



资本货物/工业

首次覆盖

南方汇通 (000920)

主业凸显，轻装上阵

评级: 增持

目标价格: 22.20

当前价格: 17.72

2015.01.26

	王威 (分析师)	肖扬 (分析师)	王锐 (研究助理)
	021-38676694	021-38674994	010-59312725
	wangw@gtjas.com	xiaoyang012167@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880514070006	S0880114110036

本报告导读:

时代沃顿为国内反渗透膜制造龙头。借助进口替代以及净水器市场爆发，预计业绩增速将再上台阶。南方汇通资产整合完成在即，首次覆盖，目标价 22.2，“增持”评级。
投资要点:

- **投资建议:** 资产整合完成在即，大市场小公司将放光彩。我们认为，南方汇通资产置换通过股东大会批准是大概率事件。控股子公司时代沃顿为反渗透膜行业国内龙头，目前市占率约 10% 左右，预计通过进口替代，以及把握净水器市场爆发的良机，可迅速成长。预计另一子公司大自然的棕纤维产品业务也将保持原有良好发展趋势。谨慎起见，不考虑资产置换完成，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.39、0.26、0.39 元，首次覆盖，目标价 22.2，“增持”评级；
- **时代沃顿“小公司大市场”特点显著。**时代沃顿为国内反渗透膜制造行业龙头，国内、全球市占率分列第四（10%）、第五位（3.4%）。反渗透膜全球市场规模在 140 亿元左右。公司目前所处地位符合典型的“小公司大市场”的特点，未来可迅速发展壮大；
- **预计通过进口替代及把握净水器市场，将实现增速上台阶。**时代沃顿产品通过多项国际认证，相比进口膜产品具有优质低价的优势。通过加大营销力度，预计公司可以逐步实现进口替代，提升市占率。此外，国内反渗透净水器普及率低，处于爆发期。公司在该领域市占率 30% 左右。预计伴随沙文基地新增产能投产，公司增速将上台阶；
- **大自然棕纤维产品将保持稳健增长。**大自然棕纤维床垫等健康产品将成为资产置换完成后的另一主营业务，预计将保持稳健增长；
- **风险因素:** 反渗透膜市场开拓不及预期，资产置换方案获批进度迟缓；

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.24-20.65
总市值 (百万元)	7,478
总股本/流通 A 股 (百万股)	422/422
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6.11
日均成交值 (百万元)	111.35

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,100
每股净资产	2.61
市净率	6.8
净负债率	-18.97%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	-0.01	-
Q2	0.06	0.05
Q3	0.04	0.26
Q4	0.07	0.08
全年	0.15	0.39

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	34%	111%
相对指数	-15%	-10%	65%

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,211	2,285	2,467	2,717	3,108
(+/-)%	25%	3%	8%	10%	14%
经营利润 (EBIT)	136	112	125	185	284
(+/-)%	45%	-17%	11%	48%	53%
净利润	59	65	165	110	166
(+/-)%	2%	10%	153%	-33%	51%
每股净收益 (元)	0.14	0.15	0.39	0.26	0.39
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.05	0.08	0.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	6.1%	4.9%	5.1%	6.8%	9.1%
净资产收益率 (%)	5.9%	6.0%	13.5%	8.4%	11.7%
投入资本回报率 (%)	17.7%	14.3%	16.0%	23.1%	41.9%
EV/EBITDA	27.4	27.9	24.4	17.3	11.7
市盈率	94.4	85.7	33.9	50.8	33.6
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.01.26

股票研究

工业
资本货物

南方汇通 (000920)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 22.20

当前价格: 17.72

2015.01.26

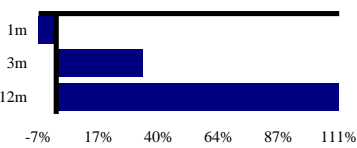
公司网址

www.csrgc.com.cn/g2557.aspx

公司简介

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。公司是我国西南地区唯一的铁路货车修理基地,也是全国最大的货车修理工厂之一。

