAGR>21%。假设我国家用净水器销量增速与空调行业一致,预计 2020 年我国家用净水器销量将达到 700 万台/年,同时存量接近 3000 万台。反渗透膜的新机安装需求为 120 亿元/年,更换需求为 60 亿元/年,合计 180 亿元/年。

图 9: 1999-2011 年中国空调的销售量 (万台)



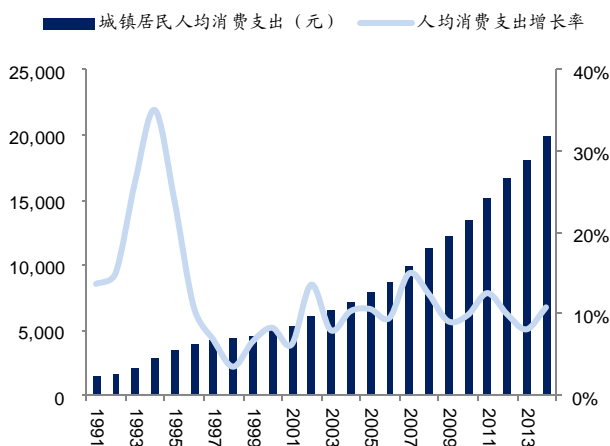
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 10: 2013-2020 年中国家用净水器销量预测 (万台)



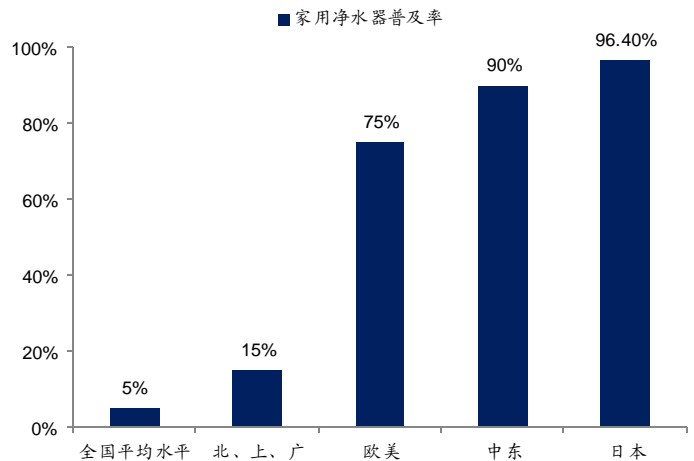
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 11: 1991-2014 年城镇人均消费支出增长 12.5 倍



资料来源: 环保部、国信证券经济研究所整理

图 12: 截至 2013 年主要国家和地区净水器普及率的比较



资料来源: 国信证券经济研究所整理

**表 6: 近年来发生的饮用水污染事件**

时间	地点	水污染事件
2011 年	四川省阿坝藏族羌族自治州	松潘县境内一电解锰厂尾矿渣暴雨后流入涪江, 造成涪江江油、绵阳段 200 多公里水体指标超标, 影响沿江江油至绵阳段城乡过百万居民正常饮用水
2012 年	广西省	龙江发生镉污染事件, 河池宜州市境内龙江河段被污染, 流至下游的柳江, 威胁柳州市的饮用水安全
2012 年	江苏省镇江市	苯酚污染城市水源地, 在其后两天里, 镇江发生了抢购饮用水的风波
2012 年	山西省长治市	山西天脊煤化工集团股份有限公司发生一起因输送软管破裂导致的苯胺泄漏事故, 泄漏苯胺随河水流至省外, 致漳河流域水源被污染。事故造成山西沿途 80 公里河道停止人畜饮用自来水, 河北邯郸因上游来水被污染, 致使大面积停水
2013 年	北京市	在北京密云水库上游牯牛河的老河床上, 一个占地 3000 多平米的巨型垃圾填埋坑已经存在了三年, 到处可见动物的尸体、药瓶等生活垃圾, 附近臭气冲天, 严重威胁了密云水库水质
2013 年	云南省昆明市	云南省昆明市东川区惊现“牛奶河”, 当地工矿业排放的尾矿水, 直接注入这条河流中, 违法企业向小江排放的最主要污染物是黄原酸盐, 直接排放或流失造成了水体和土壤污染, 危害水生生物, 淤塞河流、湖泊
2014 年	甘肃省兰州市	兰州市威立雅水务集团公司出厂水及自流沟水样中苯含量严重超标, 市民争相抢购矿泉水

