

津膜科技 (300334.SZ)

签订 10 亿水治理 PPP 项目，成长逻辑正逐步兑现

核心观点：

● 签署 10 亿六盘水市整区水务一体化及水治理 PPP 项目

公司公告与贵州省六盘水市六枝特区人民政府签署六枝特区整区水务一体化及生活污水精确治理 PPP 项目合作开发协议，计划总投资额 10 亿元。项目涉及六枝特区的村、乡镇、城区所有生活污水治理、黑臭水体综合治理等内容。该订单为公司近期签订的加大规模水治理综合 PPP 项目，彰显了公司水处理综合实力和异地开拓能力。

● PPP 订单仍将持续放量，定增完成后实力有望进一步加强

本次六枝特区 10 亿投资合作协议落地，彰显了公司 PPP 大订单的获取能力；考虑到定增配套融资国投集团大比例认购、引入河北建投等举措，公司 PPP 承接平台潜质将进一步加强。同时公司公告拟收购金桥水科 100% 股权，将补齐公司资质短板，可大幅提升公司工程承接能力和综合治理项目的实施能力。

● 收购江苏凯米巩固公司膜技术市场地位，有望提升业绩弹性

公司并购另一标的江苏凯米主营业务为膜产品销售和提供膜法水处理解决方案，其与全球膜领域龙头美国科氏长期合作，核心技术优势明显。公司吸收整合凯米管式膜和陶瓷膜技术后，我们预期将进一步加强公司在膜领域核心竞争力；凯米华南地区客户资源丰富，未来将与公司在技术和市场层面互补提升业绩弹性。

● 即将迈入 PPP 大单时代，给予“买入”评级

不考虑收购及配套融资，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.25 元、0.37 元、0.50 元，对应 PE 为 71、49、36 倍。考虑配套融资且假设 17 年并表，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.25 元、0.56 元、0.77 元，对应 PE 为 71、32、23 倍。此次大额 PPP 订单正逐步验证公司扩张式成长的逻辑，预期增发完成后有望补齐资质提升工程承接能力，业绩向上弹性较大，给予“买入”评级。

● 风险提示

收购进度不及预期；整合不及预期；PPP 订单落地不及预期；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	524.50	604.62	843.90	1,192.33	1,559.43
增长率(%)	37.33%	15.28%	39.58%	41.29%	30.79%
EBITDA(百万元)	117.46	71.67	162.18	192.87	257.98
净利润(百万元)	85.43	52.89	69.59	101.79	138.42
增长率(%)	6.21%	-38.09%	31.57%	46.27%	36.00%
EPS(元/股)	0.327	0.192	0.252	0.369	0.501
市盈率(P/E)	62.45	127.71	71.24	48.71	35.81
市净率(P/B)	6.22	5.26	3.66	3.41	3.11
EV/EBITDA	44.93	91.76	30.87	27.25	21.12

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格 17.96 元

前次评级 买入

报告日期 2016-12-13

相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003

02160750611

guopeng@gf.com.cn

相关研究：

津膜科技(300334.SZ)：收购优质标的协同效应明显，成长高弹性可期 2016-11-02

津膜科技(300334.SZ)：三季报业绩平稳，收购完善产业链布局 2016-10-28

津膜科技(300334.SZ)：中报业绩下滑，PPP 订单有望加速落地 2016-09-01

联系人：蒋昕昊

jiangxinhao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	978	1387	1506	1810	2268
货币资金	198	558	427	241	205
应收及预付	379	535	597	896	1204
存货	399	288	481	674	858
其他流动资产	2	5	1	0	0
非流动资产	271	732	708	686	668
长期股权投资	43	57	57	57	57
固定资产	212	204	208	191	174
在建工程	0	5	5	5	5
无形资产	5	402	382	382	382
其他长期资产	11	63	56	51	51
资产总计	1249	2118	2214	2496	2936
流动负债	352	794	757	962	1263
短期借款	141	380	426	490	645
应付及预收	210	259	331	473	618
其他流动负债	0	155	0	0	0
非流动负债	13	12	75	50	50
长期借款	0	0	50	50	50
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	12	25	0	0
负债合计	365	806	832	1012	1313
股本	261	276	276	276	276
资本公积	320	690	690	690	690
留存收益	276	318	388	489	628
归属母公司股东权	857	1284	1354	1456	1594
少数股东权益	27	28	28	28	29
负债和股东权益	1249	2118	2214	2496	2936

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-104	-181	-179	-183	-139
净利润	85	53	70	102	139
折旧摊销	14	16	37	17	17
营运资金变动	-215	-275	-333	-349	-347
其它	12	25	48	47	52
投资活动现金流	-95	-203	-41	-18	-23
资本支出	-95	-143	-42	-21	-26
投资变动	0	-60	1	3	3
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	73	748	88	14	126
银行借款	141	395	96	64	155
债券融资	-69	-7	13	-25	0
股权融资	15	386	0	0	0
其他	-14	-26	-21	-24	-30
现金净增加额	-125	364	-131	-187	-36
期初现金余额	321	198	558	427	241
期末现金余额	196	563	427	241	205

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	37.3	15.3	39.6	41.3	30.8
营业利润增长	3.6	-65.0	151.4	44.1	34.6
归属母公司净利润增长	6.2	-38.1	31.6	46.3	36.0
获利能力(%)					
毛利率	37.8	31.7	35.5	35.6	36.4
净利率	16.3	8.8	8.3	8.6	8.9
ROE	10.0	4.1	5.1	7.0	8.7
ROIC	11.3	5.1	8.3	9.3	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	29.2	38.1	37.6	40.6	44.7
净负债比率	-0.1	-0.1	-	0.2	0.3
流动比率	2.78	1.75	1.99	1.88	1.80
速动比率	1.49	1.15	1.16	0.95	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.36	0.39	0.51	0.57
应收账款周转率	1.90	1.96	2.14	1.98	1.99
存货周转率	1.11	1.20	1.14	1.15	1.16
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.19	0.25	0.37	0.50
每股经营现金流	-0.40	-0.66	-0.65	-0.66	-0.50
每股净资产	3.28	4.65	4.90	5.27	5.77
估值比率					
P/E	62.4	127.7	71.2	48.7	35.8
P/B	6.2	5.3	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	44.9	91.8	30.9	27.3	21.1

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	524	605	844	1192	1559
营业成本	326	413	545	768	991
营业税金及附加	6	4	8	11	14
销售费用	18	24	33	46	60
管理费用	71	108	133	191	253
财务费用	4	17	26	38	63
资产减值损失	12	11	22	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	4	2	3	3
营业利润	91	32	80	115	155
营业外收入	9	25	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	100	57	80	115	155
所得税	14	4	10	13	16
净利润	85	53	70	102	139
少数股东损益	0	0	0	0	1
归属母公司净利润	85	53	70	102	138
EBITDA	117	72	162	193	258
EPS(元)	0.33	0.19	0.25	0.37	0.50

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4年中国再生金属分会工作经历，2015年、2016年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。