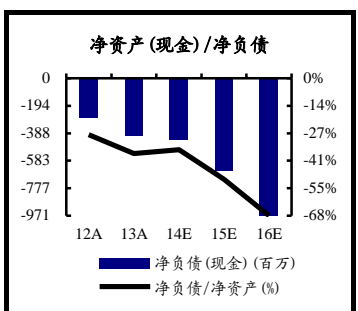
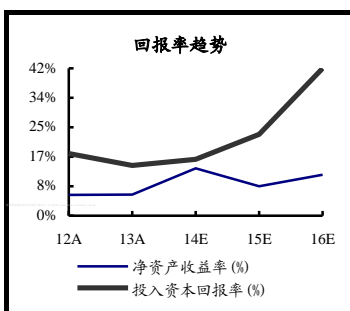
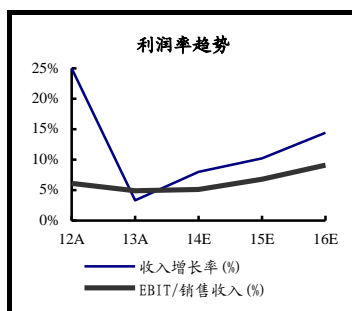
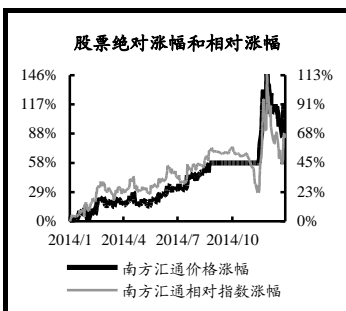
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 8.24-20.65
市值 (百万) 7,478

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	2,211	2,285	2,467	2,717	3,108
营业成本	1,769	1,852	1,968	2,121	2,353
税金及附加	9	10	11	12	14
销售费用	68	71	79	87	99
管理费用	229	239	284	313	357
EBIT	136	112	125	185	284
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	4	3	3	3
财务费用	2	7	-2	-5	-8
营业利润	120	107	131	189	293
所得税	19	22	46	30	46
少数股东损益	53	57	90	60	91
净利润	59	65	165	110	166
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	330	479	435	654	978
其他流动资产	6	17	0	0	0
长期投资	280	299	480	380	380
固定资产合计	520	676	745	700	644
无形及其他资产	117	146	171	195	219
资产合计	1,995	2,471	2,649	2,864	3,254
流动负债	739	1,034	1,072	1,149	1,321
非流动负债	63	95	1	3	6
股东权益	1,000	1,080	1,224	1,300	1,424
投入资本(IC)	656	665	662	680	575
现金流量表					
NOPLAT	116	95	106	157	241
折旧与摊销	58	73	86	101	112
流动资金增量	-162	160	115	-55	64
资本支出	-188	-202	-10	-70	-70
自由现金流	-175	127	297	133	346
经营现金流	125	96	288	206	421
投资现金流	-181	-18	-188	33	-67
融资现金流	-18	38	-145	-19	-31
现金流净增加额	-74	116	-45	220	323
财务指标					
成长性					
收入增长率	25.0%	3.3%	8.0%	10.2%	14.4%
EBIT 增长率	44.9%	-17.5%	11.3%	48.2%	53.3%
净利润增长率	1.9%	10.1%	152.9%	-33.3%	51.5%
利润率					
毛利率	20.0%	18.9%	20.2%	22.0%	24.3%
EBIT 率	6.1%	4.9%	5.1%	6.8%	9.1%
净利润率	2.7%	2.9%	6.7%	4.0%	5.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.9%	6.0%	13.5%	8.4%	11.7%
总资产收益率(ROA)	3.0%	2.6%	6.2%	3.8%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	17.7%	14.3%	16.0%	23.1%	41.9%
运营能力					
存货周转天数	71	62	62	62	62
应收账款周转天数	33	51	51	48	48
总资产周转天数	319	357	379	370	359
净利润现金含量	2.11	1.47	1.75	1.87	2.53
资本支出/收入	8%	9%	0%	3%	2%
偿债能力					
资产负债率	40.2%	45.7%	40.5%	40.2%	40.8%
净负债率	-28.0%	-37.4%	-35.4%	-50.1%	-68.2%
估值比率					
PE	94.4	85.7	33.9	50.8	33.6
PB	5.6	5.2	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	27.4	27.9	24.4	17.3	11.7
P/S	2.5	2.4	2.3	2.1	1.8
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%



1. 投资建议

南方汇通的控股子公司时代沃顿，为反渗透膜生产行业国内龙头，在全球市场上位列第一梯队。公司的技术实力、产品性能已获得国际多项认证。完备的海内外销售服务体系，以及相对国外竞争对手的低价格，成为公司未来增速进一步提高的基础。目前公司在全球反渗透膜行业大致处于第五的位置，市占率10%左右。我们预计公司将通过进口替代，以及把握国内净水器市场两大战略保持未来数年的高速增长。

南方汇通即将完成资产置换，待货车等业务剥离，增加时代沃顿控股权后，上市公司的业务将仅包括时代沃顿的反渗透膜业务，以及大自然的棕纤维产品业务，盈利能力与资产质量将得到大幅度提升。由于南方汇通资产置换事项还需要股东大会的最终通过，我们暂时按照资产置换之前的业务结构进行盈利预测，预计2014-2016年，公司收入分别为24.7、27.2、31.1亿元，净利润分别为1.65、1.1、1.66亿元，EPS分别为0.39、0.26、0.39元（预计资产重组完成后，2014-2016年EPS分别为0.39、0.35、0.53元）。首次覆盖，目标价22.2元，“增持”评级。

