

津膜科技

轻资产业务模型面临挑战，我们下调盈利预测

下调 14/15/16 年 EPS 预测至 0.38/0.59/0.86 元

2014 年是公司调整和转型的一年。外部环境看，更多项目以 BOT 的形式实施，而津膜历史上以轻资产的工程/销售模式为主；14 年可能是“水十条”考核的基数，一些项目可能受到延后。从公司内部看，追逐大型项目对公司的公关能力提出挑战，而历史上公司以产品性价比为核心优势；另外不少新的高管今年才就职，开拓业务需要时间。公司今年膜工程订单和膜组件销售都低于我们的预期，因此下调 14/15/16 年 EPS 预测 28%/27%/17% 至 0.38/0.59/0.86 元，分别比市场一直预期低 13%/低 4%/高 4%。

拟非公开增发可能为 PPP（公私合营）模式准备

公司 11 月 11 日公告非公开增发预案，拟募集资金不超过 4.0 亿元，按照当天股价对应 1749 万股，约占公司现有股本的 6.7%。募集资金拟投入项目包括：补充工程配套资金 1.2 亿元、东营项目 2.15 亿元，膜材料研发项目 6380 万元。我们认为募投项目并不会立刻带来额外的收入，而公司负债率仅 23%，因此我们认为此次增发是为公司承接新项目做资金准备。

目前估值不具备吸引力

我们认为公司经过 14 年的调整摸索，有望在大型项目上继续取得突破，预测 14/15/16 年利润增速 24%/55%/46%。公司股价对应 2015 年 36.6xPE（可比公司平均 27.4x），PEG1.4x（可比公司 1.1x），未来增长预期很大程度上应已反映在股价之中。我们认为目前公司估值不具备吸引力，给予中性评级。

估值：下调至“中性”评级，新目标价 22.4 元

我们根据瑞银 VCAM 工具，通过贴现现金流，WACC 假设由 7.7% 降至 7.5%（由于无风险利率的下降），得到公司 12 个月新目标价 22.4 元（原 27.3 元），目标价对应 2015 年 PE 为 38 倍，并将评级由“买入”下调至“中性”。

Equities

中国

工业服务

12 个月评级 **中性**
之前：买入

12 个月目标价 **Rmb22.40**
之前：Rmb27.30

股价 **Rmb21.60**

路透代码：300334.SZ 彭博代码 300334 CS

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb33.20-18.41

市值 Rmb5.64 十亿/US\$0.92 十亿

已发行股本 261 百万 (ORDA)

流通股比例 22%

日均成交量(千股) 3,398

日均成交额(Rmb 百万) Rmb77.9

普通股股东权益 (12/14E) Rmb0.87 十亿

市净率 (12/14E) 6.5x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.53	0.38	-28.09	0.46
12/15E	0.81	0.59	-26.77	0.66
12/16E	1.04	0.86	-17.15	0.85

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	219	291	382	520	759	1,114	1,383	1,644
息税前利润(UBS)	50	60	86	114	176	261	332	392
净利润 (UBS)	43	59	80	99	154	224	282	327
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.59	0.86	1.08	1.25
每股股息 (Rmb)	0.00	0.04	0.03	0.04	0.06	0.09	0.12	0.14
现金 / (净债务)	36	444	252	224	169	119	33	(65)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	22.8	20.6	22.5	21.9	23.2	23.4	24.0	23.8
ROIC (EBIT) (%)	32.3	26.7	22.0	20.4	24.6	27.7	26.9	24.5
EV/EBITDA(core)x	-	37.2	45.3	42.2	28.5	19.7	15.8	13.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	-	42.4	56.8	56.7	36.6	25.1	20.0	17.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	(1.7)	(3.0)	(0.4)	(0.9)	(0.8)	(1.3)	(1.4)
净股息收益率(%)	-	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 11 月 12 日 17 时 26 分的股价(Rmb21.60)得出；

