

公司研究/公告点评

2017年07月16日

公用事业/环保 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 21.79
合理价格区间(元): 22.20~23.31

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

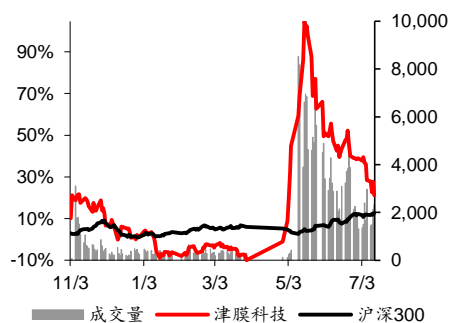
徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

张雪蓉
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1《津膜科技(300334,增持): 并购发力, 膜水处理龙头起航》2017.06
- 2《津膜科技(300334):募投项目投产, 盈利能力持续提升》2014.10
- 3《津膜科技(300334):异地扩张初见成效, 静待募投项目投产》2014.03

股价走势图



资料来源: Wind

公司未来仍拥有较好的发展前景

津膜科技(300334)

公司发布 2017 年半年度业绩预告

公司于 2017 年 7 月 12 日发布 2017 年半年度业绩预告, 预计上半年业绩亏损 1983-2478 万元, 较上年同期的盈利 576 万元的业绩有所下滑, 业绩下滑的主要原因为: 1) 工程项目和膜产品销售毛利率同比降低; 2) 计提应收账款坏账准备同比增长。上半年的非经常性损益约为 279 万元, 对整体业绩影响不大。

签订 1.51 亿元无极县改造项目利好 2017 年业绩

公司于 2017 年 7 月 4 日签订合同, 无极县制革废水集中处理厂及无极县城市综合污水处理厂提标改造工程, 预计 2017 年 12 月 31 日完工, 合同金额达 1.51 亿元, 该金额量占 2016 年公司营收规模的 20.2%, 预计对公司 2017 年业绩产生积极影响。而公司 2016 年的工程类新增订单为 7.15 亿元, 期末在手订单为 4.07 亿元; 2016 年特许经营类订单处于施工期的订单达 1.99 亿元, 故总体来看, 公司 2017 年的订单对业绩的支撑情况较为乐观。

拟发行股份及支付现金购买资产, 增厚业绩

公司拟以发行股份及支付现金的方式收购金桥水科 100% 股权, 全部收购价款为 4.20 亿元, 其中股份对价金额为 3.59 亿元, 发行价格为 15.43 元/股, 发行数量为 2324 万股, 锁定期在 12-36 个月; 现金对价金额为 6097 万元。金桥水科的业绩承诺为 2016-2018 年分别为 2500、3250、4225 万元, 故将增厚公司业绩。本次发行将募集配套资金 1.11 亿元, 发行的定价基准日为发行期首日, 锁定期为 12 个月, 配套资金拟用于支付本次交易的现金对价、标的公司在建项目及支付本次交易的相关费用。

公司研发方面具备竞争力

公司拥有产学研用相结合的复合型人才梯队, 依托国家重点实验室及院士专家工作站, 不断加强产品研发和工艺开发, 推进中空纤维纳滤膜、中空纤维反渗透膜、中空纤维特种分离膜等, 应用于工业废水、苦咸水、药物中间体提纯等领域; 并结合国家村镇环境综合治理市场, 开发了系列化的乡镇分散式一体化污水处理技术。技术的支持, 利于公司在市政、工业、印染、石化、煤化工、海水淡化等细分市场承揽大型水资源化项目, 增强竞争力。

公司业务方向的前景好, 维持“增持”评级

公司的膜技术, 是水处理技术的刚需方向, 行业前景好, 使得公司拥有上升空间, 我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.51 元、0.67 元, 公司当前享受雄安热点的估值溢价, 且膜技术具备发展前景, 给予 2017 年 60-63 倍的 PE 估值, 则对应目标价 22.20-23.31 元/股, 维持“增持”评级。

风险提示: 市场推广情况不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	276.04
流通 A 股 (百万股)	274.72
52 周内股价区间 (元)	16.19-36.87
总市值 (百万元)	6,015
总资产 (百万元)	2,452
每股净资产 (元)	4.83