2. 反渗透膜行业：百亿市场，公司位列第一梯队

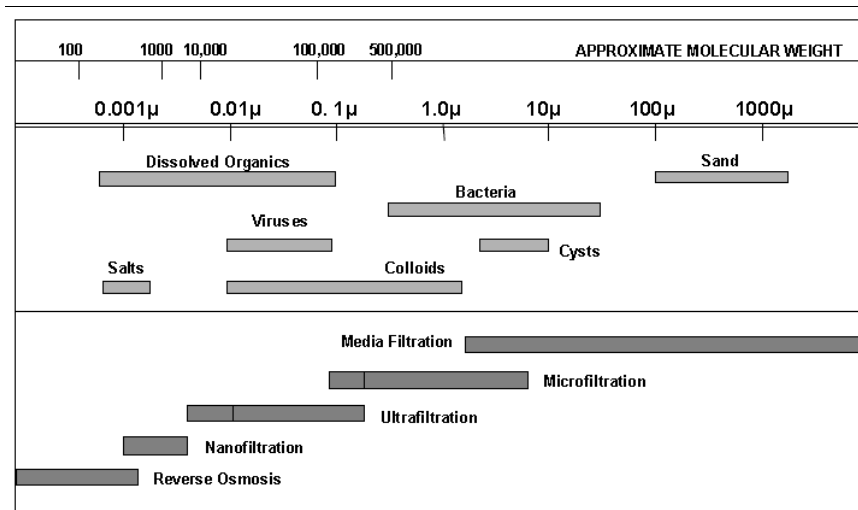
反渗透膜的原理是在高于溶液渗透压的作用下，依据其他物质不能透过反渗透膜特点，将这些物质与水分离开来。由于反渗透膜孔径小（仅水分子通过），因此反渗透膜能够应用于海水淡化、超纯水制备等水处理环节。

表 1: 膜分类及应用范围

膜分类	孔径范围	工作范围	应用领域
微滤膜 (MF)	>0.1 微米	悬浮固体、细菌等	能够应用于相对较低标准的供水处理、工业及城镇污水处理等
超滤膜 (UF)	0.1-0.01 微米	大分子有机物、蛋白、多肽等	能够应用于工业排水中水回用、相对较高标准的市政自来水处理等
纳滤膜 (NF)	水分子直径-0.01 微米	小分子有机物、染料、重金属离子等	能够应用于直饮水等供水处理环节
反渗透膜 (RO)	仅水分子通过	无机盐 NaCl 等	能够应用于海水淡化、超纯水制备等水处理环节；美国最早用于将航天员尿液回收为纯水

数据来源：膜分离技术，国泰君安证券研究

图 1: 反渗透膜过滤孔径最小, 技术难度高于超滤、微滤

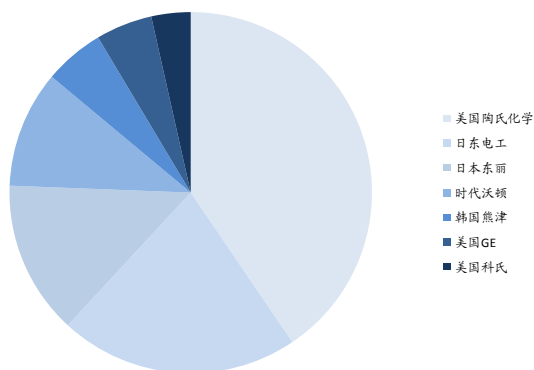


数据来源: EPA

2012 年, 国内反渗透膜元件市场规模 38 亿元, 十二五期间增速 8%, 国际反渗透膜元件市场规模 141 亿元, 十二五期间增速 4%。根据公司公告, 十二五期间, 国际反渗透膜元件市场平均增速 4%, 国内反渗透膜元件市场平均增速 8%。截止到 2012 年, 国内反渗透膜 3760 万 m² (2012 年全球主要反渗透膜供应商数据), 假设反渗透膜平均价格为 100 元/m², 则市场规模为 38 亿元, 国际反渗透膜 14058 万 m² (2012 年全球主要反渗透膜供应商数据), 同样假设反渗透膜平均价格为 100 元/m², 则市场规模为 141 亿元。