投资主题

津膜科技

投资理由

公司的产品综合性价比和研发能力突出，业务主要来自膜工程和膜组件且均衡分布在工业污水、市政污水、市政供水等领域，覆盖整个市场；目前公司致力于突破天津市场以走向全国。随着监管趋严，企业选择环保工程商的决策依据应会从唯低价是图转变为性价比优先，而业务遍布下游各个行业的津膜科技有望受益。公司上市后将业务发展点从 500-3000 万的小型订单转向更大型的工程项目，但是我们认为 14 年显示了公司在竞标大型项目上还需要积累经验。我们当前 2014-15 年盈利预测比市场一致预期低 13%/4%，根据瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现得到目标价 22.4 元（假设 WACC 为 7.5%），对应 2015 年 PE 为 38 倍，中性评级。

乐观情景

若公司新签订单情况好于我们预期，使得 2015 年膜工程营业收入较基准情景增加 1 亿元，且毛利率提升 2ppt，这种情景下我们估算 2015 年 EPS 为 0.69 元，对应每股估值为 26.2 元。

悲观情景

若公司新签订单情况不及我们预期，使得 2015 年膜工程营业收入较基准情景减少 1 亿元，且毛利率下降 2ppt，这种情景下我们估算 2015 年 EPS 为 0.49 元，对应每股估值为 18.6 元。

近期催化剂

环保部编制的水污染防治行动计划已经并提交国务院审批，有望在下半年出台，这些可能成为催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb22.40

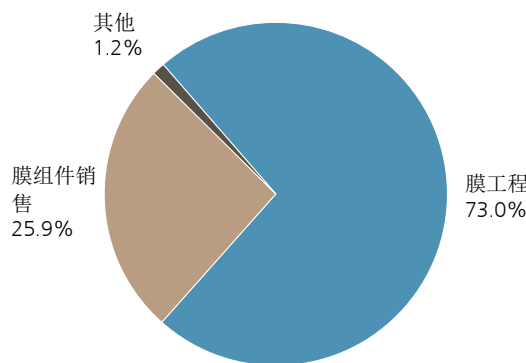
公司简介

津膜科技的前身是天津工业大学膜分离研究所，成立于 1974 年，从事膜组件技术研究已近 40 年。公司的实际控制人天津工业大学是我国最早从事中空纤维膜技术研究的单位。公司是超/微滤中空纤维膜的供应商，也是膜技术工程的承包商。2013 年公司实现膜组件销售 1.0 亿元，取得膜工程收入 2.8 亿元。公司同时拥有湿法和热法两种制膜技术，2012 年底拥有中空纤维膜产能 110 万平方米，募投项目投产后将新增 315 万平方米（2013 年已部分投产）。公司的膜工程业务可提供 MBR、CMF、SMF 和 TWF 等多种工艺，订单广泛分布于市政污水处理、供水处理和各行业工业处理。

行业展望

我们认为工业水的监管趋严在未来几年这一趋势将得到保持，从而带动工业水处理市场大幅增长；生产企业将不再以低价作为唯一的选择水处理设备供应商唯一的标准，而更看重性价比。由于天津水厂建设计划积压了大部分任务到“十二五”的最后两年完成，我们预计 14/15 年天津市场将有明显增长。

2013 年收入结构 (%)



来源: 公司数据

毛利结构

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
膜工程	76	115	148	228	346
膜组件销售	37	51	63	86	106
其他	1	2	4	5	5
营业税金及附加	(4)	(5)	(6)	(9)	(14)
合计	109	163	209	308	444

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

非公开增发预案：拟募集 4.0 亿元，股本扩大约 7%

募集资金可能为业务拓展做准备

公司 11 月 11 日公告非公开增发预案，拟募集资金不超过 4.0 亿元，按照当天股价对应 1749 万股，约占公司现有股本的 6.7%。发行对象为不超过 5 家特定对象。募集资金拟投入项目包括：补充工程配套资金 1.2 亿元、东营项目 2.15 亿元，膜材料研发项目 6380 万元。