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

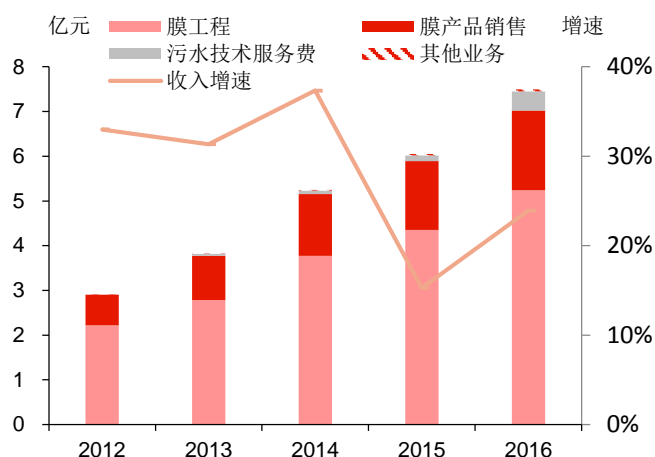
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	604.62	749.19	1,162	1,681	2,171
+/-%	15.28	23.91	55.06	44.71	29.17
归属母公司净利润 (百万元)	52.89	47.40	102.49	141.69	184.18
+/-%	(38.09)	(10.39)	116.24	38.25	29.99
EPS (元, 最新摊薄)	0.19	0.17	0.37	0.51	0.67
PE (倍)	113.72	126.91	58.69	42.45	32.66

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司经营概况

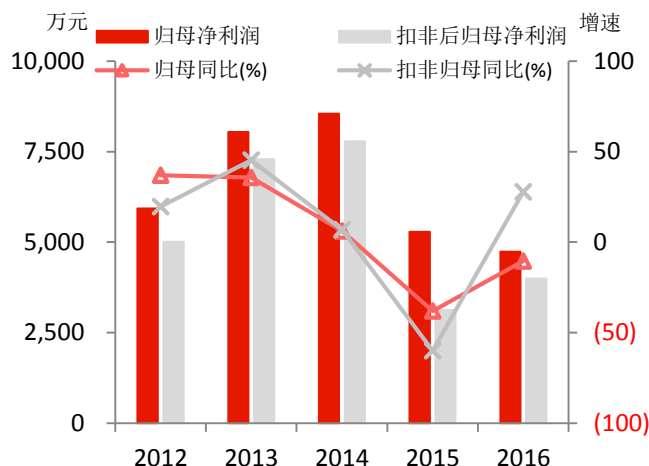
津膜科技主营业务为超、微滤膜及膜组件的研发、生产和销售等，并提供相应的技术服务。公司的营收规模实现持续增长，反映了公司的业务规模不断扩大；但膜工程等业务的毛利率有所下降，使得公司近期的净利润未随收入同步增加。膜技术行业目前处于发展初期，公司所处行业发展前景乐观。公司拥有研发优势，产品质量好，我们看好公司未来持续提升盈利能力，业绩持续增长，故对公司维持“增持”评级。

图表1：津膜科技近年营收变化情况



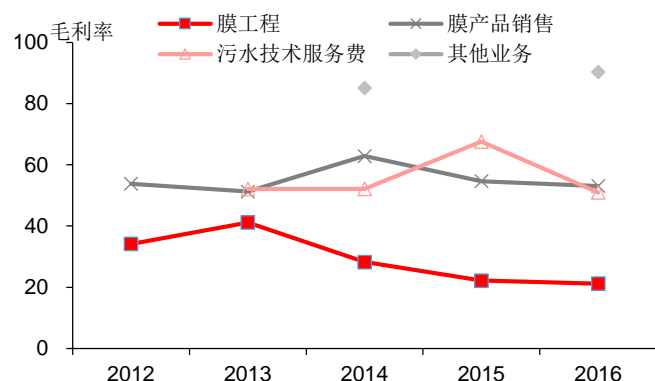
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：津膜科技近年归母净利润的变化情况



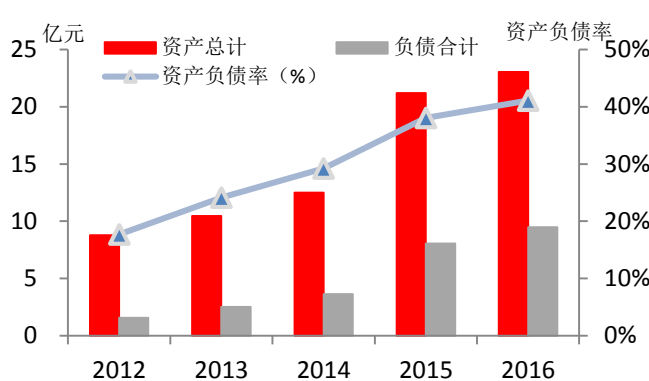
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：津膜科技近年各业务毛利率的变化情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：津膜科技近年资产负债率的变化情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司盈利预测