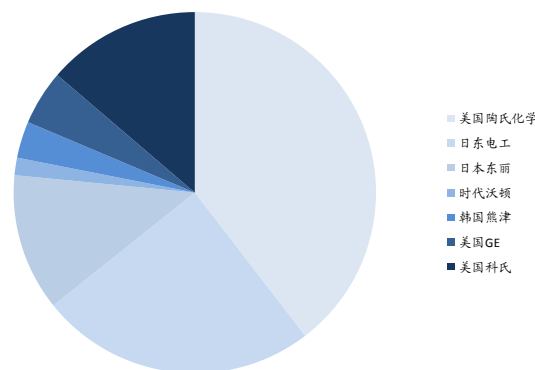
国内反渗透膜市场上, 美国陶氏化学位列第 1, 公司居于第 4; 全球反渗透膜市场上, 美国陶氏化学第 1, 公司第 5。截止到 2012 年, 公司的国内市场规模 393 万 m², 国内市场占有率 10.4% (美国陶氏化学 40.5%), 位于国内第 4 位, 全球市场 612 万 m², 全球市场占有率 3.4% (美国陶氏化学 39.8%), 位于全球第 5。

图 2: 国内市场反渗透膜竞争格局



数据来源: 南方汇通公告, 国泰君安证券研究

图 3: 海外市场反渗透膜竞争格局



数据来源: 南方汇通公告, 国泰君安证券研究

3. 时代沃顿: 技术为本, 成本占优

3.1. 国产反渗透膜龙头

以产能、产品类型、市场占有率等数据衡量，时代沃顿已成为国内反渗透市场龙头，地位稳固。时代沃顿成立于2000年12月，2001年自美国CNC引进国内第二代反渗透膜生产线，发展至今，反渗透膜片产能已达到800万平米/年。公司产品线种类丰富，包括工业通用型、海水淡化型、家用、抗污染、抗氧化、反渗透和纳滤膜元件。截止2012年，公司反渗透膜在国内市场占有率10%。

3.2. 技术实力获国际顶级认证

公司自开展反渗透膜研发生产以来，家用膜、工业膜产品获得国内外多项认证。近期于2015年初，公司工业膜产品系列，通过美国NSF/ANSI 61的审核，获得证书。目前国内获得该项认证的反渗透膜企业仅三家，公司是唯一一家获得认证的国产膜企业。

(http://www.vontron.com/templates/T_aboutus/index.aspx?nodeid=17&page=ContentPage&contentid=298)。NSF (National Sanitation Foundation) 是世界卫生组织在食品安全与饮用水安全处理方面的指定合作中心，认证流程严格，毒理试验苛刻，并且有突击式现场审核与严厉的不符合项处罚。这种严格的认证流程也代表了NSF认证极高的行业权威性。

表 2: 公司反渗透膜产品不断取得认证

时间	认证内容
2003年	通过ISO9001: 2000质量体系认证
2006年	家用膜系列产品通过美国NSF/ANSI 58认证
2006年	通过中国疾控中心检验
2011年	产品通过美国水质协会(WQA)金印认证
2015年	工业膜系列产品通过美国NSF/ANSI 61认证

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

3.3. 产品线齐全, 覆盖工业与民用

公司具有全系列的工业用、民用、商用反渗透膜系列产品, 过往业绩分布于食品、电力、医药、海水淡化、污水等主要反渗透应用领域, 并在家用净水器领域占据约30%的市场份额。

表 3: 公司主要膜产品系列及对应下游行业

膜产品类型	对应下游需求	过往案例
工业通用膜元件	地表水、自来水、市政水脱盐处理	• 山西铝业锅炉回用水
		• 潍坊电厂锅炉补给水
		• 伊拉克工业用水
		• 贵州神奇集团药用纯化水
		• 山西果汁厂果汁用水
海水淡化膜元件	海水淡化及高浓度苦咸水处理	• 阿联酋海水淡化
		• 河北沧州海水淡化
抗污染膜元件	废水及高污染源水处理	大连热电厂城市污水中水回用

理

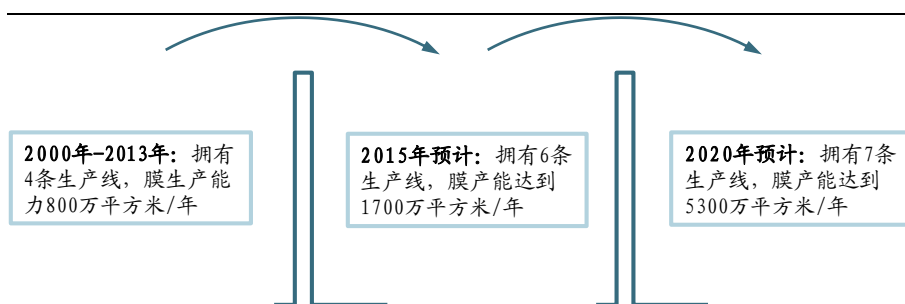
家用反渗透、纳 家用纯水机、商用纯 美的、格力、沁园等品牌净水器用反渗
滤膜元件 水装置 透膜, 市占率 30%左右

