

“膜王”即出，拐点将至

——津膜科技（300334）深度报告

2016年11月16日

强烈推荐/首次

津膜科技 深度报告

报告摘要:

两项并购同时发力，成就中国“膜王”。伴随行业高速发展，膜法水处理产业呈现出 1)“膜元件生产高端化”和 2)“向全产业链延伸”两大发展趋势。公司顺应行业趋势进行并购，“产品+工程”实力将有大幅提升，“膜王”地位得到确立。

- ◆ **并购江苏凯米：**产品链宽度、研发实力进一步增强，为公司扩大膜产品市场份额提供支撑，高端膜产品“国产替代”市场留有巨大想象空间；
- ◆ **并购金桥水科：**补齐公司工程施工资质，将产业链从膜元件延伸至水处理工程，营收和利润规模有望大幅提升，加速成长值得期待。

国资背景助力 PPP 拿单。本次并购如顺利实施，高新投资参与定增后持股比例将维持在 14.03%，与第一大股东差距进一步缩小；背靠河北省国资委，旗下拥有多项水务类资产的河北建设水务将以定增方式入股。依靠两家股东国资背景，公司在 PPP 领域的拿单能力将获大幅提升。

研发和产品造就核心竞争力。公司是分离膜行业技术领导者，立足膜技术研发和制作领域已有 40 多年历史，拥有“国家级重点实验室”和“院士工作站”独特资源，研发实力和产品质量获得市场高度认可。

PPP 热潮和膜行业快速发展提供成长空间。政策利好不断释放，财政部 PPP 项目库 9 月底入库项目已达 10471 个，总投资 12.46 万亿，项目落地率稳步提升；受益于环保政策趋严，近年来膜法水处理行业快速发展，预计“十三五”末行业年产值将超 2000 亿。公司面临巨大发展空间。

盈利预测及投资评级。目前股价距 15 年增发价尚有 20% 空间，安全边际充足；在手订单 8 亿，业绩加速兑现可期；同时具备小市值高弹性特点，值得关注。预计公司 16-18 年营收分别为 7.31 亿、14.02 亿、17.31 亿，对应 EPS 0.25 元、0.63 元、0.85 元。我们认为公司在膜元件研发生产方面具有独特优势，可享受高于传统水务公司的估值水平，根据 17 年 45 倍 P/E，计算出合理目标价为 28.35 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	524.50	604.62	730.58	1,401.53	1,730.69
增长率(%)	37.33%	15.28%	20.83%	91.84%	23.49%
净利润(百万元)	85.30	53.30	71.09	205.05	279.62
增长率(%)	5.87%	-37.52%	33.37%	188.44%	36.36%
净资产收益率(%)	9.97%	4.12%	5.28%	14.09%	17.24%
每股收益(元)	0.33	0.20	0.25	0.63	0.85
PE	65.00	107.25	84.48	34.27	25.10
PB	6.53	4.61	4.46	4.09	3.66

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

联系人：于洋

Tel:010-66555445

yuyang_yjs@dxzq.net.cn

联系人：刘博

Tel:010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

联系人：庞天一

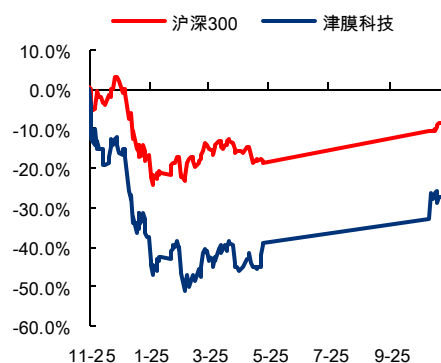
Tel:010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	21.45-30.16
总市值(亿元)	59.21
流通市值(亿元)	55.7
总股本/流通 A 股(万股)	27604/25968
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.03

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《水处理行业深度报告：海绵城市渐入佳境 膜法水处理大有可为》2016-8-3

目 录

1. 两项并购同时发力，成就中国“膜王”	4
1.1 顺应产业发展趋势，沿两条主线布局	4
1.2 股权结构变化，增强拿单能力	5
1.3 并购江苏凯米，巩固膜材料/膜元件市场绝对龙头地位	6
1.4 并购金桥水科，补齐工程资质，向全产业链延伸	8
2. 津膜科技：以研发和产品为核心竞争力的膜产业龙头	11
2.1 公司沿革：从历史悠久的研发机构发展为膜行业龙头	11
2.2 膜产品和膜技术专家	12
2.3 研发实力卓越，产品美誉度高	14
2.4 稳步布局营销网络，订单加速落地可期	15
2.5 营业收入稳步增长，净利润止跌回升	16
2.6 15 年定增提供股价安全边际	16
3. PPP 热潮和膜行业快速发展为公司打开增长空间	17
3.1 PPP 热潮为业绩快速增长带来契机	17
3.2 膜法水处理产业存巨大增长空间	19
4. 盈利预测及投资评级	21
5. 风险提示	21

表格目录

表 1：河北建投水务下属企业情况	6
表 2：两项并购中的交易对方分别对并购标的做出业绩承诺	6
表 3：江苏凯米所生产膜产品和膜成套设备及应用领域	8
表 4：金桥水科主要产品情况	9
表 5：金桥水科具备资质一览	10
表 6：金桥水科原水供给流程	11
表 7：金桥水科污水处理流程	11
表 8：与具有区域优势资源的企业进行合作建设营销网络	15
表 9：2015 年至今定向增发情况	17
表 10：公司已公告重大合同一览	18
表 11：公司盈利预测表	22

插图目录

图 1: 顺应产业发展趋势, 沿两条主线布局	4
图 2: 此次并购完成前后股权结构变化情况	5
图 3: 江苏凯米产品主要应用行业	7
图 4: 膜法水处理产业链	9
图 5: 公司历史沿革	12
图 6: 公司主营业务情况	13
图 7: 公司拥有多种形式的中空纤维膜	13
图 8: 公司拥有完整成熟的膜技术体系	14
图 9: 公司秉承“一市、一标、一室、一站”聚拢优秀人才	15
图 10: 中国人民大学膜分离技术课题组调查结果	15
图 11: 2012-2013 水业设备满意度指数调查	15
图 12: 受益于行业公司快速增长, 15 年出现业绩下滑	16
图 13: 2013Q4 至 2016Q3 单季度利润表相关数据	16
图 14: 各阶段示范项目数对比 (单位: 个)	17
图 15: 各阶段示范项目投资额对比 (单位: 亿元)	17
图 16: 各阶段示范项目落地率	18
图 17: 9 月末 PPP 项目投资额行业分布	18
图 18: 中国膜法水处理发展历程	20

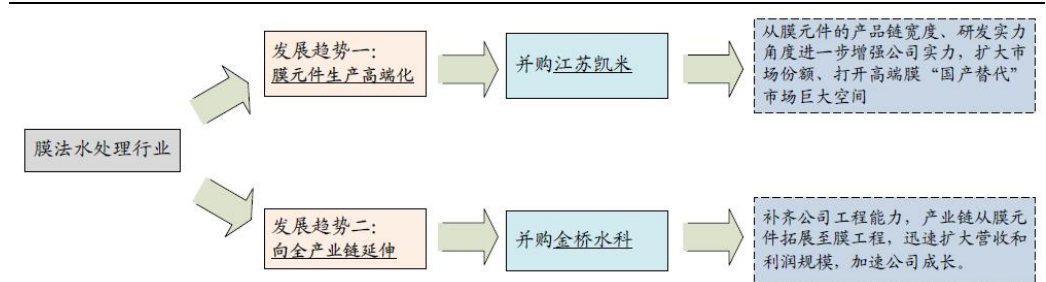
1. 两项并购同时发力，成就中国“膜王”

1.1 顺应产业发展趋势，沿两条主线布局

9月29日公司发布公告，拟通过发行股份及支付现金方式分别以10.07亿元和4.20亿元对价购买江苏凯米和金桥水科100%股权，同时拟向4家机构非公开发行股份募集配套资金，募资总额不超过3.78亿元，不超过拟发行股份购买资产交易金额的100%。

- ◆ 公司为收购江苏凯米股权共计支付对价10.07亿元，其中股份对价7.50亿，现金对价2.57；为收购金桥水科股权共计支付对价4.20亿元，其中股份对价3.59亿元，现金对价0.61亿元。
- ◆ 公司拟向高新投资、河北建投水务、建信天然及景德镇润信昌南等4家机构非公开发行股份募集并购所需配套资金。其中高新投资在此次并购之前已经是公司第三大股东。