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 市场二: 用水成本提升推动工业、市政近 400 亿抗污膜需求加速释放

我们认为, 伴随环保部十条及其配套政策、水利部水权交易政策和发改委阶梯水价政策落实, 用水单位的用水成本将出现明显提升, 带来两方面变革: 1) 工业用水户获得主动开展节水改造的动力, 工业污水回用比例提升; 2) 市政污水资源化变革加速, 市政污水处理厂主动建设中水回用设施。这样的背景之下, 我们分别从工业用水脱盐化、市政污水处理和工业中水回用三个方面估算膜法深度净水的市场空间高达近 400 亿元。

- ◇ **工业给水精处理:** 截至 2013 年底, 我国工业锅炉装机总量达到 200 万蒸吨, 假设有 10% 的锅炉用水需进行脱盐化处理, 其中 3% 的高盐水采用反渗透工艺, 按照目前的 RO 采购价格, 市场空间约为 70 亿元/年。
- ◇ **工业中水回用:** 根据环保部数据, 2013 年工业污水排放量达到 210 亿吨, 在用水成本不断上升的背景之下, 我们假设上述污水中 15% 实现回用处理, 其中仅 1% 采用 RO 膜法工艺, 由此带的膜材料采购需求将达到 100 亿元/年。
- ◇ **城镇中水处理:** 2013 年城市污水排放量 485 亿吨, 我们假设上述污水中 20% 实现回用处理, 其中仅 1% 采用低压或超低压反渗透膜法工艺, 由此带的膜材料采购需求将达到 200 亿元/年。

**表 7: 工业水处理对于反渗透膜的需求空间测算**

水处理领域	待处理总量 (亿吨)	日处理量 (万吨)	反渗透膜需求量 (万平方米)	市场空间 (亿元)
工业给水精处理	0.06	1.7	8500	70
城镇中水处理	0.97	27	108000	200
工业中水回用	0.32	9	54000	100
<b>合计</b>	<b>1.35</b>	<b>37.7</b>	<b>170500</b>	<b>370</b>

资料来源: 国信证券经济研究所测算

## 市场三: 海淡市场将迎来快速发展期, 高压膜需求值得关注

受到高压膜材料技术水平和用水成本较低等因素限制, 目前中国海水淡化行业发展较为缓慢, 但是我们认为伴随用水成本提升, 阻碍行业快速发展的限制因素将解除。我们根据海水淡化行业发展规划以及中国舰船吨位规模, 粗算近两年脱盐高压反渗透膜的市场空间约为 20 亿元。

- ◇ **“十二五”末期海水淡化工厂投资需求 13 亿元:** 根据国务院 12 年下发的《关于加快发展海水淡化产业意见》, 要求到 2015 年我国海水淡化能力达到 220 万-260 万立方米/日, 对海岛新增供水量的贡献率达到 50% 以上, 对沿海缺水地区新增工业供水量的贡献率达到 15% 以上。目前海水淡化能力仅为 70

万吨/日，若达到规划目标，还需高压反渗透膜约1300万平方米，对应市场空间约为13亿元。

- ◇ **船用反渗透膜市场空间约10亿元：**伴随国产膜稳定性达到标准，国防、商用等船舶海淡设备将更多采用本土品牌，公司获得示范性项目进而打开本土传统海淡市场值得期待。根据联合国统计数据，截至2014年我国商用运输船队总吨位数为7389万吨，海军舰艇总吨位为200万吨。按照市场平均价格计算，上述船用设备市场空间约为10亿元。