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

3.4. 产能扩张结合成本优势, 异军突起

公司产能处于持续扩张阶段。根据“2020年公司销售收入达到15-20亿元”的经营目标和发展思路, 公司提出重点发展复合反渗透膜、超滤膜等产品。“中国南车集团贵阳新产业基地复合反渗透膜及膜组件生产线建设项目”达产后, 年新增产能为900万平方米, 预计企业膜材料生产能力将达到1700万平方米/年。且该工程项目为第1期, 第2、3期建设用地已有预留, 并且同样重点发展高性能膜产品, 为“十三五”发展铺路。

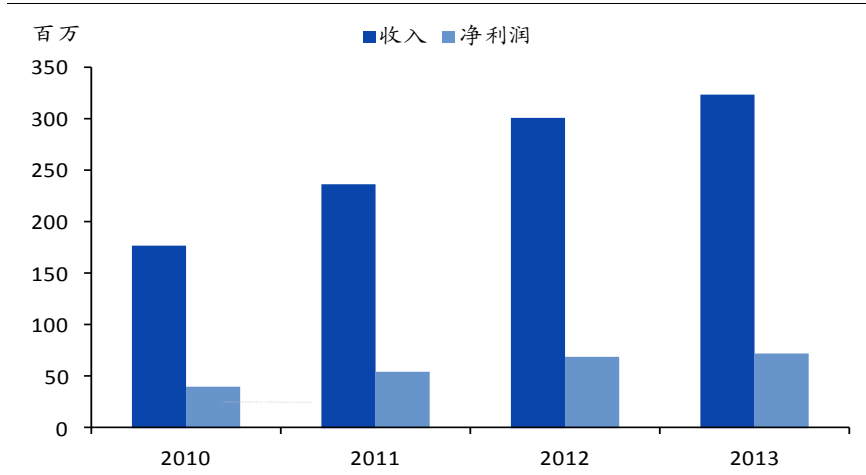
图 4: 公司产能不断扩张



数据来源: 南方汇通公告, 国泰君安证券研究

国内反渗透膜市场价格持续降低, 为反渗透膜国产化创造大环境条件。根据《新材料产业》, 2003-2009年期间, 国内膜产品价格平均降幅在40%左右。只有具备成本优势的企业, 才能够在降价趋势中获取市场份额。公司地处贵阳, 土地、人力等生产要素成本均低于经济发达地区与欧美。2010-2013年, 公司收入、净利润年均增速保持在22%。预计在沙文新生产线投产之后, 利用新增产能, 公司业绩将实现更快增长。

图 5: 时代沃顿收入与净利润规模迅速增长



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

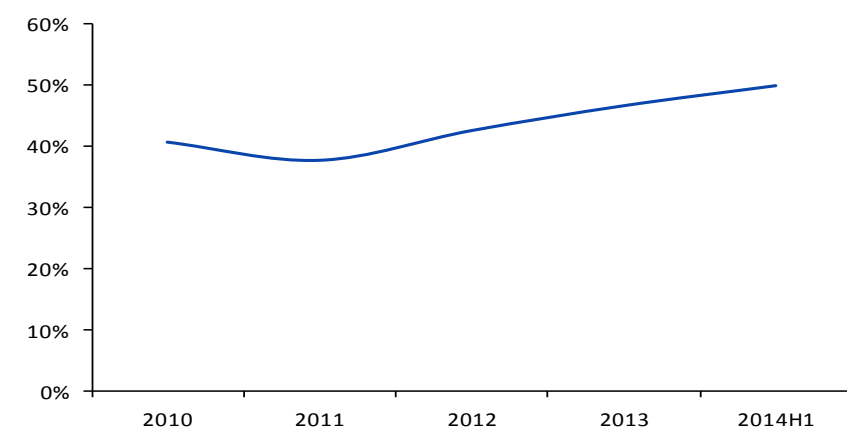
4. 发展看点：进口替代+净水器两条腿走路

4.1. 优质低价，抢占进口替代市场

公司反渗透膜产品最大的优势是优质低价。目前国产反渗透膜在国内市场的占比大约10%左右，为公司产品国产替代留下了充足空间。公司的反渗透膜产品的竞争对手主要来自国外。公司膜产品的性能，已经通过国外严格的认证体系得到证实，与国外产品没有显著区别。国内的低生产要素成本就成为公司的巨大优势。公司生产基地地处贵阳，土地、劳动力等成本均显著低于美国、日本、欧洲等地区。优质低成本的反渗透膜产品，成为公司与国际同类对手竞争的最大优势。