图 1：顺应产业发展趋势，沿两条主线布局

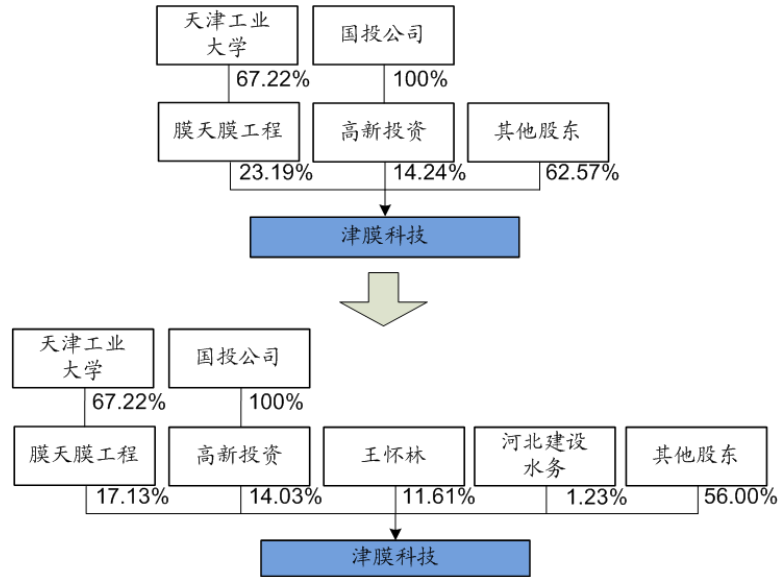


资料来源：东兴证券研究所

在2016年8月3日发布的《水处理行业深度报告：海绵城市渐入佳境 膜法水处理大有可为》中，我们曾经对中国膜法水处理行业的发展趋势做出详细剖析，并提出观点——“膜法水处理市场发展已经呈现出两大趋势，走在趋势前沿的公司将成为市场浪潮中的受益者：趋势一“膜元件生产高端化”；趋势二“向全产业链延伸”。

我们认为公司此次收购与整个行业的发展趋势相耦合，将在战略高度为公司成长提供强大动力。1) 并购江苏凯米，将从膜元件的产品链宽度、研发实力角度进一步增强公司实力，为公司扩大市场份额提供支撑、打开高端膜“国产替代”市场的巨大空间；2) 并购金桥水科，补齐了公司工程能力，产业链从膜元件拓展至膜工程，将迅速扩大营收和利润规模，加速公司成长，业绩拐点降至。

图 2: 此次并购完成前后股权结构变化情况

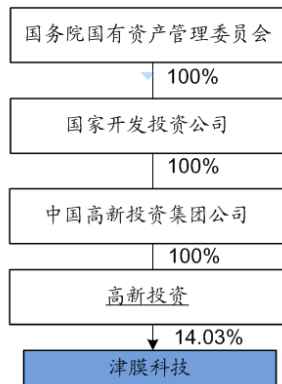


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 股权结构变化, 增强拿单能力

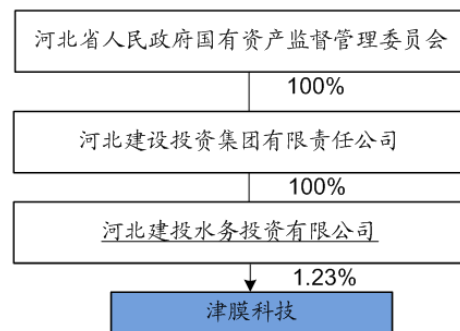
本次交易完成后, 膜天膜工程持股比例将从 23.19% 下降至 17.13%, 仍为公司第一大股东, 天津工业大学仍保持公司实际控制人地位。高新投资和江苏凯米现董事长王怀林分别以 14.03% 和 11.61% 的持股比例位列第二、第三大股东。河北建设水务将通过定增获得 1.23% 股权。我们认为此次高新投资增持, 以及河北建设水务入股, 将凭借其国资背景, 大幅提升公司在 PPP 领域拿单能力。

图 8: 高新投资股权结构及交易完成后对公司持股情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 河北建设水务股权结构及交易完成后对公司持股情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ **高新投资:** 此次交易后高新投资持股比例将变更为 14.03%, 大幅接近第一大股东持股比例, 在董事会 9 个席位中占有 2 席。高新投资是中国高新投资集团全资子公司, 背靠国家开发投资公司, 主业为投资管理、资产管理等, 旗下持股 28 家高新技术企业, 涉及环保、医疗、信息技术等领域。此次并购完成之后, 高新投资对公

司的控制权将大幅加强，凭借其国资背景和资本运营经验，将加强公司在 PPP 领域的拿单能力。

- ◆ **河北建投水务：**引入河北建设水务是此次并购方案的另一个亮点，其为河北建投集团公司全资子公司，实际控制人为河北省国资委，旗下控制多家水务领域相关公司。此次并购完成之后，公司在河北地区的项目拓展能力将大幅增加，PPP 项目落地值得期待。

表 1：河北建投水务下属企业情况

公司名称	主营业务	注册资本（万元）	持股比例
沧州市供水排水集团有限公司	原水、中水、自来水生产与经营、污水和污泥处理等	123,997.00	56.45%
唐山市曹飞甸供水有限责任公司	原水、自来水生产与经营等	42,857.00	62.67%
廊坊市清泉供水有限责任公司	自来水生产和销售等	19,269.00	62.28%
河北建投水务环境工程有限公司	市政工程水利、工程环保工程	6,000.00	51.67%
新疆建投宝塑管业有限公司	管材的制造与销售等	1,500.00	65.00%
河北建投沙河供水有限公司	自来水、中水生产和销售、污水和污泥处理等	10,414.00	51.18%
辛集市建投水务有限责任公司	自来水、中水生产和销售、污水和污泥处理等	10,222.00	65.54%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业绩承诺保障持续增长。两项并购中的交易对手方分别对并购标的做出业绩承诺，具体内容为，2016 年、2017 年、2018 年承诺江苏凯米净利润不低于 6000 万、7500 万、9350 万元；2016 年、2017 年、2018 年承诺金桥水科净利润不低于 2500 万、3250 万、4225 万元。业绩承诺将带来公司利润空间的显著增厚，同时也彰显了相关方对于此次并购及公司未来发展的信心。

表 2：两项并购中的交易对方分别对并购标的做出业绩承诺

公司	2016 年	2017 年	2018 年
江苏凯米	6000 万	7500 万	9350 万
金桥水科	2500 万	3250 万	4225 万
合计	0.85 亿	1.08 亿	1.36 亿

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

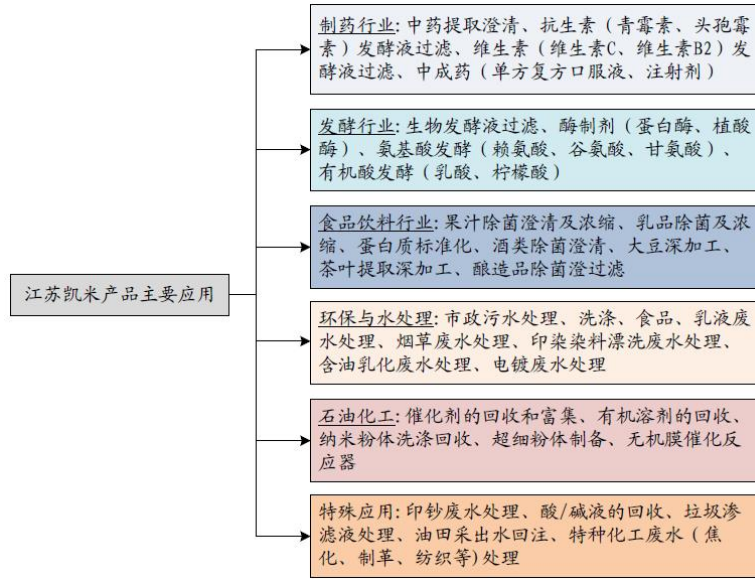
1.3 并购江苏凯米，巩固膜材料/膜元件市场绝对龙头地位

膜材料/膜元件生产和研发一直是整个膜法水处理产业链的技术核心，占据利润金字塔顶尖位置。津膜科技和江苏凯米均属于中国膜材料/膜元件生产领域的核心骨干企业，此次并购将对整个膜材料/膜元件市场竞争格局产生深远影响。通过并购，津膜科技的产品链宽度以及研发实力将得到大幅提升，“膜王”地位将进一步确立，未来在高端膜市场以及国外产品“国产替代”领域具有巨大市场空间。

江苏凯米长期致力于膜材料/膜元件研发生产。江苏凯米成立于 2002 年，并于 2011 年改制为股份有限公司，主营业务为膜产品研发、生产、膜设备制造及膜工程设计施工和运营服务，拥有膜分离技术相关专利 18 项，在食品饮料、生物制药、化工等过程分离领域以及生活污水、化工废水、垃圾渗滤液、印钞油墨废水等污水处理领域

