

津膜科技 (300334) \公用事业

——营收稳步增长，工程拓展活跃未来业绩可期

事件：

津膜科技发布业绩快报，16年营业总收入7.49亿元，同比增长23.91%，归母净利润4739.6万元，同比降低10.39%。

投资要点：

➤ **营收稳步增长，四季度单季增长40%，研发费用与利息增加、营业外收入降低影响了利润水平**

公司营业收入继续稳步上升，全年同比增长23.91%，其中四季度单季度营收3.53亿元，相比15年四季度同比增长约40%，营收增长明显提速。

研发费用继续增长，体现在16年管理费用达到1.22亿元，相比15年增长1387万元。财务费用2648万元，较15年增加918万元。同时营业外收入917万元，较15年降低1631万元，15年营业外收入主要为研发资助。

➤ **16年以来工程拓展提速，在手订单饱满，业绩有望较快增长**

公司16年以来逐步向PPP、BOT等新型模式发展，异地拓展明显提速，6月份中标宁乡PPP项目，8月份中标西安渭北EPC项目并签署贵州紫云县PPP投资框架协议，12月与九江市玖城环保合资成立公司，于六盘水签署污水处理合作协议，17年1月份中标新疆工业园区污水厂，与盛联节能于冀州盐化工循环经济园合资成立公司。

6月份至今工程项目中标约5.4亿元，合作框架协议约15亿元，并于两个地市成立合资公司，而15年公司工程业务收入仅为4.35亿元，未来业绩增长弹性较大。

➤ **研发费用有望得以稳定**

公司15年获批“膜材料与膜应用国家重点实验室”，成为行业内唯一拥有膜材料及膜应用国家重点实验室的企业，与此同时15、16年研发费用逐步提高，14-15年研发费用分别为3893万元、6862万元，并且全部费用化。16年研发费用在15年基础上继续增加。考虑到重点实验室已经获批一年多，趋于稳定，17年研发费用有望得以稳定

➤ **收购江苏凯米与金桥水科进程中，协同性强，看好公司未来发展**

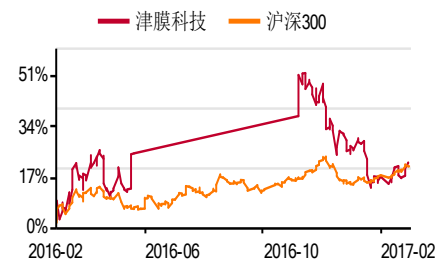
公司拟14.27亿元收购江苏凯米与金桥水科100%股权，目前已收到证监会行政许可项目审查一次反馈意见。并购江苏凯米将巩固公司膜产品的技术优势，16、17、18年承诺净利润6000万元，7500万元与9375万元。并购金桥水科将进一步增强公司的工程能力。金桥水科在设计、总承包及工程

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：17.48元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	276/275
流通A股市值 (百万元)	4,830
每股净资产 (元)	4.70
资产负债率 (%)	36.68
一年内最高/最低 (元)	23.50/14.20

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

冯瑞齐联系人

电话：0510-85609581

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

张浩佳

相关报告

1、《津膜科技 (300334) \公用事业行业》

2017.01.05

2、《津膜科技 (300334) \公用事业行业》

2016.12.14

咨询方面资质齐全，为西北地区知名的水处理工程公司，16、17、18 年承诺净利润 2500 万元，3250 万元，4225 万元。并购完成后将显著增强公司盈利能力，同时与上市公司业务之间协同性强，看好公司未来进一步的发展。

➤ 维持“推荐”评级

假设公司17年年中完成收购，7月份开始并表，定增摊薄后预计公司2016-2018年EPS分别为0.13、0.37及0.66元，对应目前股价2016-2018年PE分别为138、38及26倍。考虑到公司膜产品具备核心竞争力，并购完成后与标的之间业务协同性较强，未来业绩发展空间较大，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

项目进展不达预期；收购及整合不达预期等

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	524.50	604.62	749.19	1178.12	1803.55
增长率（%）	37.33%	15.28%	23.91%	57.25%	53.09%
EBITDA（百万元）	117.55	89.26	103.53	230.66	365.60
净利润（百万元）	85.43	52.89	47.40	137.02	247.42
增长率（%）	6.21%	-38.09%	-10.38%	189.08%	80.57%
EPS（元/股）	0.229	0.142	0.127	0.367	0.662
市盈率（P/E）	76.46	123.51	137.82	47.67	26.40
市净率（P/B）	7.62	5.09	4.94	2.24	2.10
EV/EBITDA	38.99	52.27	48.87	27.69	19.19