图表 1: 募集资金拟投入项目

项目名称	募集资金拟投资金额（百万元）
1 补充工程配套资金项目	120.0
2 东营项目	215.0
3 新型膜材料研发及中试项目	63.8
总计	398.8

来源: 公司资料

我们认为公告的三个拟投入项目并不会立刻为公司带来额外的收入：东营项目已经处在建设期；纳滤、反渗透和特种分离膜项目预计 2016 年才进入市场推广阶段。公司 3 季度末负债率仅 23%，净现金约 1.4 亿元，理论上可以使用负债融资。我们认为公司选择股权融资的原因有 2 点：

- (1) 为更多新项目做准备。地方政府在普遍的财政压力下，越来越多的水务项目由政府投资转向了企业投资运营，政府购买服务。对于津膜科技而言做好资金储备对未来新接订单非常重要。
- (2) 对津膜而言，股权融资的成本小于负债融资。此次增发扩大公司股本约 6.7%，摊薄有限。对比来看，假如选择新增 4 亿元贷款，按照公司 7.2% 的短期融资利率估算将产生财务费用 2880 万元，考虑税盾影响后占 2014 年预测净利润 25%。我们认为增发是理性选择。

下调 14/15/16 年 EPS 预测至 0.38/0.59/0.86 元

订单获取速度慢于预期

公司 5 月份签订了东营东城南污水处理 BOT 项目，合同金额 3.05 亿元。此后尚未公告新的订单。公司选择公告 5000 万元以上的订单。

- 从行业角度看，新建污水处理厂的投资者逐渐从政府转变为企业，BOT 日益成为主流模式，而津膜科技习惯于 EPC 和设备出售的轻资产模式。
- 2014 年是“水十条”出台的前夕，2014 年很可能成为水十条考核地方政府的基数，导致项目招标推进偏慢。
- 从公司内部看，公司今年大面积地新增/更换了管理层，两位主管业务的副总经理加盟，财务总监和董秘也更换了。新管理层对于公司的业务了解和磨合需要时间。
- 从公司历史看，津膜上市前大量承接的是 5 百万-3 千万元体量的工程订单，主要以供应膜设备为主。获得这一级别的订单产品的性价比是最关键的，

而性价比正是津膜产品的优势。上市后公司转向以 5000 万以上订单为主要目标。金额较大的项目不仅要求企业有性价比，还要求有营销的能力和同级别项目经验。我们认为这是公司需要时间去积累的。12 年顺利获得天津津南、营城和大港三个 5000 万-1 亿元的项目，但是在天津以外公司进展慢于预期。

我们认为内外部的原因共同造成公司订单相比年初预期进展更缓慢。我们仍然预计公司能在 14 年底/15 年初收获一些项目，但总体来说订单的推延对 14、15 年盈利影响较大。

图表 2: 膜工程/膜组件收入预测变化

	2013	2014E	2015E	2016E
膜工程收入-旧预测	279	604	1,022	1,360
膜工程收入-新预测	279	402	600	914
变化		-33%	-41%	-33%
膜组件收入-旧预测	99	160	230	270
膜组件收入-新预测	99	110	150	190
变化		-31%	-35%	-30%

来源: 公司资料、瑞银证券估算

膜组件销售收入上半年同比增长 28%，我们预计全年公司完成 1.1 亿元的销售目标。同时由于公司新产品热至相膜推向市场，毛利率有望小幅提升。

下调 14/15/16 年 EPS 预测 28%/27%/17%至 0.38/0.59/0.86 元

我们下调了膜组件和工程的收入预测，但是浙江津膜开始贡献运营收入，并且有望扭亏为盈，另外大港再生水项目开始贡献投资收益。我们下调 14/15/16 年 EPS 预测 28%/27%/17%至 0.38/0.59/0.86 元，比市场一直预期低 13%/低 4%/高 4%。