积累了大量业绩经验和客户资源。董事长王怀林长期致力于膜分离技术、废水资源化处理技术研究与应用开发，是中国膜工业协会创始人之一。

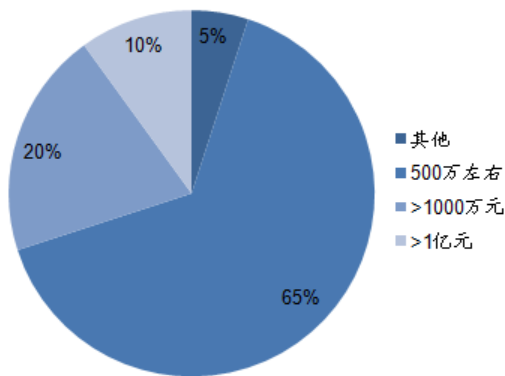
图 3: 江苏凯米产品主要应用行业



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

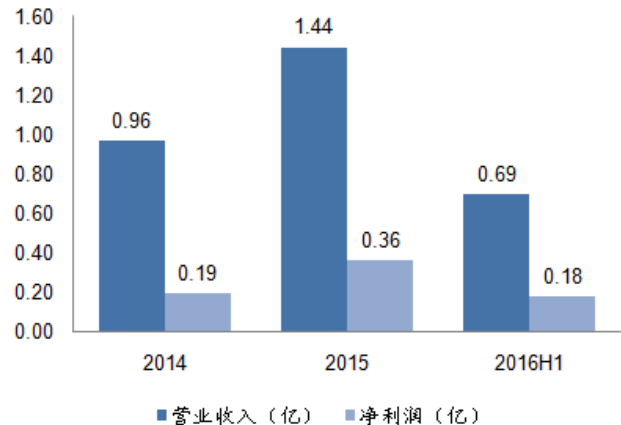
营收规模处于膜行业领先地位。根据中国膜工业协会 2014 年统计数据, 在全国膜企中年产值亿元以上的企业占比为 10%, 年产值 1000 万至 1 亿元的企业占比 20%, 65%的企业均为年产值 500 万左右的中小企业。江苏凯米 2014 年、2015 年、2016H1 营业收入分别为 0.96 亿、1.44 亿、0.69 亿元, 在行业内处于领先地位。另外, 膜工业协会还于 2015 年对 32 家骨干企业情况进行过调查统计, 江苏凯米位列其中。以上信息均可以说明其在膜行业中的优势地位。

图 8: 中国膜企业年产值分布



资料来源: 中国水处理行业可持续发展战略研究报告, 东兴证券研究所

图 8: 江苏凯米营业收入及净利润情况





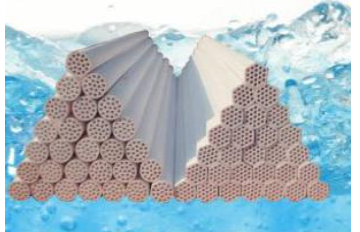



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

技术优势集中在耐酸碱管式膜及陶瓷膜领域。江苏凯米产品主要包括膜材料和膜应用

解决方案及成套设备,其中膜材料产品包括有机管式膜和无机陶瓷膜,膜应用解决方案及成套设备包括物料分类体系和水处理体系两类。除此之外,江苏凯米还与国际膜行业龙头科式集团保持长期合作关系,为其提供膜产品加工服务。我们认为耐酸碱管式膜和无机陶瓷膜凭借其相对较高的技术壁垒以及广阔的市场需求将成为公司未来利润的主要增长点。

- ◆ **有机管式膜:** 江苏凯米目前拥有 20 万平方米/年管式膜及膜组件生产规模,其管式膜产品通过美国 FDA 认证,产品链覆盖范围广泛,质量标准达到国际先进、国内领先水平。其管式膜产品主要包括三个系列: 1) 用于食品医药领域中符合 FDA 标准的可视化有机管式膜; 2) 用于水处理 MBR 领域的高装填密度有机管式膜; 3) 可耐受强酸碱的支撑式管式膜。
- ◆ **无机陶瓷膜:** 江苏凯米可生产不同膜型号的陶瓷膜元件,产品是采用无机陶瓷粉体制成的多孔分离膜材料,主要材料包括氧化铝、氧化锆两种材质,产品分离精度包括 0.8 μm 、0.2 μm 、0.05 μm 三个系列。目前产品已广泛应用于生物医药、生物发酵、食品、化工、纳米材料、含油废水处理等领域。

表 3: 江苏凯米所生产膜产品和膜成套设备及应用领域

分类	主要产品或服务项目	示例	应用领域
膜系列产品 (膜元件、膜组件)	有机管式膜产品		物料膜分离领域(果蔬汁澄清浓缩、茶叶提取深加工、氨基酸生产、中药生产和植物提取中的应用); 膜法水处理领域(油墨废水处理、油田采出水回用、垃圾渗滤液处理、废酸碱液回收、卤水精制处理的应用)
	无机陶瓷膜产品		
膜装备(膜成套设备、膜集成技术整体解决方案)	管式膜、陶瓷膜的成套设备、技术方案设计、工艺设计与实施、膜单元装备集成及系统集成、运营或运营技术支持与售后服务		
			
			
			

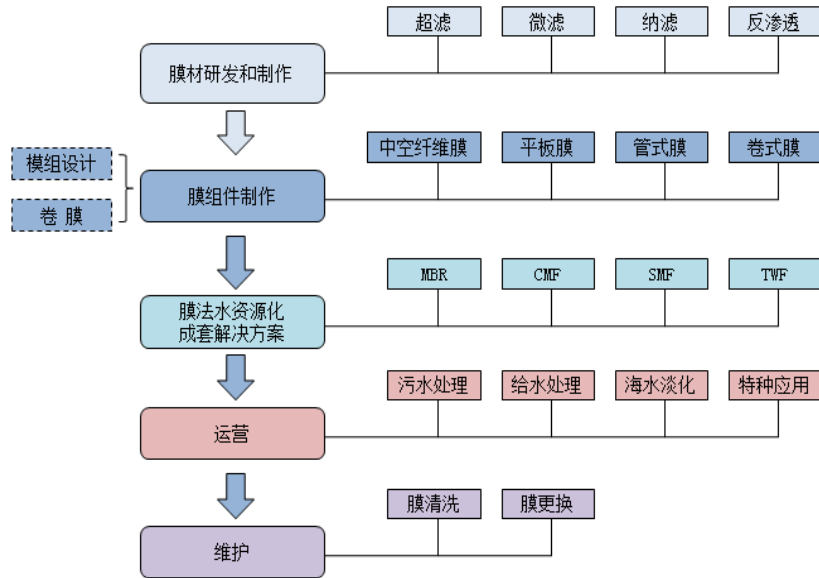
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.4 并购金桥水科, 补齐工程资质, 向全产业链延伸

膜法水处理产业链由膜元件研发和制作、膜组件制作、成套解决方案提供、运营和维

护等几部分组成。由其中一点切入，向全产业链延伸，可以迅速扩大公司营业收入和利润总额，带来公司的高速成长，同时塑造品牌形象，提高抗风险能力，降低平均成本。因此，我们认为向全产业链延伸是膜行业发展的另一大趋势。此次对金桥水科的并购将帮助公司补齐工程设计施工资质，业务侧重点将向大型工程倾斜，营收和利润大幅增加值得期待。

图 4：膜法水处理产业链



资料来源：东兴证券研究所

注：详情请参见东兴证券于2016年8月3日发布的《水处理行业深度报告：海绵城市渐入佳境 膜法水处理大有可为》

金桥水科是西北地区唯一一家民营给排水甲级设计单位。金桥水科成立于1998年，前身为甘肃金桥水处理技术承包有限公司，2006年更名为甘肃金桥给水排水设计与工程（集团）公司，2014年改制为股份有限公司，2015年于新三板挂牌。一直以来，金桥水科的主营业务集中在地表水净化、城市污水处理、工业废水治理及资源化研究、设计、咨询与工程施工，是西北地区唯一一家民营给排水甲级设计单位。目前市场主要集中在甘肃、陕西、宁夏、新疆、青海和内蒙等西北省份。