#### 市场四：海外市场，本土膜出口拓展更广阔天地

相比有限的中国本土市场，海外市场的空间更大。根据行业协会统计，目前全球已有超过150个国家和地区在利用海水淡化技术，已建成和在建的海水淡化工厂有15000多家，合计处理能力达到7170万吨/日。上述海水淡化工厂大多数采用反渗透技术工艺，占比达到60%，伴随反渗透膜技术水平提升，膜法海淡工艺占比进一步提升是大概率事件。按照行业协会预计，全球海水淡化市场规模将在2015年达到700-950亿美元，假设其中膜法工艺占比65%，全部市场空间将达到450-600亿美元。

海外市场与本土市场存在差异：1) 业主方关注重点以产品技术参数和产品价格为主，对于品牌、既往业绩等因素考虑较少；2) 膜组器以标准规格为主，各品牌互换性较高。这样的市场环境为中国本土高端膜材料出口创造了良好机遇，时代沃顿膜产品目前已经进入中亚、南亚、北美等市场，未来销售规模和范围进一步扩展值得期待。

## 行业判断二：不利因素正在改善，反渗透膜行业将迎来高速增长期

我们认为中国反渗透膜应用正处于高速增长的前期，多项因素推动膜材料应用范围快速扩大：1) 严峻的污染现状与公民较高的环境要求之间的矛盾日益加大；2) 伴随市场程度提升，常规水源的用水成本快速提升；3) 反渗透膜技术能力提升，用膜成本不断下降。

#### 改善之一：污染事故频发、水源质量下降推动净水器渗透率快速提升

中国流域污染治理的难度非常大，主要是由于污染物排放分布不均、高毒性污染物排放量大和复合污染现象严重等原因造成，尤其是中国东部地区高强度的排污已经接近当地环境的容纳极限，环境自净能力已经无法完成污染修复。伴随环境容纳能力进入“临界点”，中国将进入污染事故密集期，水源质量下降带动家用净水设备渗透率快速提升。我们在前文中分析，家用净水器市场空间广阔，行业规模增速维持高位是大概率事件，由此将带动低压膜和超低压膜需求快速释放。

#### 改善之二：用水成本提升，带动抗污反渗透膜需求释放

伴随水十条等政策落实，用水成本快速提升是大概率事件。在常规水源用水成本上涨的背景之下，污水回用、南水北调和海水淡化这三种非常规水源当中，北部内陆地区的中水和南方沿海地区的淡化水，在经济性和资源充足性等方面都明显优于南水北调，有望成为解决中国局部缺水问题的重要手段。反渗透膜作为上述水处理工艺的核心部件，市场空间将快速提升。

- ◇ **中水回用是目前解决北方地区缺水的最优选择，将推动低压反渗透膜需求**



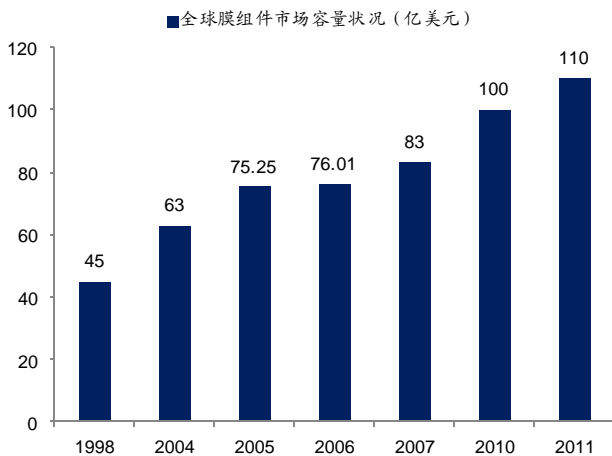
释放。在污水资源价值得到体现的背景之下，污水处理厂有望通过再生水业务获得新的收入增长点，进而带动污水后端深度处理投资加速。抗污低压反渗透膜作为中水深度处理的关键部件，其市场空间有望快速增加。