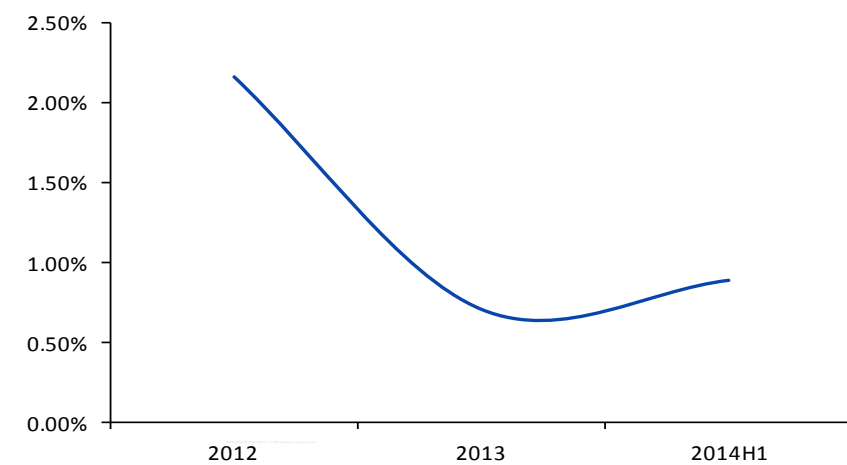
此外，公司在低价的同时，保持了良好的盈利能力。近年来，公司的反渗透膜毛利率水平始终保持在50%左右。并且现金流情况良好，应收款占营业收入的比重保持在极低水平，仅为2%左右。我们认为，以上因素为公司未来抢占市场份额提供了充分条件，可以通过降价、投放广告、铺设渠道等多种方式提升市场份额。

图 6：公司复合反渗透膜产品毛利率稳中有升，维持高水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7：时代沃顿“应收款/营业收入”保持在极低水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 大市场小公司，国内、海外搭建营销体系

公司反渗透膜销售金额占全球反渗透膜市场的比例仅在。公司已在国内、海外搭建了比较完善的营销体系，且取得国际公认的质量认证，在全球多地适用。在市场开拓上，我们预计公司将国内、国际市场并举。

图 8：时代沃顿全球服务网络



数据来源:

http://wenku.baidu.com/link?url=GDIdtGuVbH02yaUexZD94jxfy7ZrmKiXt7wDYGWeOvU6N_UPFq8hyYjy_IuXdoOMmoZD9VBAbc15ygAvyNmtsbkJ8nm0hHe-tjV3iYjG8fy, 国泰君安证券研究

图 9：时代沃顿国内服务网络



数据来源:

http://wenku.baidu.com/link?url=GDIdtGuVbH02yaUexZD94jxfy7ZrmKiXt7wDYGWeOvU6N_UPFq8hyYjy_IuXdoOMmoZD9VBAbc15ygAvyNmtsbkJ8nm0hHe-tjV3iYjG8fy, 国泰君安证券研究

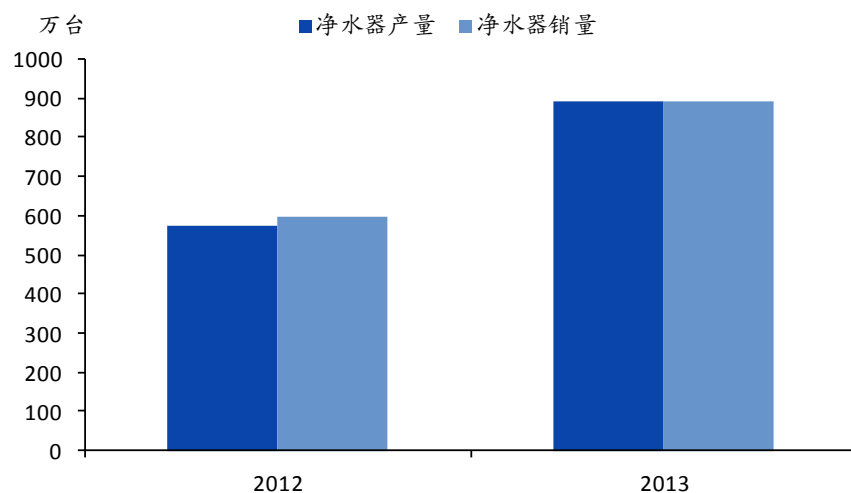
4.3. 净水器需求旺盛，为业绩增长重要支撑

4.3.1. 水污染事件不断，唤起健康需求爆发

在公司反渗透膜产品的下游需求中，净水器成为近年来拉动业绩增长的最重要动力。近年来持续不断曝光的水污染事件，造成公众对于饮水安全的担忧，越来越多的人倾向于家用净水器，希望把住饮水安全最后一道关。近年来净水器的需求保持在高增速水平，2013 年我国净水器产销同比增速保持 50%左右，2014 年上半年净水器销售同比增长 40%左右，维持在高增速水平。