表 4：金桥水科主要产品情况

分类	主要产品及服务项目
工程咨询	项目建议书、项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告
工程设计（市政工程、建筑工程、环境工程）	地表水处理：新型澄清池、HPS澄清池、一体化沉淀池、涡流沉淀池、斜管沉淀池、竖流沉淀池、平流沉淀池、气浮滤池、V型滤池、空气擦洗滤池、无阀滤池、威福特过滤器、盘式过滤器、纤维过滤器、反渗透膜法水处理； 污水处理：生物曝气滤池、SBR工艺、氧化沟工艺等活性污泥法、MBR生物膜法、稳定塘等；
岩土工程、工程测量、水文地质	小型公用建筑及小型工业厂房场地勘察；小面积建（构）施工测量，地基测量；工业企业供水水源勘察

工程施工	地表水处理工程、污水处理工程、市政管网、泵房施工
机电设备安装	民用、市政公用工程的设备、线路、泵站、管道的安装、交配电
水处理设备	水处理设备及配件、膜法水处理设备、各类过滤设备、二氧化氯消毒设备、加药设备
电气设备	低压开关柜、控制柜、低压配电柜、配电箱
水处理材料	水处理药剂 PAC/PAM，水处理过滤填料、生物滤料、高效生物菌

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

补齐资质，增强工程能力。金桥水科具有工程咨询甲级资质、市政行业（给水工程、排水工程）专业设计甲级资质、建筑行业（建筑工程）设计乙级资质、环境工程（水污染防治工程）专项设计乙级资质、市政公用工程总承包贰级资质、机电安装工程施工总承包贰级资质和工程建设安全生产许可证等经营资质。**工程领域资质将大幅提升津膜科技项目工程施工能力，为大型化工程项目做好准备；咨询资质将帮助公司在前期可研阶段切入项目，获得先发优势。**

表 5：金桥水科具备资质一览

资质	资格等级	专业
工程咨询单位资格证书	甲级	市政公用工程（给排水） 生态建设和环境工程、建筑
工程咨询单位资格证书	丙级	市政公用工程（给排水） 水利工程
工程设计资质证书	甲级	市政行业（排水工程、给水工程）
工程设计资质证书	乙级	环境工程（水污染防治工程）；建筑行业（建筑工程）
工程勘察资质证书	丙级	工程勘察专业类（工程测量、水文地质勘察、岩土工程（勘察））
建筑业企业资质证书	贰级	市政公用工程总承包贰级、机电工程施工总承包贰级
安全生产许可证	—	—
建设工程费用标准证书	—	—
高新技术企业证书	—	—
甘肃省涉及饮用水卫生安全产品卫生许可批件	—	—

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在高浊度水净化领域具有独特技术优势。金桥水科及子公司拥有 49 项专利，其中 HPS 澄清池、一体化沉淀澄清池、气浮滤池过滤技术、曝气生物滤池等技术已经在相关项目中得以应用。金桥水科的技术优势主要集中在高浊度水净化及污水资源化领域，并分别在给水和污水领域形成了具有自身技术特点的工业路线。

- ◆ **原水供给流程：**在常规的给排水流程之外，金桥水科依据不同水源，特别是高浊度水开发了具有针对性的改良工艺，主要体现在预沉淀与沉淀合二为一，以降低投资及运营成本。
- ◆ **污水处理流程：**在污水处理领域，金桥水科分别针对生活污水和工业废水进行了工艺优化。

表 6: 金桥水科原水供给流程

水源类型	流程					
	常规流程	1. 预沉	2. 沉淀	3. 过滤	4. 深度处理	5. 消毒
高浊度水		HPS高效澄清池; 高效澄清池; 高负荷澄清池; 一池多格澄清池; 一体化沉砂沉淀池; 循环澄清池; 高浊降污澄清池		G 型空气擦洗滤池; 汽水联合反冲洗滤池; 气浮滤池; 微凝聚高效气水擦洗滤池; 涡流过滤器; V-Filter; 涡流型过滤器	无	专用设备
水库水	无	一体化沉淀澄清池; 可调微絮凝澄清池;; 涡流沉淀澄清池				
低温低浊水	无	一体化沉淀澄清池;; 高负荷旋流沉淀澄清池				
微污染地表水	生物预处理; 化学预氧化	一体化沉淀澄清池				

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 7: 金桥水科污水处理流程

水源类型	流程				
	常规流程	一级物理预处理	二级生物处理	三级深度处理	消毒
生活污水		曝气; 高效载体填料曝气	A/O 型生物曝气滤池; 高效生物曝气滤池综合技术; 改性生物活性滤池; 内置缺氧曝气滤池; 涡流固定微生物曝气池; 高效生物滤料		专用设备
工业废水		隔油; 气浮; 中和	高氨氮废水的生物强化处理; 高效固体微生物菌剂; 垂直流人工湿地处理; 灰水浓缩分离		
污水厂提标改造		—	—	盘式过滤器; 涡流过滤器; V-Filter 涡流型过滤器	—

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 津膜科技: 以研发和产品为核心竞争力的膜产业龙头

2.1 公司沿革: 从历史悠久的研发机构发展为膜行业龙头

津膜科技的前身是 1974 年成立的天津工业大学膜分离研究所，这是中国最早开展膜分离领域研究的机构之一，也是我国第一只中空纤维膜组件的诞生地。1992 年，在研究所基础之上，天津工业大学膜天膜技术工程公司成立，之后又经历了中国纺织工业对外经济技术合作公司、香港华益集团、中国高校投资集团等的多次注资，公司于 2010 年整体改制为股份有限公司，并于 2012 年在深交所创业板上市。登录资本市场之后公司发展进一步加速，2014 年两条新生产线投入使用，生产规模达到 415 万/年。

图 5：公司历史沿革

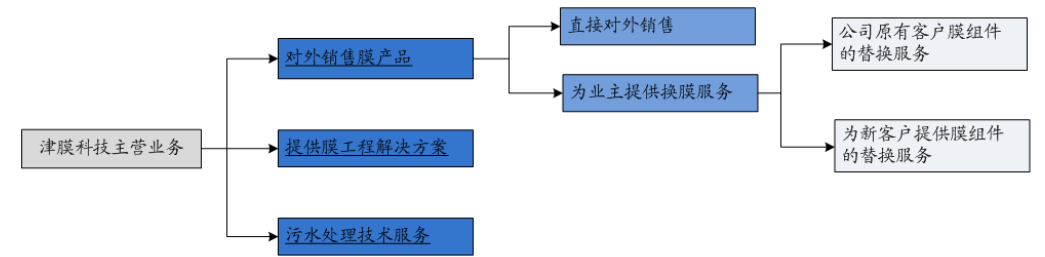


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2.2 膜产品和膜技术专家

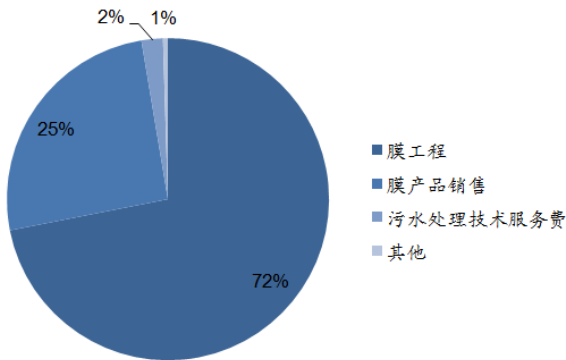
公司主营业务是膜材料及膜组件的研发生产销售，并以此为基础提供膜法水资源化解决方案。从收入结构来看，公司营收主要分为三部分：1）对外销售膜产品（包括直接对外销售和换膜服务两种方式）；2）提供膜工程解决方案（包括设计、采购、集成、调试等环节）；3）污水处理技术服务（对外提供污水处理技术咨询及运营服务）。从公司 15 年年报数据来看，膜工程业务在收入中占比较高，达到 72%，但由于毛利率相对较低的原因，其在毛利中的贡献仅有 50%；而膜产品销售在收入中占比为 25%，但是贡献了 44%的毛利。

图 6: 公司主营业务情况



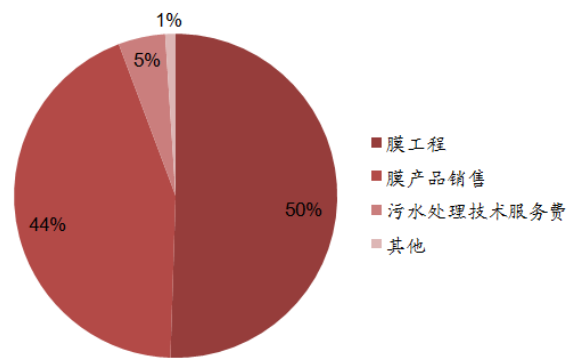
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 2015 年公司各项业务收入占比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