- ◇ 海水淡化成本不断降低，有望成为中国南部地区主要非常规水源，高压反渗透膜需求有望快速释放。目前南部沿海地区的膜法海水淡化项目，单位成本已经降至 5-6 元/吨的水平。若阶梯水价等政策落实，常规水源价格上涨到位，淡化水有望成为沿海工业项目的首选水源，高压反渗透膜需求将随之快速释放。

### 改善之三：技术水平快速提升，本土品牌获得发展新机遇

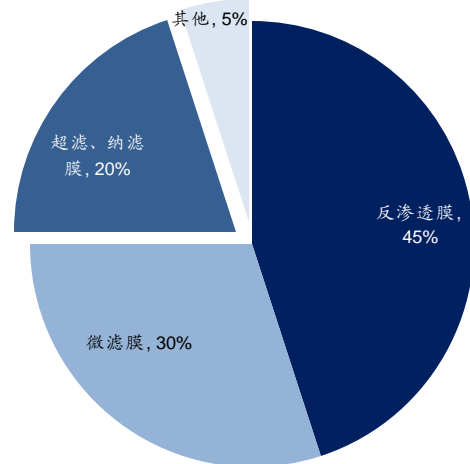
本土反渗透膜的研发历史仅有十余年，技术水平与发达国家品牌仍存在一定差距，在高精度水处理和高压脱盐领域的应用存在一定障碍，2014 年高端工业分离领域本土膜的市场占有率不足 10%。我们认为，伴随本土膜片生产商持续进行研发投入，未来短时间内中国反渗透膜的技术指标即可达到进口品牌相同水平，进而弥补在工业水处理和市政水处理领域的短板。

图 13: 截至 2011 年全球膜组件市场的发展状况



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 14: 截至 2007 年反渗透膜在全球膜组件市场中的占比情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

表 8: 2012 年以来中央出台多项规划和决定，支持海水淡化和工业净水膜工业的发展

产业政策及相关规划	发布部门	核心内容
《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院	1) 根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业； 2) 大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料。积极发展高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料。提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平。开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究
《“十二五”节能环保产业发展规划》	国务院	1) 大力推进矿井水资源化利用、海水循环利用技术与装备。示范推广膜法、热法和耦合法海水淡化技术以及电水联产海水淡化模式； 2) 重点攻克膜处理、新型生物脱氮、重金属废水污染防治、高浓度难降解有机工业废水深度处理技术
《新材料产业“十二五”发展规划》	工信部	1) 到 2015 年，实现水处理用膜、动力电池隔膜、氯碱离子膜、光学聚酯膜等自主化，提高自给率，满足节能减排、新能源汽车、新能源的发展需求； 2) 积极开发反渗透、纳滤、超滤和微滤等各类膜材料和卷式膜、帘式膜、管式膜、平板膜等膜组件和模组器，满足海水淡化与水处理需求
《高性能膜材料科技发展“十二五”专项规划》	科技部	1) 高性能膜材料是新型高效分离技术的核心材料，已经成为解决水资源、能源、环境等领域重大问题的共性技术之一，在促进我国国民经济发展、产业技术进步与增强国际竞争力等方面发挥着重要作用； 2) 提升产业竞争力：膜产业保持快速增长，预期到 2015 年达到千亿元规模；

- 3) 形成 5-8 种关键膜材料的国产化，性能达到国际先进水平；
- 4) 产业增长率 30%，形成千亿产业

资料来源：国信证券经济研究所整理

## 行业判断三：进口替代趋势确定，本土龙头市占率持续提升

本土市场来看，高端分离膜的进口替代趋势明显，未来龙头公司产能利用率提升值得期待。受到技术水平限制，我国高端分离膜市场长期被陶氏、海德能、世韩等海外品牌占据，至2014年底我国国内反渗透膜市场只有约12%的市场份额由国产品牌占有，其中时代沃顿独占总市场份额的8%-10%。我们认为，伴随中国膜行业技术水平提升，在性价比优势突出的背景之下，本土龙头公司产品的市场占有率进一步提升值得期待。