(<http://money.21cbh.com/2014/7-9/5NMDEwMTZfMTIyNTk5NA.html>)

图 10: 我国净水器近年产销保持 50%左右增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.3.2. 普及率低，反渗透产品高增长

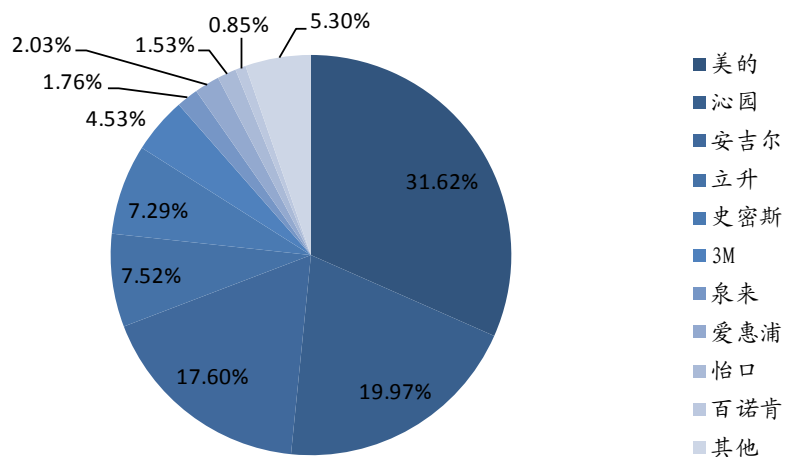
同时需要注意，我国净水器市场体现出两个特点：一是我国净水器目前的普及率还比较低，公认的数据在 5%左右，具备充分的想象空间。二是目前净水器品类结构中，反渗透类产品的增速远远高于超滤/微滤类产品。2013 年反渗透类净水器的同比增速大约 70%左右，而超滤类产品的增速约 5%。我们认为，反渗透类净水器对可溶性污染物，如重金属离子等的截留能力，将持续吸引消费者转向此类产品。反渗透净水器在整个净水器市场中的占比将进一步扩大。

4.3.3. 公司产品市占率高，存量替换可锦上添花

公司反渗透膜产品被多家大型家电企业采用，如格力、美的。采用公司反渗透膜的净水器已经销售了 300 万台以上，公司在国内净水器市场的市占率达到 30% 以上。

(http://www.vontron.com/templates/T_aboutus/index.aspx?nodeid=17&page=ContentPage&contentid=270) 随着国内净水器市场规模的不断扩大，保有量也将不断增加。假设一只 4 英寸反渗透膜，设计寿命 6000L，一年多即需要更换。若公司能够把握存量替代市场，该部分业绩增速将在反渗透净水机增速上进一步提高。

图 11: 2012 年, 国内净水器市场各品牌占有率情况



数据来源: 家电科技, 国泰君安证券研究

5. 资产整合完成在即, 双主业轻装上阵

5.1. 资产置换将大幅提高盈利能力

南方汇通 2014 年 12 月 12 日公告重大资产置换方案, 拟将本部铁路货车业务、青岛汇亿通 51% 股权、申发钢结构 60.8% 股权、汇通物流 100% 股权, 同株洲所持有的时代沃顿 36.79% 股权进行置换。未来资产置换完成后, 南方汇通的毛利率水平、资产周转能力等财务状况将得到大幅改善, 盈利能力得到提升, 同时主营业务由以往的五个主要方向, 收缩至反渗透膜、棕纤维产品两个方向, 更加专注集中。

表 4: 南方汇通资产置换前后对比

指标	置换前	置换后
综合毛利率水平	22%	40% (备考)
应收账款周转率	3.93	18.32
存货周转率	3.15	7.19
主营业务方向	5 个: 复合反渗透膜、棕纤维产品、货车修造、钢结构、运输物流	2 个: 复合反渗透膜、棕纤维产品
时代沃顿持股比例	42.82%	79.61%