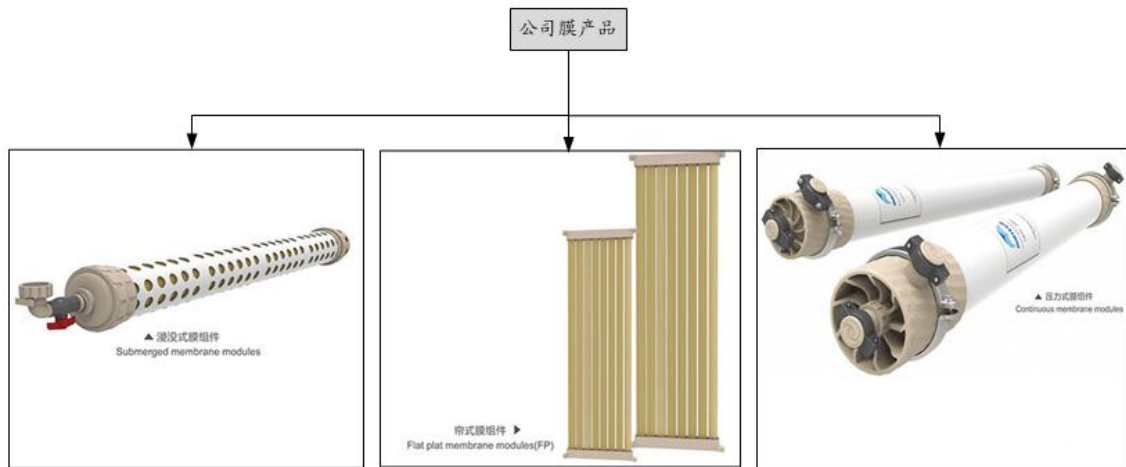
图 8: 2015 年公司各项业务毛利占比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司膜产品主要为不同材质、规格的中空纤维超滤、微滤膜组件, 包括外压式、内压式、浸没式及 MBR 膜组件, 同时也可以为用户提供标准化膜法水处理设备。

图 7: 公司拥有多种形式的中空纤维膜

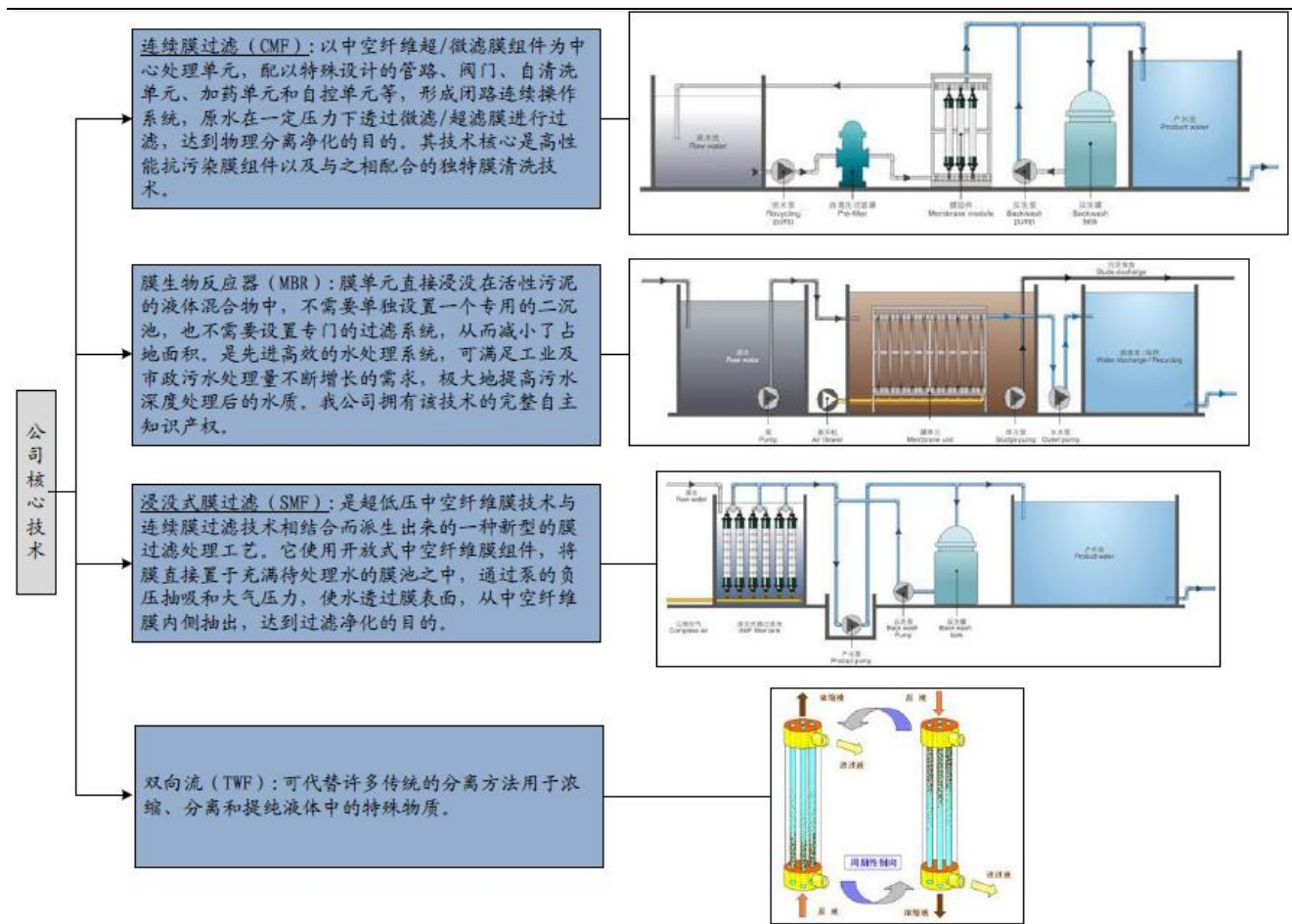


资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

公司拥有完整成熟的膜技术体系, 全面掌握连续膜过滤 (CMF)、浸没式膜过滤 (SMF)、膜生物反应器 (MBR) 及双向流膜过滤 (TWF), 可以针对不同客户的来水情况及出

水要求，提供系列化的膜应用工艺选择，具有较强的竞争力。

图 8：公司拥有完整成熟的膜技术体系

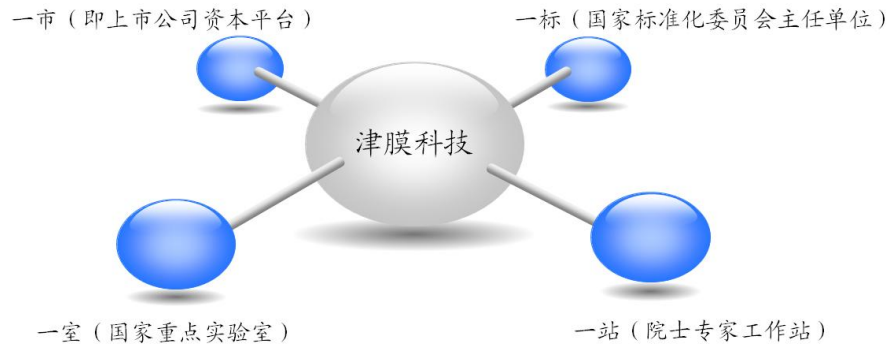


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2.3 研发实力卓越，产品美誉度高

研发实力卓越。作为行业技术领导者，公司立足膜技术研发与制造已有 40 多年历史，拥有 44 项国家专利，并参与制定了膜行业标准及国家标准，承担十余项国家科研项目，两次获得国家科技发明二等奖。近年来，“膜材料与膜应用国家重点实验室”和“院士专家工作站”相继落户公司，进一步巩固了公司在超滤/微滤膜材料研发和生产领域的行业领导者地位。我们认为公司的强大研发实力既是其产品质量的有力保障，也为公司与国际品牌竞争，占领高端膜产品市场奠定了坚实基础。

