

2017年03月15日

津膜科技 (300334.SZ)

## 业绩符合预期，期待外延并购带来业绩提升

■**年报业绩符合预期**:据公司年报披露,公司2016年实现营业收入7.49亿元,同比增长23.91%,归母净利润4739.6万元,同比下降10.39%,EPS为0.17元/股。业绩符合预期。

■**管理费用增加,财务费用大幅增长,营业外收入大幅下降**:2016年公司在原有销售模式下,逐步向PPP、BOT等新型模式发展,印染废水开发业务逐步推进,公司营业收入稳步提升。同时,公司加大研发投入,管理费用达1.22亿元,较2015年增加1387万元;公司短期借款增加,利息支出增多,财务费用同比增加53%;公司政府补助较2015年大幅下降,营业外收入同比减少64%。管理费用增加、财务费用增幅较大、营业外收入大幅减少为公司业绩下滑的主要原因。

■**外延并购有望带来成长新动力**:公司于2016年9月底发布定增方案,拟以发股(15.22元/股发行7284万股)加现金(3.18亿元)的方式收购江苏凯米100%股权和金桥水科100%股权。江苏凯米以管式膜、陶瓷膜等膜组件为主,深耕渗滤液、工业废水等领域;而金桥水科是西北地区大型水务集团,各项工程与承包资质较为齐全。若此次并购能顺利完成,公司将进一步拓宽自身膜技术的应用领域,同时将补充水处理行业多项施工与承包资质,公司项目承接能力将再上一层楼。

■**业绩承诺为业绩增长带来保障**:江苏凯米和金桥水科做出业绩承诺,江苏凯米业绩承诺方承诺江苏凯米2016年、2017年和2018年净利润分别不低于6,000万元、7,500万元和9,375万元;金桥水科业绩承诺方承诺2016年、2017年和2018年金桥水科的净利润分别为不低于2,500万元、3,250万元和4,225万元。江苏凯米和金桥水科的业绩承诺为公司业绩增长带来保障。

■**配套融资强化公司国企背景,助公司获取PPP订单**:此次并购的配套融资方案中,公司拟以15.22元/股向高新投资(公司第三大股东)、河北建投水务、建信天然、景德镇润信昌南发行不超过2484万股,募集不超过3.78亿元。高新投资、建投水务等国有企业的参股有望增强公司的国企背景,有望更好帮助公司获取相关PPP订单。

■**项目储备充足,期待未来业绩释放**:据年报披露,截至2016年底,公司在手订单项目42个,订单金额4.8亿元,公司未来业绩释放基础坚实。据公司2017年一季度业绩预告,预计公司一季度归母净利润111.21万元~144.57万元,比上年同期增长0%~30%。

■**投资建议**:公司有望在2017年完成对江苏凯米和金桥水科的收购,若收购顺利完成,公司将拓展膜产品应用领域并提升自身工程施工能力,公司项目承接能力增强,获得增长新动力。我们预计公司2017-2019年EPS为0.48、0.59、0.72元,对应PE为35.8X、28.9X、23.9X,给予“买入-A”评级,6个月目标价22元。

## 公司快报

证券研究报告

其他专用机械

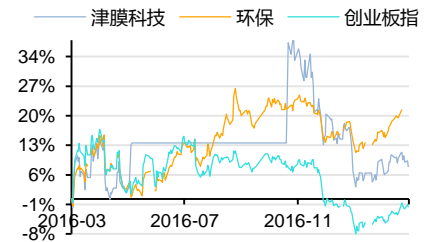
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价: **22元**  
股价(2017-03-14) **17.14元**

### 交易数据

总市值(百万元)	4,731.29
流通市值(百万元)	4,708.68
总股本(百万股)	276.04
流通股本(百万股)	274.72
12个月价格区间	15.61/21.90元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.7	-6.18	16.23
绝对收益	-1.15	-6.44	13.01