海外市场来看，本土龙头企业的竞争力也在不断提升，出口量快速放大是值得期待。我们在前文中分析，海外市场采购方对于膜产品的技术指标和价格更为敏感，伴随本土产品质量逐渐提升，龙头公司产品在海外的竞争力将更强，出口总量快速提升值得期待。

图 15：高性价比使得公司产品在海外占据稳定市场份额



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 成长能力分析：沙文项目达产带动膜产品量增、价涨值得期待

从产能方面来看，伴随沙文项目达产，公司总产能有望提升至2000万平方米/年，远期有望达到5700万平方米，未来五年产能CAGR接近40%。根据公司规划，在建的沙文项目有望于2015年中期达产，届时公司反渗透膜总产能将由现有的800万平方米提升至1700万平方米。我们针对沙文项目的施工进度和设备

安装调试情况进行调研，认为新项目总产能超预期的可能性较大：按照新线的生产线流速计算，公司总产能有望达到2000万平方米/年。值得注意的是，伴随膜材料需求增长，公司的产能仍将持续提升，预计至2020年公司总产能有望达到5700万平方米，产品线覆盖分离膜、能源膜等多个领域。

**从产品技术指标来看，沙文项目达产有望推动公司产品质量进一步提升，实现与进口品牌的接轨。**从技术指标来看，目前公司产品与东丽、海德能、陶氏等品牌的差距主要集中在一致性和稳定性等方面。沙文新线作为公司十余年技术积累的结晶，其产品已经基本实现了与进口品牌的接轨。未来伴随新线达产，公司有望进一步提升高端产品占比，产品价格和附加值的提升值得期待。

## 外延式增长：下游扩张战略初定，并购或战略合作快速落实值得期待

我们在前文中分析，公司的反渗透膜产品在水处理产业链中占据核心地位，凭借技术、成本、分销体系等优势，难有竞争对手可以超越，为公司向产业链下游延伸奠定了坚实的基础。目前公司通过资产置换解决了同业竞争问题，基本达到了再融资条件，造血能力恢复为公司展开外延并购和实施战略合作提供了可能性。

- ◇ **外延式并购有望带动公司开拓下游EPC市场：**目前公司业务范围局限在反渗透膜及膜组件领域，在水处理项目的参与深度方面仍有较大提升空间。在目前公司重新获得融资能力的背景之下，并购优质工程服务公司是最优选择，公司营业收入规模有望快速放大。
- ◇ **实施战略合作有望推动公司占据家用净水器市场：**目前公司的主要销售渠道是针对B2B模式建立，在家用设备分销方面的能力较为薄弱。伴随公司向家用净水领域延伸，寻找成熟的家电厂商进行合作是最优选择。公司在家用净水器业务方面存在较明显优势：1) 长期为多个净水器品牌供货，积累全面的技术体系；2) 反渗透和纳滤膜产品种类齐全；3) 公司作为上市公司融资能力较强。未来公司战略合作协议落实值得期待。

## 盈利预测与投资评级

### 盈利预测假设

公司在建的沙文项目如期达产；  
 公司生产的反渗透膜和棕纤维产品价格未出现大幅度波动；  
 反渗透膜行业保持目前发展的态势。

**表 9: 南方汇通分业务预测 (万元)**

项目	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 E	2016 E	2017 E
<b>RO 膜业务</b>							
产能(万平方米)	620	800	800	800	2,000	2,000	2,000
总产量(平方米)	430	577	646	850	1,000	1,500	1,900
反渗透膜业务收入(万元)	23,636	30,017	32,297	42,500	50,000	75,000	95,400
增长率(%)	34%	27%	8%	32%	18%	50%	27%
毛利率(%)	38%	43%	47%	47%	46%	46%	47%
<b>棕纤维业务</b>							
棕纤维产能(万床)	15	15	15	15	40	40	40
总产量(万床)	6	9	11	14	16	24	35
棕纤维业务收入(万元)	15,823	23,593	26,665	33,750	40,000	60,000	75,000
增长率(%)	35%	49%	13%	27%	19%	50%	25%
毛利率(%)	31%	31%	32%	32%	31%	31%	31%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所测算