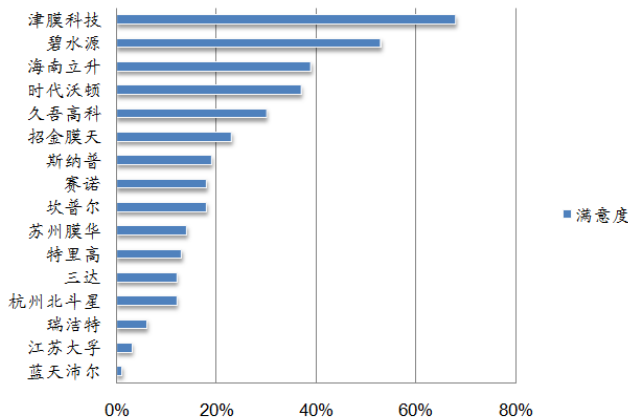
图 9: 公司秉承“一市、一标、一室、一站”聚拢优秀人才



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

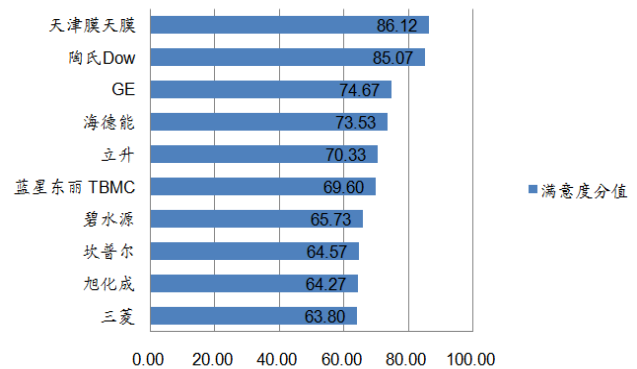
膜产品市场认可度高。在 2014 年中国人民大学膜分离技术课题组组织的调查中, 津膜科技在“国内膜品牌满意度”部分得分第一; 在此之前, 公司还在中国水网组织的 2012-2013 水业设备满意度指数调查“膜元件和膜组件设备满意度指数排名”中获得第一名。这说明公司深耕膜产品研发及制造, 以优质的产品品质获得市场广泛认可。

图 10: 中国人民大学膜分离技术课题组调查结果



资料来源: 中国水处理行业可持续发展战略研究报告, 东兴证券研究所

图 11: 2012-2013 水业设备满意度指数调查



资料来源: 中国水网, 东兴证券研究所

2.4 稳步布局营销网络, 订单加速落地可期

在市场开拓方面, 公司在苏州设有华东运营中心, 并在北京、青岛、南京、广州、西安等地设有办事处, 近年来还通过与具有区域优势资源的企业进行合作的方式进行营销网络建设。我们认为公司的市场渠道建设已经初见规模, 未来订单加速落地值得期待。

表 8: 与具有区域优势资源的企业进行合作建设营销网络

省份	合作主体	设立方式	设立时间
江苏	江苏山泉津膜环境工程技术有限公司	与江阴市山泉污水预处理有限公司、梅艳共同出资设立, 公司出资960万, 占股48%。	2015年4月
山东	东营津膜环保科技有限公司	与胜利油田孚瑞特置业有限责任公司共同出资设立, 公司出资3436万元, 占股69%。	2014年8月

	东营膜天膜环保科技有限公司	与山东德联环保科技有限公司共同出资设立, 公司出资2000万, 占股57.14%。	2015年11月
	乐陵市津膜星光环保科技有限公司	与乐陵热电公司共同出资设立, 公司出资800万, 占股80%。	2015年12月
浙江	浙江津膜环境科技有限公司	与薛向东共同出资设立, 公司出资1800万, 占股60%。	2012年10月
湖南	长沙天创环保有限公司	与长沙顺泰投资管理有限公司、天津创业环保集团股份有限公司共同出资设立, 公司出资, 占股5%。	2016年10月

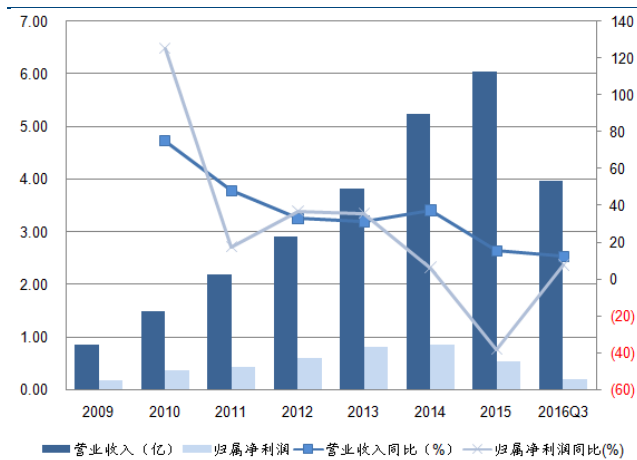
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.5 营业收入稳步增长, 净利润止跌回升

受益于行业发展, 上市以来公司快速成长。受益于环保政策趋严以及膜法水处理行业快速发展, 近年来公司营业收入一直保持稳步增长态势, 自 2009 年的 0.84 亿增长至 2015 年的 6.05 亿, CARG 为 39%; 归属净利润自 2009 年的 0.16 亿增长至 2015 年的 0.53 亿, CARG 为 22%, 低于营收增速, 并在 2015 年出现了 35% 的负增长。导致 2015 年业绩下滑的原因包括: 由于竞争激烈, 膜工程和膜产品毛利同比下降 6.05% 和 8.22%; 同时研发费用投入 6862 万元, 同比大增 76.2%; 短期借款 3.8 亿, 导致财务费用增长 311.9%。

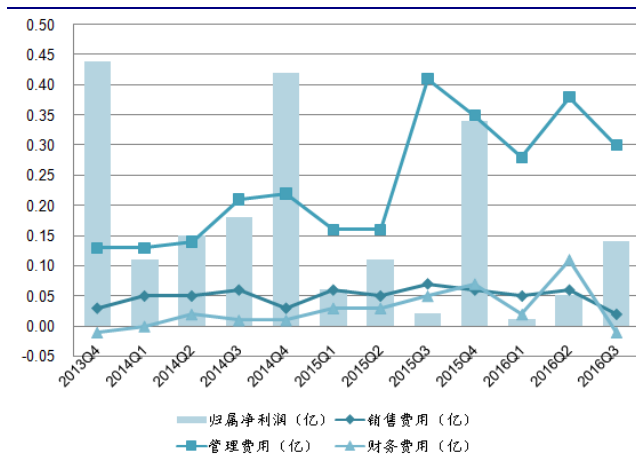
2016Q3 公司业绩止跌回升。2016 前三季度公司实现营业收入 3.96 亿, 同比增长 12.5%; 实现归属净利润 0.2 亿, 同比增长 7.53%, 结束了自 2015 年一季度开始的归属净利润同比持续下降。我们认为公司期间费用控制已经初见成效, 同时前期积累的订单逐渐开始转化为营收和利润, 业绩将进入上升通道。

图 12: 受益于行业公司快速增长, 2015 年出现业绩下滑



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 13: 2013Q4 至 2016Q3 单季度利润表相关数据



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.6 15 年定增提供股价安全边际

公司在 2015 年 11 月进行了定增, 进行整理可以得到复权之后的成本价为 26.50 元。以 11 月 16 日收盘价 21.45 元为基础进行计算, 相对于增发价格跌幅约为 19%。综合来看, 目前股价拥有较好的安全边际。

表 9: 公司 2015 年定向增发情况

上市日	定价基准日	增发价 格(元)	前复权价 格(元)	股价溢 价率	募集资金 总额(亿)	定向增发目的	限售股份解 禁日
2015/12/25	2015/11/19	26.52	26.50	-19.06%	3.99	募集资金净额拟投入如下项目: 1 补充工程配套资金项目; 2 东营项目; 3 新型膜材料研发及中试项目。	2016/12/26

资料来源: 公司公告, Wind, 东兴证券研究所

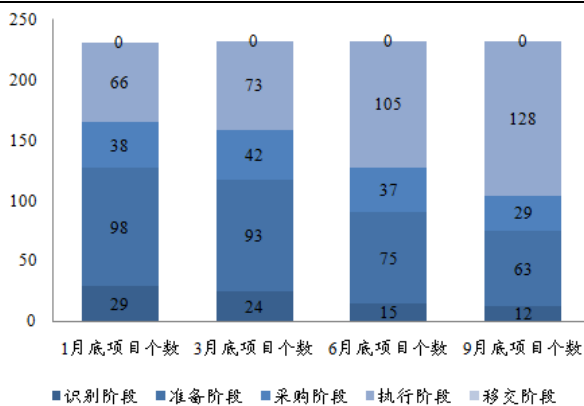
注: 前复权价格以及当前股价的计算时点为 2016 年 11 月 16 日

3. PPP 热潮和膜行业快速发展为公司打开增长空间

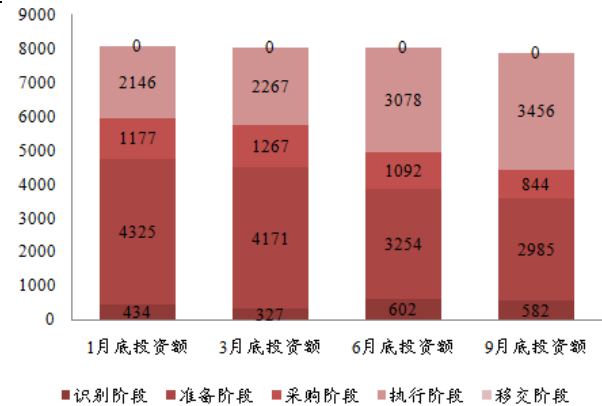
我们认为可以分别从两个角度对公司业务未来的市场空间进行解读, 分别是 1) PPP 项目领域和 2) 分离膜行业市场空间。