图表 3: 瑞银预测 vs 市场一致预期

(百万元)	2014E	2015E	2016E
营业收入			
瑞银预测	520	759	1,114
市场一致预期	578	819	1,098
差异	-10%	-10%	1%
净利润			
瑞银预测	99	154	224
市场一致预期	115	161	216
差异	-13%	-4%	4%

来源: Wind, 瑞银证券估算

股价已反映增长预期，下调评级至中性

我们根据瑞银 VCAM 工具，通过贴现现金流，WACC 假设由 7.7% 降至 7.5%（由于无风险利率的下降），得到公司 12 个月新目标价 22.4 元（原 27.3 元），目标价对应 2015 年 PE 为 38 倍，并将评级由“买入”下调至“中性”。

我们仍然看好公司未来的增长，预测 2014/15/16 年可以实现利润增速 24%/55%/46%。公司目前股价对应 2015E 年 36.6 倍 PE（可比公司平均 27.4 倍），PEG1.4 倍（可比公司 1.1 倍），我们认为未来增长预期很大程度上已反映在股价之中。

另外由于公司市值较小，发展潜力大，如果做外延扩张对业绩的弹性也更大，因此我们认为估值略高于行业平均水平。

图表 4: 可比公司估值一览表

公司	代码	瑞银评级	股价 (元/股)	市值 (百万元)	PE			PB 2014E	PEG 2014E	净利润增速		
					2014E	2015E	2016E			2014E	2015E	2016E
碧水源	300070.SZ	买入	28.03	30,005	24.1x	17.1x	16.0x	5.0x	0.8x	48%	41%	7%
国中水务	600187.SS	未予评级	6.69	9,738	43.8x	28.2x	18.7x	3.5x	0.8x	56%	56%	50%
万邦达	300055.SZ	未予评级	35.69	8,746	46.0x	34.0x	26.9x	4.3x	1.4x	35%	36%	26%
中电环保	300172.SZ	未予评级	19.70	3,329	38.3x	30.5x	23.8x	3.4x	1.4x	26%	26%	28%
平均					38.1x	27.4x	21.4x	4.0x	1.1x	41%	39%	28%
津膜科技	300334.SZ	中性	21.60	5,638	56.7x	36.6x	25.1x	6.5x	1.4x	24%	55%	46%

来源: Wind, 瑞银证券估算（取 2014 年 11 月 12 日的的数据）

图表 5: 瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	114.1	176.3	261.0	332.1	391.6	455.8	534.4	622.6	720.7	828.8
折旧及摊销*	13.5	14.8	17.5	20.3	23.1	29.1	34.1	39.7	46.0	52.9
资本支出	(95.5)	(41.7)	(41.7)	(41.7)	(41.7)	(38.8)	(48.3)	(59.6)	(72.8)	(88.2)
运营资本变动	(34.3)	(167.8)	(228.8)	(321.2)	(964.3)	(483.5)	(439.3)	(492.7)	(547.9)	(604.0)
所得税 (营运)	(19.4)	(29.7)	(44.0)	(55.8)	(65.6)	(68.4)	(80.2)	(93.4)	(108.1)	(124.3)
其他	(4.1)	(7.2)	(10.6)	(8.1)	(7.8)	(8.9)	(10.0)	(11.3)	(12.5)	(13.8)
自由现金流	(25.8)	(55.4)	(46.6)	(74.4)	(664.8)	(114.6)	(9.3)	5.4	25.4	51.4
增长		NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	367.0%	102.9%

估值	
明计现金流现值	180.3
期末价值 (第 15 年) 现值	5,037.7
企业价值	5,217.9
占永续价值百分比	97%
联营公司及其他	41.4
-少数股东权益	12.9
现金盈余**	281.4
-债务***	69.0
权益价值	5,458.8
已发行股数 [m]	261.0
每股权益价值 (Rmb/股)	20.90
权益成本	7.5%
股息收益率	0.3%
1年期目标价 (Rmb/股)	22.40