公司的膜技术，是水处理技术的刚需方向，行业前景好，使得公司拥有上升空间，我们预计公司2017-2019年的EPS分别为0.37元、0.51元、0.67元，关键假设见下表；公司当前享受雄安热点的估值溢价，且膜技术具备发展前景，给予2017年60-63倍的PE估值，则对应目标价22.20-23.31元/股，维持“增持”评级。

图表5: 津膜科技收入预测假设 (百万元)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	605	749	1,162	1,681	2,171
增长率(YOY)	15.3%	23.9%	55.1%	44.7%	29.2%
专用设备制造业	602	745	1,156	1,674	2,162
YOY	-68.1%	345.8%	55.1%	44.8%	29.2%
膜工程	435	524	734	918	1,055
YOY	15.3%	20.5%	40.0%	25.0%	15.0%
膜产品销售	154	178	249	324	372
YOY	11.5%	15.4%	40.0%	30.0%	15.0%
污水处理技术服务费	13	43	173	432	735
YOY	64.4%	228.8%	300.0%	150.0%	70.0%
其他业务	2	4	6	8	9
YOY	148.4%	70.4%	50.0%	30.0%	20.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 津膜科技毛利预测假设 (百万元)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利	192	231	393	569	735
毛利率	31.7%	30.8%	33.9%	33.8%	33.8%
专用设备制造业	190	228	388	562	726
毛利率	55.7%	30.5%	33.6%	33.6%	33.6%
其他业务	2	3	5	7	8
毛利率	0.0%	90.1%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

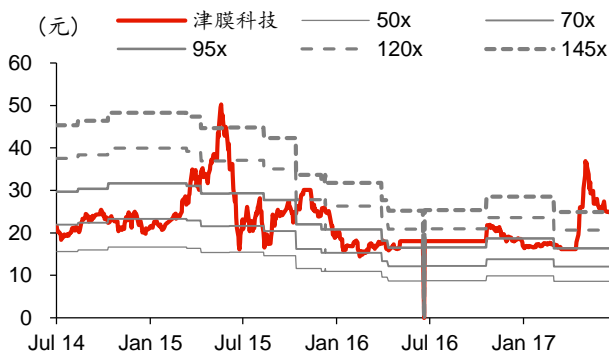
图表7: 津膜科技与可比公司的股值比较

证券代码	公司	PE(TTM)	PE(2017)	PE(2018)	PB(LF)	PB(2017)	PB(2018)
300334.SZ	津膜科技	126.04	43.35	31.64	4.51	2.79	2.78
300070.SZ	碧水源	26.56	21.04	15.55	3.45	3.03	2.58
000920.SZ	南方汇通	49.68	32.18	24.31	6.41	5.09	4.18
	平均值	67.43	32.19	23.83	4.79	3.64	3.18
	中位数	49.68	32.18	24.31	4.51	3.03	2.78

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

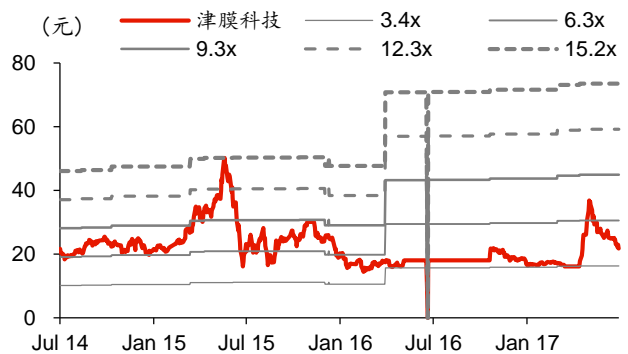
PE/PB - Bands (津膜科技)