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	152.94	523.35	7.49	315.66	18.04	营业收入	524.50	604.62	749.19	1178.12	1803.55
应收账款+票据	324.68	353.50	511.98	849.00	1234.48	营业成本	326.07	412.67	511.32	744.34	1120.73
预付账款	54.63	181.63	159.25	88.86	231.35	营业税金及附加	5.62	4.29	5.32	8.36	12.80
存货	399.15	288.39	604.09	695.09	1261.05	营业费用	18.42	24.14	25.79	42.27	64.06
其他	1.52	4.84	4.84	4.84	4.84	管理费用	70.67	107.82	121.69	184.52	265.40
流动资产合计	932.92	1351.71	1287.65	1953.46	2749.75	财务费用	4.20	17.30	34.35	34.25	44.77
长期股权投资	42.99	56.79	61.00	61.00	61.00	资产减值损失	12.28	10.85	7.59	9.50	9.90
固定资产	211.67	204.49	183.64	202.18	170.31	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	5.38	50.00	0.00	0.00	投资净收益	3.61	4.20	4.20	0.00	0.00
无形资产	5.42	401.78	381.44	406.69	383.95	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4.54	55.08	102.89	1123.41	1123.41	营业利润	90.85	31.76	47.34	154.88	285.88
非流动资产合计	264.62	723.53	778.97	1793.28	1738.67	营业外净收益	8.91	25.43	9.15	25.43	25.43
资产总计	1197.53	2075.24	2066.62	3746.74	4488.42	利润总额	99.76	57.19	56.50	180.31	311.31
短期借款	141.30	380.12	59.97	0.00	272.15	所得税	14.45	3.89	7.84	27.05	46.70
应付账款+票据	162.35	197.61	280.59	415.53	632.59	净利润	85.30	53.30	48.65	153.26	264.61
其他	9.51	185.62	179.20	203.62	205.43	少数股东损益	-0.13	0.41	1.25	16.24	17.20
流动负债合计	313.16	763.36	519.76	619.15	1110.18	归属于母公司净利润	85.43	52.89	60.53	137.02	247.42
长期带息负债	0.00	0.00	195.68	163.58	198.46	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	195.68	163.58	198.46	营业收入	37.3%	15.3%	23.9%	57.3%	53.1%
负债合计	313.16	763.36	715.44	782.73	1308.64	EBIT	9.9%	-29.4%	-12.2%	188.6%	72.7%
少数股东权益	27.30	27.72	28.97	45.21	62.40	EBITDA	14.2%	-24.1%	16.0%	122.8%	58.5%
股本	261.00	276.04	276.04	373.71	373.71	归属于母公司净利润	35.6%	-38.1%	-10.4%	189.1%	80.6%
资本公积	320.47	690.08	690.08	2079.01	2079.01	获利能力					
留存收益	275.60	318.05	356.09	466.07	664.65	毛利率	37.8%	31.7%	31.8%	36.8%	37.9%
股东权益合计	884.37	1311.88	1351.18	2964.01	3179.78	净利率	16.3%	8.8%	6.5%	13.0%	14.7%
负债和股东权益总计	1197.53	2075.24	2066.62	3746.74	4488.42	ROE	10.0%	4.1%	3.6%	4.7%	7.9%
						ROIC	14.2%	5.2%	4.2%	8.8%	9.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	26.2%	36.8%	34.6%	20.9%	29.2%
净利润	81.75	49.10	36.67	131.65	243.00	流动比率	2.98	1.77	2.48	3.16	2.48
折旧摊销	13.74	15.97	39.17	44.90	44.71	速动比率	1.70	1.39	1.31	2.02	1.34
财务费用	5.56	19.56	7.87	5.45	9.58	营运能力					
存货减少	-211.25	-69.02	-315.70	-91.01	-565.95	应收账款周转率	1.76	1.76	1.57	1.45	1.55
营运资金变动	-3.25	-203.37	-59.55	-107.27	-309.09	存货周转率	0.82	1.43	0.85	1.07	0.89
其它	9.64	7.89	7.59	9.50	9.90	总资产周转率	0.44	0.29	0.36	0.31	0.40
经营活动现金流	-103.81	-179.86	-283.95	-6.78	-567.85	每股指标(元)					
资本支出	94.62	143.45	98.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.14	0.13	0.37	0.66
长期投资	0.00	59.60	0.00	1068.71	0.00	每股经营现金流	-0.28	-0.48	-0.76	-0.02	-1.52
其他	0.00	0.00	7.78	21.61	21.61	每股净资产	2.29	3.44	3.54	7.81	8.34
投资活动现金流	-94.62	-203.05	-90.22	-1047.09	21.61	估值比率					
债权融资	72.30	388.22	-124.46	-92.07	307.03	市盈率	76.46	123.51	137.82	47.67	26.40
股权融资	15.44	385.80	0.00	1486.61	0.00	市净率	7.62	5.09	4.94	2.24	2.10
其他	-14.26	-25.67	-17.22	-32.49	-58.42	EV/EBITDA	38.99	52.27	48.87	27.69	19.19
筹资活动现金流	73.48	748.35	-141.69	1362.04	248.61	EV/EBIT	44.15	63.66	78.61	34.39	21.86
现金净增加额	-124.95	365.58	-515.86	308.17	-297.63						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