3.1 PPP 热潮为业绩快速增长带来契机

近期两项政策利好相继落地, PPP 项目热度不减。1) 财政部下发《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》,《通知》提出开展两个“强制”试点, 在垃圾处理、污水处理等现金流稳定、市场化程度高的领域强制实施 PPP 模式; 2) 财政部联合 20 个部委公布第三批 PPP 示范项目名单, 项目数量 516 个, 总投资 1.17 万亿。

图 14: 各阶段示范项目数对比 (单位: 个)


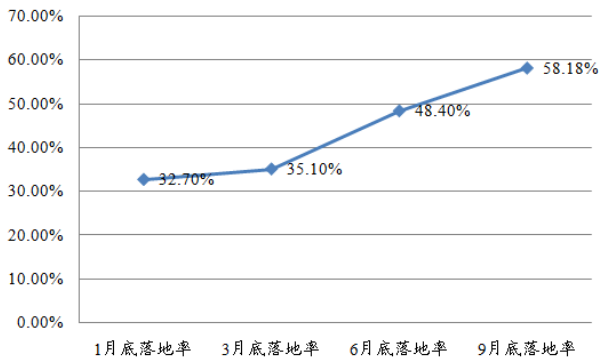
资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

图 15: 各阶段示范项目投资额对比 (单位: 亿元)


资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

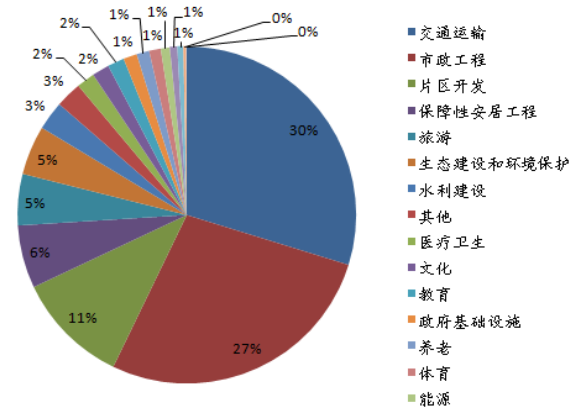
PPP 项目推进逐渐加速。 财政部 PPP 项目平台数据显示, 截止到 9 月底, 财政部两批示范项目共 232 个, 总投资 7866 亿元, 其中执行阶段项目 128 个, 总投资额 3456 亿元, 落地率 58.2%(项目落地率, 指执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交 4 个阶段项目数总和的比值), **项目落地呈加速趋势。** 从全国情况来看, 地方 PPP 项目需求不断加大, 9 月底全部入库项目 10471 个, 总投资 12.46 万亿, 其中执行阶段项目 946 个, 总投资额已达 1.56 万亿元, 落地率 26%, 入库项目正在加速落地, 落地率稳步提升。

图 16: 各阶段示范项目落地率



资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

图 17: 9月末 PPP 项目投资额行业分布



资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

主营业务与 PPP 项目重点投资领域高度重合。截止到 2016 年 9 月底, 从项目投资额角度统计, 在全国财政库入库 PPP 项目中交通运输、市政工程、片区开发三个一级行业类别分别以 29%、27%、11% 的占比位居前列。另外, 对市政工程类 PPP 项目进一步进行细分, 可以看出污水处理、市政道路、供水、垃圾处理、供水等二级行业类别在整个市政工程板块投资额中占比较高。**津膜科技业务涵盖水处理膜产品及供水、污水处理相关工程, 与目前 PPP 项目重点投资领域重合度较高, 为公司业绩增长带来充足空间。**

公司已经在 PPP 项目领域有所斩获, 后续发力值得期待。我们对公司上市以来公告的重大合同情况进行了梳理, 可以看出其业务主要以成套设备出售、EPC、BOT、PPP 等几种模式进行。自 2015 年 10 月开始, 公司连续获得东营市五六千合排污水处理厂、宁乡经济技术开发区污水处理厂、紫云县环保水务三个 PPP 项目, 总投资约 8.06 亿元。我们认为公司已经具备了一定 PPP 项目运作经验, 在此次并购完成后, 凭借高新投资及河北建设水务等股东的国资背景, 公司将在 PPP 领域加速发力。

表 10: 公司已公告重大合同一览

省份	地级行政区划	项目模式	中标时间	签约时间	工期	金额(亿)	项目名称	合作方
天津	津南区	EPC	2012.8.7	2012.10.29	9 个月	0.55	津南再生水厂工程(纪庄子再生水厂迁建)膜车间系统设备采购项目	
天津	滨海新区	EPC		2012.12.30	11.5 个月	1	天津市瑞德赛恩水业有限公司 3 万吨/天大港城市废水深度处理回用项目	
天津	滨海新区	EPC	2012.12.24	2013.2.21	10 个月	0.59	天津滨海新区营城污水处理厂工艺提升及再生水项目的浸没式超滤、反渗透及能量回收系统项目	
山东	东营市	BOT	2014.4.1	2014.5.9	8 个月	4.19	东营市东城南污水处理 BOT 项	胜利油田孚瑞

							目	特置业有限责 任公司
山东	东营市	EPC		2014.9.15	11 个月	3.05	东营津膜环保科技有限公司 12 万吨/天东营东城南污水处理厂项目	
陕西	西安市	EPC	2014.12.31	2015.1.26	540 日历天	1.12	临潼区绿源市政工程污水处理 厂项目 EPC 工程总承包	
河北	石家庄市	销售 合同	2015.2.9	2015.4.23	120 日历天	0.52	良村开发区地表水厂配水管网 工程 (一期) 项目超滤膜净车间 成套设备采购项目	
浙江	湖州市	EPC	2015.7.6	2015.11.3	360 日历天	0.37	浙江美欣达印染集团股份有限 公司污水处理升级改造及零排 放项目	
山东	东营市	PPP	2015.10.23		7 个月	1.06	东营市五六千合排污水处理厂 及配套管网 BOT 工程政府与社 会资本合作 (PPP) 项目	
上海	金山区	销售 合同		2015.9.29		0.72	金山卫污水厂改扩建工程机电 设备材料及技术服务采购项目	
江苏	江阴市	EPC		2015.11.25		0.91	江阴市山泉污水处理厂 40000 吨/天印染废水升级改造及中水 回用工程总承包	
山东	东营市	EPC		2015.12.31	7 个月	0.84	东营膜天膜环保科技有限公司 2.5 万吨/天东营市五六千合排 污水处理厂项目 EPC 总承包	
湖南	长沙	PPP	2016.5.16			2	宁乡经济技术开发区污水处理 厂及其配套管网工程 PPP 项目	天津创业环保 集团股份有限 公司
陕西	西安市	EPC	2016.7.30	2016.9.7	600 日历天	1.9	西安渭北污水处理与再生水回 用项目 EPC 工程总承包	陕西华山建设 有限公司、天津 市市政工程设 计研究院
贵州	安顺市	PPP		2016.8.18	1-5 年	5	紫云县环保水务 PPP 项目投资 合作框架协议	