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

周喆

报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

### 相关报告

津膜科技: 定增收购, “膜王” 起航 2016-11-02

■风险提示：定增进度不及预期，并购整合不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	604.6	749.2	2,247.6	3,146.6	3,775.9
净利润	52.9	47.4	178.7	221.6	267.5
每股收益(元)	0.19	0.17	0.48	0.59	0.72
每股净资产(元)	4.65	4.80	7.92	8.51	9.19
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	89.5	99.8	35.8	28.9	23.9
市净率(倍)	3.7	3.6	2.2	2.0	1.9
净利润率	8.7%	6.3%	8.0%	7.0%	7.1%
净资产收益率	4.1%	3.6%	6.0%	7.0%	7.8%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
ROIC	5.6%	6.2%	15.2%	6.1%	10.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	604.6	749.2	2,247.6	3,146.6	3,775.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	412.7	518.1	1,495.2	2,139.0	2,563.3	营业收入增长率	15.3%	23.9%	200.0%	40.0%	20.0%
营业税费	4.3	6.2	19.5	25.2	31.4	营业利润增长率	-65.0%	49.2%	381.5%	25.5%	23.6%
销售费用	24.1	26.5	82.7	117.6	137.8	净利润增长率	-38.1%	-10.4%	277.0%	24.0%	20.7%
管理费用	107.8	121.7	356.2	523.6	613.4	EBITDA 增长率	-40.2%	51.0%	217.1%	15.5%	24.8%
财务费用	17.3	26.5	59.6	49.5	71.1	EBIT 增长率	-48.4%	50.6%	289.7%	16.7%	26.6%
资产减值损失	10.9	7.3	10.1	9.4	8.9	NOPLAT 增长率	-43.7%	45.6%	224.4%	16.7%	26.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.1%	32.8%	192.4%	-26.3%	69.0%
投资和汇兑收益	4.2	4.4	4.1	4.2	4.2	净资产增长率	48.3%	3.5%	120.5%	7.5%	8.1%
<b>营业利润</b>	31.8	47.4	228.2	286.5	354.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	25.4	7.5	14.0	15.6	12.4	毛利率	31.7%	30.8%	33.5%	32.0%	32.1%
<b>利润总额</b>	57.2	54.9	242.2	302.1	366.5	营业利润率	5.3%	6.3%	10.2%	9.1%	9.4%
减:所得税	3.9	5.4	60.5	75.5	91.6	净利润率	8.7%	6.3%	8.0%	7.0%	7.1%
<b>净利润</b>	52.9	47.4	178.7	221.6	267.5	EBITDA/营业收入	10.8%	13.1%	13.8%	11.4%	11.9%
						EBIT/营业收入	8.1%	9.9%	12.8%	10.7%	11.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	124	109	39	26	20
货币资金	558.3	341.3	179.8	251.7	302.1	流动资产周转天数	293	270	330	330	327
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	704	678	505	490	488
应收账款	343.0	404.1	2,003.4	1,302.5	2,623.3	应收帐款周转天数	195	180	193	189	187
应收票据	10.5	3.3	87.3	14.4	100.2	存货周转天数	205	207	205	205	206
预付帐款	181.6	93.1	606.2	513.5	786.5	总资产周转天数	1,003	1,063	641	584	564
存货	288.4	571.2	1,983.4	1,605.6	2,705.5	投资资本周转天数	562	599	447	413	393
其他流动资产	4.8	23.4	9.9	12.7	15.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	50.0	52.0	34.0	45.3	43.8	ROE	4.1%	3.6%	6.0%	7.0%	7.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	2.1%	3.2%	5.0%	3.8%
长期股权投资	56.8	65.2	65.2	65.2	65.2	ROIC	5.6%	6.2%	15.2%	6.1%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	204.5	247.9	233.1	218.3	203.6	销售费用率	4.0%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%
在建工程	5.4	18.9	18.9	18.9	18.9	管理费用率	17.8%	16.2%	15.8%	16.6%	16.2%
无形资产	401.8	475.4	466.8	458.2	449.7	财务费用率	2.9%	3.5%	2.7%	1.6%	1.9%
其他非流动资产	13.2	9.4	10.9	10.8	10.1	三费/营业收入	24.7%	23.3%	22.2%	22.0%	21.8%
<b>资产总额</b>	2,118.3	2,305.1	5,699.1	4,517.2	7,324.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	380.1	466.5	229.1	152.7	237.6	资产负债率	38.1%	41.1%	47.5%	28.7%	52.5%
应付帐款	193.2	274.8	1,008.6	850.6	1,397.5	负债权益比	61.5%	69.8%	90.3%	40.3%	110.5%
应付票据	21.1	21.5	91.1	71.3	128.1	流动比率	1.75	1.69	3.23	2.96	3.33
其他流动负债	199.9	88.8	177.6	174.3	201.6	速动比率	1.38	1.02	1.92	1.68	1.95
长期借款	-	-	1,157.9	-	1,817.5	利息保障倍数	2.84	2.79	4.83	6.78	5.98
其他非流动负债	12.1	95.6	40.4	49.4	61.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	806.4	947.3	2,704.6	1,298.2	3,844.0	DPS(元)	0.02	-	0.04	0.04	0.03
少数股东权益	27.7	31.8	34.6	39.5	46.8	分红比率	10.4%	0.0%	7.6%	6.0%	4.5%
股本	276.0	276.0	373.7	373.7	373.7	股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
留存收益	1,008.1	1,050.0	2,586.1	2,805.8	3,059.6						
<b>股东权益</b>	1,311.9	1,357.9	2,994.4	3,219.0	3,480.1						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	53.3	49.5	178.7	221.6	267.5	EPS(元)	0.19	0.17	0.48	0.59	0.72
加:折旧和摊销	16.0	24.7	23.4	23.4	23.4	BVPS(元)	4.65	4.80	7.92	8.51	9.19
资产减值准备	10.9	7.3	-	-	-	PE(X)	89.5	99.8	35.8	28.9	23.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.6	2.2	2.0	1.9
财务费用	19.6	27.3	59.6	49.5	71.1	P/FCF	126.0	-21.8	-3.9	79.9	117.5
投资损失	-4.2	-4.4	-4.1	-4.2	-4.2	P/S	7.8	6.3	2.8	2.0	1.7
少数股东损益	0.4	2.1	2.9	5.0	7.4	EV/EBITDA	100.6	52.1	24.4	17.5	18.2
营运资金的变动	-136.3	-202.4	-2,759.9	1,069.6	-2,138.1	CAGR(%)	62.0%	77.1%	28.6%	62.0%	77.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-181.1	-70.2	-2,499.3	1,364.9	-1,772.9	PEG	1.4	1.3	1.3	0.5	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-203.1	-170.1	22.1	-7.1	5.8	ROIC/WACC	0.6	0.7	1.6	0.7	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	748.4	19.5	2,315.7	-1,285.9	1,817.5	REP	10.1	5.3	1.1	3.1	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034