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	15.0%	3.0%	3.0%
息税前利润率	23.5%	23.5%	21.5%
资本支出/销售收入	2.5%	3.0%	3.0%
投资资本回报率	15.4%	13.8%	11.7%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	40.9x	27.3x	28.6x
企业价值 / 息税前利润	45.7x	29.6x	31.1x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率 (现值)	54.9x	35.4x	37.2x
市盈率 (目标)	58.8x	38.0x	39.9x

加权平均资本成本	
无风险利	4.16%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.66
债务/权益比	1.2%
边际税率	15.0%
权益成本	7.5%
债务成本	6.3%
WACC	7.5%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	2.1%
回报率增幅	7.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	10.7x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

*** 采用股票的权益市场价值和包括市场价值 / 季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

津膜科技 (300334.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	219	291	382	520	36.1	759	46.0	1,114	1,383	1,644
毛利	87	109	163	209	28.1	308	47.7	444	550	648
息税折旧摊销前利润(UBS)	55	66	95	128	34.8	191	49.8	279	352	415
折旧和摊销	(5)	(6)	(9)	(13)	58.0	(15)	9.6	(18)	(20)	(23)
息税前利润(UBS)	50	60	86	114	32.5	176	54.5	261	332	392
联营及投资收益	0	0	(1)	3	-	3	3.8	5	5	5
其他非营业利润	2	11	9	7	-15.5	7	0.0	7	7	7
净利息	(2)	(1)	2	(4)	-	(1)	83.2	(2)	(4)	(11)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	49	69	97	120	24.7	186	54.8	271	340	393
税项	(6)	(10)	(16)	(20)	-24.7	(31)	-54.8	(45)	(56)	(65)
税后利润	43	59	81	100	24.7	156	54.8	226	284	328
优先股股息及少数股权	0	0	0	(1)	NM	(2)	-49.0	(2)	(2)	(1)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	43	59	80	99	23.7	154	54.9	224	282	327
净利润 (UBS)	43	59	80	99	23.7	154	54.9	224	282	327
税率(%)	12.1	14.8	16.6	16.6	0.0	16.6	0.0	16.6	16.6	16.6
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.22	0.26	0.31	0.38	23.7	0.59	54.9	0.86	1.08	1.25
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.22	0.26	0.31	0.38	23.7	0.59	54.9	0.86	1.08	1.25
每股收益 (UBS, 基本)	0.22	0.26	0.31	0.38	23.7	0.59	54.9	0.86	1.08	1.25
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.04	0.03	0.04	24.3	0.06	54.9	0.09	0.12	0.14
每股账面价值	0.79	2.73	2.99	3.34	11.6	3.89	16.4	4.68	5.64	6.76
平均股数(稀释后)	195.75	228.38	261.00	261.00	0.0	261.00	0.0	261.00	261.00	261.00
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	80	455	321	293	-8.9	238	-18.7	188	111	132
其他流动资产	192	356	534	650	21.7	946	45.5	1,397	1,736	2,936
流动资产总额	272	811	856	943	10.2	1,184	25.5	1,585	1,847	3,067
有形固定资产净值	38	60	140	222	58.9	249	12.3	274	295	314
无形固定资产净值	8	7	6	6	-3.8	6	-4.0	6	5	5
投资/其他资产	1	1	43	46	7.4	50	7.2	54	59	64
总资产	318	879	1,045	1,217	16.5	1,489	22.3	1,919	2,207	3,451
应付账款和其他短期负债	64	137	171	252	47.3	379	50.2	600	626	1,459
短期债务	43	11	69	69	0.00	69	0.00	69	78	196
流动负债总额	107	148	240	321	33.7	448	39.4	669	703	1,655
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	5	8	12	12	0.0	12	0.0	12	12	12
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	112	156	252	333	32.1	460	38.0	681	716	1,667
普通股股东权益	207	712	780	871	11.6	1,014	16.4	1,222	1,473	1,765
少数股东权益	0	12	12	13	8.5	15	11.6	16	18	19
负债和权益总计	318	879	1,045	1,217	16.5	1,489	22.3	1,919	2,207	3,451
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	43	59	80	99	23.7	154	54.9	224	282	327
折旧和摊销	5	6	9	13	58.0	15	9.6	18	20	23
营运资本变动净值	(28)	(91)	(133)	(41)	69.0	(179)	-333.3	(246)	(334)	(392)
其他营业性现金流	3	7	8	2	-70.2	(1)	-	(1)	0	4
经营性现金流	24	(19)	(36)	74	-	(11)	-	(5)	(32)	(38)
有形资本支出	(10)	(29)	(102)	(96)	6.2	(42)	56.3	(42)	(42)	(42)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	2	0	(40)	6	-	10	-	16	21	26
投资性现金流	(9)	(29)	(142)	(89)	37.2	(32)	64.2	(26)	(21)	(16)
已付股息	0	0	(12)	(9)	25.0	(11)	-24.3	(17)	(24)	(31)
股份发行/回购	0	458	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(4)	(2)	(3)	(5)	-77.66	(1)	75.83	(2)	(9)	(13)
债务及优先股变化	33	(32)	58	0	-	0	-	0	9	118
融资性现金流	29	423	44	(14)	-	(12)	11.4	(19)	(25)	74
现金流量中现金的增加/(减少)	45	375	(134)	(29)	78.7	(55)	-91.6	(50)	(78)	21
外汇/非现金项目	0	0	1	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	45	375	(134)	(29)	78.6	(55)	-91.6	(50)	(78)	21