### 盈利预测及评级

我们预计公司 15 年-17 年 EPS 分别为 0.29 元、0.42 元和 0.58 元, PE 分别是 88 倍、61 倍和 44 倍。公司现有估值较高,但是我们考虑到: 1) 公司在水环保产业链中的核心战略地位无可替代, 伴随反渗透膜行业进入快速发展期, 公司将率先受益; 2) 产能增长较快, 公司内生动力充足; 3) 公司初步确定向产业链下游扩张战略, 并购或战略合作值得期待。给予公司“买入”投资评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	306	347	434	618	营业收入	2062	946	1419	1790
应收款项	46	181	272	343	营业成本	1600	574	861	1075
存货净额	128	76	113	141	营业税金及附加	9	4	6	8
其他流动资产	79	47	71	90	销售费用	99	76	121	152
<b>流动资产合计</b>	<b>559</b>	<b>652</b>	<b>890</b>	<b>1192</b>	管理费用	278	118	174	201
固定资产	255	429	609	772	财务费用	3	(4)	(3)	(5)
无形资产及其他	102	98	94	90	投资收益	30	0	0	0
投资性房地产	656	656	656	656	资产减值及公允价值变动	(16)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1572</b>	<b>1836</b>	<b>2248</b>	<b>2709</b>	营业利润	88	179	260	359
短期借款及交易性金融负债	34	100	130	160	营业外净收支	181	0	0	0
应付款项	114	152	226	281	<b>利润总额</b>	<b>268</b>	<b>179</b>	<b>260</b>	<b>359</b>
其他流动负债	109	37	56	69	所得税费用	27	18	26	36
<b>流动负债合计</b>	<b>257</b>	<b>290</b>	<b>412</b>	<b>510</b>	少数股东损益	59	39	57	79
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>182</b>	<b>122</b>	<b>177</b>	<b>244</b>
其他长期负债	223	323	423	523					
<b>长期负债合计</b>	<b>223</b>	<b>323</b>	<b>423</b>	<b>523</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>481</b>	<b>613</b>	<b>835</b>	<b>1033</b>	净利润	182	122	177	244
少数股东权益	145	173	213	268	资产减值准备	13	54	29	30
股东权益	946	1050	1200	1408	折旧摊销	86	26	45	61
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1572</b>	<b>1836</b>	<b>2248</b>	<b>2709</b>	公允价值变动损失	16	0	0	0
					财务费用	3	(4)	(3)	(5)
					营运资本变动	(334)	68	70	80
					其它	44	(26)	11	25
					<b>经营活动现金流</b>	<b>7</b>	<b>243</b>	<b>333</b>	<b>441</b>
					资本开支	344	(250)	(250)	(250)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>355</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(6)	(18)	(27)	(37)
					其它融资现金流	(524)	66	30	30
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(535)</b>	<b>48</b>	<b>3</b>	<b>(7)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(173)</b>	<b>41</b>	<b>86</b>	<b>185</b>
					货币资金的期初余额	479	306	347	434
					货币资金的期末余额	306	347	434	618
					企业自由现金流	164	1	97	210
					权益自由现金流	(360)	71	130	245

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.43	0.29	0.42	0.58
每股红利	0.01	0.04	0.06	0.09
每股净资产	2.24	2.49	2.84	3.34
ROIC	6%	13%	17%	21%
ROE	19%	12%	15%	17%
毛利率	22%	39%	39%	40%
EBIT Margin	4%	18%	18%	20%
EBITDA Margin	8%	21%	21%	23%
收入增长	-10%	-54%	50%	26%
净利润增长率	180%	-33%	45%	38%
资产负债率	40%	43%	47%	48%
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	59.2	88.8	61.1	44.2
P/B	11.4	10.3	9.0	7.7
EV/EBITDA	69.5	57.0	38.5	28.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郦彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘宏	0755-22940109
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 18516250266	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	82130833-701503 18682071096
						xiaxue@guosen.com	
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				