图表8: 津膜科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 津膜科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,387	1,436	1,884	2,247	2,491
现金	558.29	341.28	244.20	713.14	556.70
应收账款	333.72	330.10	511.86	740.69	956.75
其他应收账款	9.28	74.04	114.80	166.12	214.58
预付账款	181.63	93.08	138.01	199.80	258.14
存货	288.39	571.20	846.92	396.09	472.40
其他流动资产	15.34	26.65	28.46	30.74	32.88
非流动资产	731.64	868.79	1,092	1,415	1,826
长期投资	56.79	65.19	65.19	65.19	65.19
固定投资	204.49	247.89	400.23	639.36	980.56
无形资产	401.78	475.44	547.78	618.82	688.59
其他非流动资产	68.56	80.27	78.36	91.34	91.70
资产总计	2,118	2,305	2,976	3,661	4,318
流动负债	794.31	851.66	1,294	1,848	2,375
短期借款	380.12	466.52	723.38	1,047	1,352
应付账款	176.51	247.74	367.33	531.78	687.09
其他流动负债	237.68	137.40	202.91	269.34	335.49
非流动负债	12.09	95.62	222.84	206.07	143.17
长期借款	0.00	0.00	127.22	110.46	47.56
其他非流动负债	12.09	95.62	95.62	95.62	95.62
负债合计	806.40	947.28	1,516	2,054	2,518
少数股东权益	27.72	31.81	36.35	42.62	50.76
股本	276.04	276.04	276.04	276.04	276.04
资本公积	690.08	690.08	690.08	690.08	690.08
留存公积	318.05	359.93	456.89	598.58	782.75
归属母公司股	1,284	1,326	1,423	1,565	1,749
负债和股东权益	2,118	2,305	2,976	3,661	4,318

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(181.06)	(70.23)	(183.19)	588.98	148.10
净利润	52.89	47.40	102.49	141.69	184.18
折旧摊销	15.97	24.69	32.31	45.68	64.91
财务费用	17.30	26.48	41.99	62.70	75.84
投资损失	(4.20)	(4.40)	(4.62)	(4.85)	(5.09)
营运资金变动	(274.03)	(165.04)	(359.89)	337.50	(179.88)
其他经营现金	11.02	0.64	4.53	6.27	8.15
投资活动现金	(203.05)	(170.10)	(250.47)	(363.99)	(471.14)
资本支出	143.45	164.09	254.44	368.19	475.59
长期投资	59.60	6.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	(0.00)	(3.97)	(4.20)	(4.44)
筹资活动现金	748.35	19.46	336.57	243.94	166.60
短期借款	238.82	86.40	256.86	323.40	305.34
长期借款	0.00	0.00	127.22	(16.76)	(62.90)
普通股增加	15.04	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	369.61	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	124.88	(66.94)	(47.51)	(62.70)	(75.84)
现金净增加额	364.24	(220.88)	(97.08)	468.94	(156.44)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	604.62	749.19	1,162	1,681	2,171
营业成本	412.67	518.10	768.19	1,112	1,437
营业税金及附加	4.29	6.19	9.59	13.88	17.93
营业费用	24.14	26.49	41.08	59.44	76.78
管理费用	107.82	121.69	188.69	273.04	352.69
财务费用	17.30	26.48	41.99	62.70	75.84
资产减值损失	10.85	7.25	5.44	7.87	10.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.20	4.40	4.62	4.85	5.09
营业利润	31.76	47.40	111.33	156.85	206.19
营业外收入	25.48	9.17	9.17	9.17	9.17
营业外支出	0.05	1.63	1.71	1.80	1.89
利润总额	57.19	54.94	118.79	164.22	213.47
所得税	3.89	5.44	11.77	16.27	21.15
净利润	53.30	49.49	107.02	147.95	192.32
少数股东损益	0.41	2.10	4.53	6.27	8.15
归属母公司净利润	52.89	47.40	102.49	141.69	184.18
EBITDA	71.65	101.00	186.04	267.84	351.60
EPS (元)	0.19	0.17	0.37	0.51	0.67

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.28	23.91	55.06	44.71	29.17
营业利润	(65.04)	49.24	134.90	40.89	31.46
归属母公司净利润	(38.09)	(10.39)	116.24	38.25	29.99
获利能力 (%)					
毛利率	31.75	30.85	33.87	33.84	33.83
净利率	8.75	6.33	8.82	8.43	8.48
ROE	4.94	3.63	7.46	9.48	11.12
ROIC	5.28	5.45	8.02	10.02	11.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.07	41.09	50.96	56.10	58.32
净负债比率 (%)	47.14	49.25	56.09	56.34	55.59
流动比率	1.75	1.69	1.46	1.22	1.05
速动比率	1.38	1.02	0.80	1.00	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.34	0.44	0.51	0.54
应收账款周转率	1.96	2.26	2.76	2.68	2.56
应付账款周转率	2.49	2.44	2.50	2.47	2.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.17	0.37	0.51	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.66)	(0.25)	(0.66)	2.13	0.54
每股净资产(最新摊薄)	4.65	4.80	5.16	5.67	6.34
估值比率					
PE (倍)	113.72	126.91	58.69	42.45	32.66
PB (倍)	4.68	4.54	4.23	3.84	3.44
EV_EBITDA (倍)	83.94	59.55	32.33	22.46	17.11

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com