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

津膜科技 (300334.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	42.4	56.8	56.7	36.6	25.1	20.0	17.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	42.4	56.8	56.7	36.6	25.1	20.0	17.2
股价/每股现金收益	-	38.8	51.3	49.9	33.4	23.3	18.7	16.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	(1.7)	(3.0)	(0.4)	(0.9)	(0.8)	(1.3)	(1.4)
净股息收益率(%)	-	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
市净率	-	4.0	5.8	6.5	5.6	4.6	3.8	3.2
企业价值/营业收入(核心)	-	8.4	NM	NM	7.2	4.9	4.0	3.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	37.2	45.3	42.2	28.5	19.7	15.8	13.7
企业价值/息税前利润(核心)	-	NM	NM	NM	NM	21.0	16.8	14.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	NM	NM	NM	NM	21.0	16.7	14.4
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	9.6	7.6	5.8	4.5	3.5
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	-	2,876	4,565	5,638	5,638	5,638	5,638	5,638
净债务 (现金)	(36)	(444)	(252)	(224)	(169)	(119)	(33)	65
少数股东权益	0	12	12	13	15	16	18	19
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	-	2,444	4,325	5,427	5,483	5,534	5,623	5,721
非核心资产	0	0	(39)	(42)	(45)	(50)	(55)	(60)
核心企业价值	-	2,444	4,286	5,385	5,438	5,484	5,568	5,661
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	48.0	33.0	31.3	36.1	46.0	46.7	24.2	18.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	27.8	19.1	44.2	34.8	49.8	45.8	26.5	17.7
息税前利润(UBS)	29.1	20.2	43.4	32.5	54.5	48.1	27.2	17.9
每股收益(UBS 稀释后)	17.3	17.4	18.7	23.7	54.9	45.7	25.6	16.1
每股股息净值	-	-	-25.0	24.3	54.9	45.7	25.6	16.1
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	39.8	37.4	42.7	40.2	40.6	39.9	39.7	39.4
息税折旧摊销前利润率	25.2	22.6	24.8	24.5	25.2	25.0	25.5	25.2
息税前利润率	22.8	20.6	22.5	21.9	23.2	23.4	24.0	23.8
净利 (UBS) 率	19.8	20.4	21.1	19.1	20.3	20.1	20.4	19.9
ROIC (EBIT)	32.3	26.7	22.0	20.4	24.6	27.7	26.9	24.5
税后投资资本回报率	28.4	22.7	18.4	16.9	20.5	23.0	22.4	20.4
净股东权益回报率(UBS)	23.4	12.9	10.8	12.0	16.3	20.1	20.9	20.2
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.7)	(6.8)	(2.7)	(1.8)	(0.9)	(0.4)	(0.1)	0.2
净债务/总权益 %	(17.6)	(61.3)	(31.8)	(25.3)	(16.4)	(9.6)	(2.2)	3.6
净债务 / (净债务 + 总权益) %	(21.4)	NM	(46.7)	(33.8)	(19.6)	(10.7)	(2.3)	3.5
净债务/企业价值	-	(18.2)	(5.9)	(4.2)	(3.1)	(2.2)	(0.6)	1.1
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	183.3
资本支出/营业收入(%)	4.6	10.0	26.7	18.4	5.5	3.7	3.0	2.5
息税前利润/净利息	22.2	43.8	NM	25.9	NM	NM	NM	35.6
股息保障倍数 (UBS)	-	5.8	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
股息支付率 (UBS) %	-	17.1	10.8	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	219	291	382	520	759	1,114	1,383	1,644
总计	219	291	382	520	759	1,114	1,383	1,644
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	50	60	86	114	176	261	332	392
总计	50	60	86	114	176	261	332	392