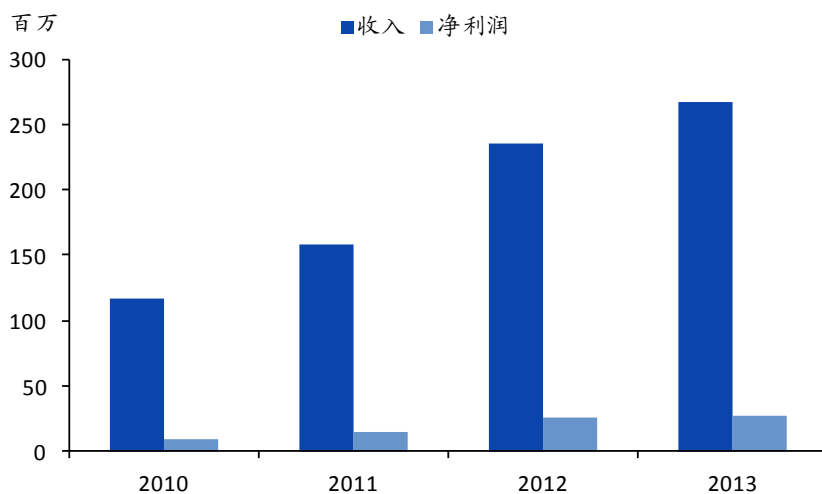
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

5.2. 棕纤维产品提供额外增长点

贵阳大自然科技有限公司将成为资产置换后, 南方汇通旗下另一主营业务的实施主体。大自然为棕纤维床垫的开创者, 主导起草了《棕纤维弹性床垫》行业标准 (已升级为国家标准)。2010-2013 年, 大自然棕纤维产品收入、净利润年均增速约 40%, 毛利率维持在 30% 左右。我们认为随着健康生活理念深入人心, 以及公司的市场推广, 棕纤维产品的盈

利将保持在现有水平。

图 12: 2010 - 2013 大自然棕纤维产品盈利年均增长约 40%



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

6. 盈利预测与投资建议

资产置换时点方面, 假设南方汇通的股东大会在 2015 年一季度召开, 完成资产置换, 自 2015 年二季度开始按照资产置换之后的业务进行盈利预测。

主营业务方面, 假设时代沃顿、大自然两家公司的主营业务毛利率水平保持稳定。假设时代沃顿沙文基地产能自 2015 年第二季度开始投放, 2015、2016 复合反渗透膜及相关产品的增速保持在 45% 左右。按照中性情况, 不考虑南方汇通净水机业务的贡献。

公司 2014 年三季度已经确认 1.67 亿元营业外收入, 此外在 2014 年 12 月, 南方汇通在 2014 年出售海通证券股份, 对本年度营业外收入额外贡献约 2800 万元。我们预计公司 2014 年将确认约 2 亿元营业外收入。预计这一因素将造成公司 2015 年税后净利润增速出现负增长。

由于公司资产置换还需股东大会最终通过, 按照谨慎原则, 我们暂时按照资产置换完成之前的情况, 对公司进行盈利预测。预计 2014 - 2016 年, 公司收入分别为 24.7、27.2、31.1 亿元, 净利润分别为 1.65、1.1、1.66 亿元, EPS 分别为 0.39、0.26、0.39 元。假设南方汇通在 2015 年一季度末完成资产置换, 则 2014 - 2016 年公司收入分别为 24.7、10.4、14.7 亿元, 对应净利润分别为 1.65、1.49、2.22 亿元, EPS 分别为 0.39、0.35、0.53 元。

考虑到控股子公司时代沃顿为国内反渗透膜制造领域龙头, 稀缺性显著, 产能处于扩张阶段, 未来增速有望继续提高。此外, 南方汇通资产置换在南车集团备案, 股东大会通过后即可完成, 被否决的概率较小。

根据 PS 估值方法，公司 2014 - 2016 年 PS 水平分别为 3.0、2.7、2.4 倍，环保板块平均为 6.6、4.6、3.5 倍。我们给予公司 2016 年 3 倍 PS 水平，对应目标价为 22.2 元。

表 5: 南方汇通与环保公司及行业 PS 水平对比

	股价	SPS			PS		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
南方汇通	17.72	5.9	6.4	7.4	3.0	2.7	2.4
国电清新	28.98	2.6	4.2	4.8	11.1	6.9	6.0
三维丝	22.16	3.8	4.1	4.4	5.8	5.4	5.0
永清环保	30.44	5.6	7.7	9.1	5.4	3.9	3.4
龙净环保	32.97	15.3	17.7	20.6	2.2	1.9	1.6
迪森股份	13.33	1.8	2.6	3.6	7.3	5.2	3.7
津膜科技	22.30	2.9	3.6	5.0	7.8	6.2	4.5
平均值					6.6	4.6	3.5
中值					6.4	4.4	3.5

数据来源：国泰君安证券研究（股价对应 1 月 23 日收盘价，津膜科技来自 wind 一致预期）

7. 风险因素:

反渗透膜市场开拓进度存在不及预期的风险;

南方汇通资产置换方案批准进度缓慢，造成公司整体盈利水平维持在较低水平的风险;

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		