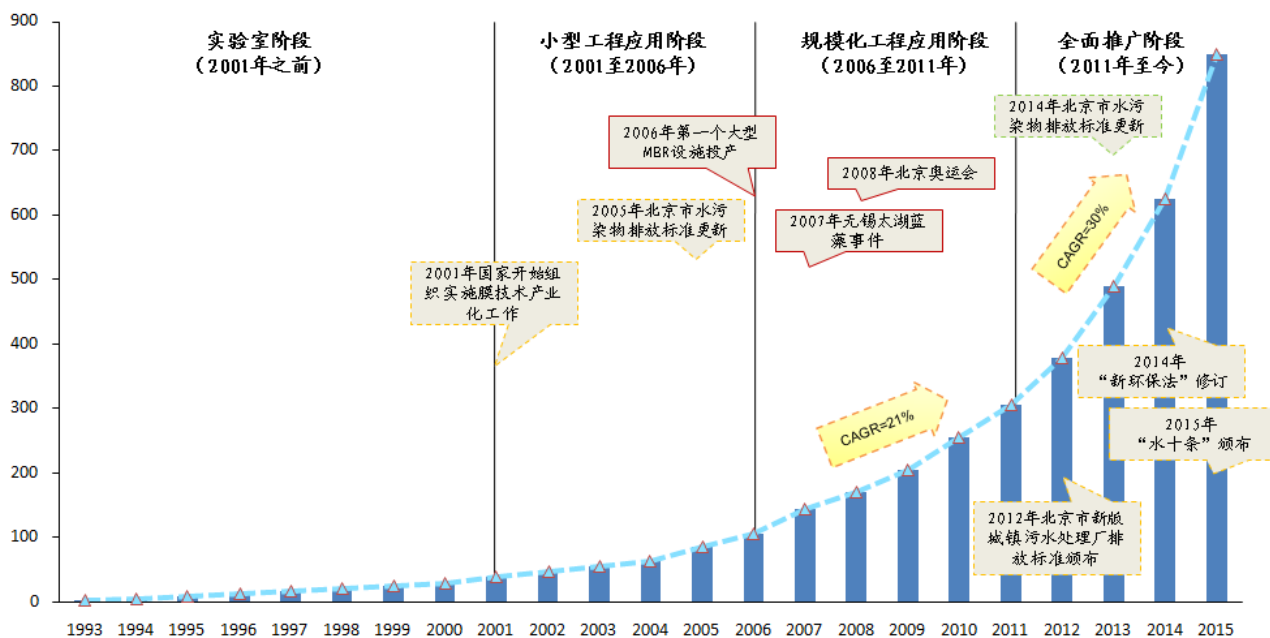
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3.2 膜法水处理产业存巨大增长空间

技术优势明显, 市场前景广阔。膜法水处理相对于传统水处理方式具有能耗低、工艺简单、运行稳定和出水水质高等诸多优势, 已经在很多领域获得推广应用。我们认为随着环保指导思想向“质量化”转变, 污水排放指标趋严, 膜法水处理产业存在巨大市场空间。

分离膜产业正在经历高速发展。近 15 年是整个分离膜行业的高速增长期，行业总产值（指膜制品、膜组件、膜附属设备及相关工程的总值）从 1993 年的 2 亿元上升至 2015 年的 1000 亿。其中水处理是膜分离技术的主要应用领域，行业产值占比约 85%，另外 15% 应用于工业生产及其他领域。据此计算，2015 年膜法水处理行业产值约为 850 亿。

图 18：中国膜法水处理发展历程



资料来源：中国膜工业协会，中国水处理行业可持续发展战略研究报告，东兴证券研究所

注：详情请参见东兴证券于 2016 年 8 月 3 日发布的《水处理行业深度报告：海绵城市渐入佳境 膜法水处理大有可为》

预计“十三五”末行业年产值将超 2000 亿。中国膜法水处理行业的发展经历了 1) 实验室阶段（2001 年之前）、2) 小型工程应用阶段（2001 年至 2006 年）、3) 规模化工程应用阶段（2006 年至 2011 年）和 4) 全面推广阶段（2011 年至今）四个时期。其中，在规模化工程应用阶段，行业产值复合年均增速为 21%，在全面推广阶段这一数值达到 30%。目前虽然我国城镇污水处理率已达 90%，污水处理产能增长空间有限，但考虑到存量处理能力改造，再生水回用和工业废水处理的潜在市场空间，以及排放指标进一步收严，民众对于选择先进环保技术的心理倾向等因素，我们认为“十三五”期间膜法水处理行业产值年均增速大概率落在 20%-25%。取中位数 22.5% 进行计算，到 2020 年行业产值达到约 2345 亿，整个“十三五”膜法水处理产值可达 8138 亿元。

我们认为津膜科技在完成此次并购之后，其膜产品研发生产能力，以及膜工程能力将得到大幅提升，“膜王”地位进一步确立，将享受分离膜行业快速发展所带来的红利，成长空间巨大。

4. 盈利预测及投资评级

综上所述，公司是分离膜行业技术领导者，立足膜技术研发和制作领域已有 40 多年历史，研发实力和产品质量获得市场高度认可。此次对于江苏凯米和金桥水科两家标的进行并购，完美耦合了目前膜法水处理行业发展的两大趋势，“产品+工程”两方面实力获得大幅提升，“膜王”地位进一步确立。同时结合 PPP 项目热潮以及分离膜行业的快速发展，未来成长空间巨大。

目前公司股价距 2015 年定增价格尚有 20%空间，安全边际充足；在手订单 8 亿，业绩加速兑现可期；同时具备小市值高弹性特点，值得关注。我们预测公司 2016、2017、2018 年营业收入分别为 7.31 亿元、14.02 亿元、17.31 亿元，归属净利润分别为 0.70 亿元、2.04 亿元、2.79 亿元，每股收益 0.25 元、0.63 元、0.85 元，目前股价对应 P/E 分别为 84.48 倍、34.27 倍、25.10 倍。

我们认为公司在膜元件研发生产方面具有独特优势，可享受高于传统水务公司的估值水平，根据 2017 年 45 倍 P/E，计算出合理目标价为 28.35 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

并购未按期实施、PPP 项目推进不达预期、行业竞争加剧。

表 11: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	978	1387	1219	2162	2624	营业收入	524	605	731	1402	1731
货币资金	198	558	244	491	606	营业成本	326	413	519	915	1107
应收账款	285	334	400	768	948	营业税金及附加	6	4	12	24	29
其他应收款	27	9	11	22	27	营业费用	18	24	22	42	43
预付款项	55	182	187	196	207	管理费用	71	108	110	196	225
存货	399	288	355	626	758	财务费用	4	17	9	17	37
其他流动资产	2	5	10	37	50	资产减值损失	12.28	10.85	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	271	732	665	600	534	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	43	57	55	55	55	投资净收益	3.61	4.20	5.00	5.00	6.00
固定资产	211.67	204.49	184.61	159.73	134.84	营业利润	91	32	54	203	286
无形资产	5	402	362	321	281	营业外收入	8.99	25.48	25.00	25.00	25.00
其他非流动资产	5	5	5	5	5	营业外支出	0.08	0.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	1249	2118	1884	2762	3158	利润总额	100	57	79	228	311
流动负债合计	352	794	473	1227	1456	所得税	14	4	8	23	31
短期借款	141	380	40	618	751	净利润	85	53	71	205	280
应付账款	154	177	213	376	455	少数股东损益	0	0	1	1	1
预收款项	8	19	26	40	58	归属母公司净利润	85	53	70	204	279
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	113	466	128	285	387
非流动负债合计	13	12	56	56	56	EPS (元)	0.33	0.20	0.25	0.63	0.85
长期借款	0	0	50	50	50	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	365	806	529	1283	1512	成长能力					
少数股东权益	27	28	29	30	31	营业收入增长	37.33%	15.28%	20.83%	91.84%	23.49%
实收资本(或股	261	276	276	276	276	营业利润增长	3.60%	-65.04%	69.99%	275.70%	40.84%
资本公积	320	690	690	690	690	归属于母公司净利	32.52%	191.13%	32.52%	191.13%	36.54%
未分配利润	246	283	297	338	393	获利能力					
归属母公司股东	857	1284	1326	1449	1616	毛利率(%)	37.83%	31.75%	29.02%	34.75%	36.05%
负债和所有者权	1249	2118	1884	2762	3158	净利率(%)	16.26%	8.82%	9.73%	14.63%	16.16%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.84%	2.50%	3.72%	7.39%	8.82%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9.97%	4.12%	5.28%	14.09%	17.24%
经营活动现金流	-104	-181	33	-227	135	偿债能力					
净利润	85	53	71	205	280	资产负债率(%)	29%	38%	28%	46%	48%
折旧摊销	18.24	416.92	0.00	65.06	65.06	流动比率	2.78	1.75	2.58	1.76	1.80
财务费用	4	17	9	17	37	速动比率	1.65	1.38	1.83	1.25	1.28
应收账款减少	0	0	-67	-368	-180	营运能力					
预收帐款增加	0	0	7	14	17	总资产周转率	0.46	0.36	0.37	0.60	0.58
投资活动现金流	-95	-203	-4	-5	-4	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.93	3.65	3.75	4.76	4.17
长期股权投资减	0	0	2	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	4	5	5	6	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.20	0.25	0.63	0.85
筹资活动现金流	73	748	-332	479	-16	每股净现金流(最新	-0.48	1.32	-1.10	0.89	0.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.28	4.65	4.80	5.25	5.85
长期借款增加	0	0	50	0	0	估值比率					
普通股增加	87	15	0	0	0	P/E	65.00	107.25	84.48	34.27	25.10
资本公积增加	-87	370	0	0	0	P/B	6.53	4.61	4.46	4.09	3.66
现金净增加额	-125	364	-303	247	115	EV/EBITDA	48.91	12.32	45.02	21.40	15.79

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

联系人：庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。