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+3.7%
预测股息收益率	0.3%
预测股票回报率	+4.0%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	-5.2%

风险声明

污水处理行业的发展主要受政府政策推动，因此存在以下风险：（1）政府政策执行力度不达我们预期；（2）政府资金短期吃紧使项目开工进度不达我们预期。我们认为津膜科技可能面临的下行风险包括：政府资金紧张导致项目资源减少；扩张过快带来的管理风险；膜工程项目运行稳定性原因引致的风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：买入： 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：郁威；徐颖真。

涉及报告中提及的公司的披露

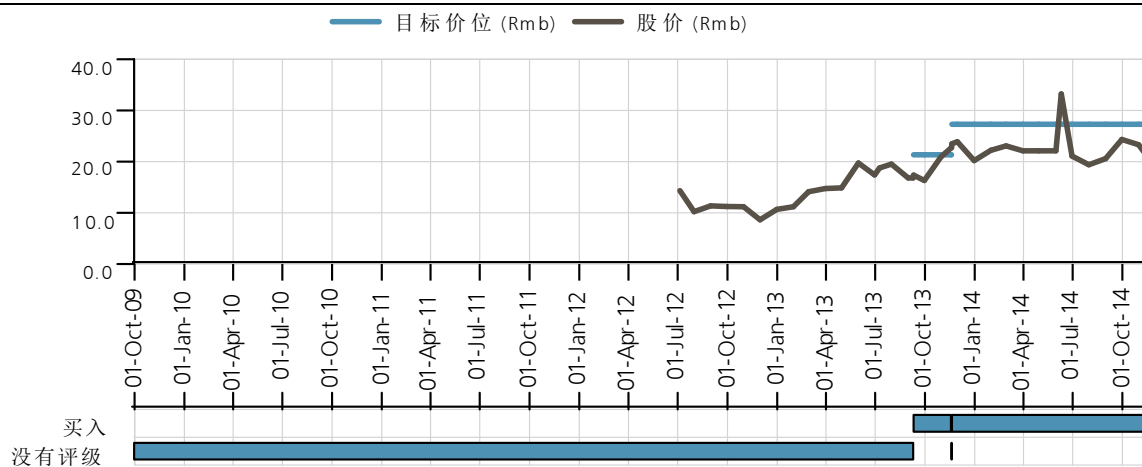
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
津膜科技	300334.SZ	买入	不适用	Rmb21.60	2014 年 11 月 12 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

津膜科技 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 12 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。