

津膜科技(300334)公告点评

订单再下一城，污水处理 EPC 业务持续开拓

- 事件:** 公司发布公告，拟中标临潼区绿源市政工程污水处理厂 EPC 工程总承包项目。该项目污水处理规模 $5 \times 10^4 \text{m}^3/\text{d}$ ，采用“AO+MBR”工艺，从 2015 年 1 月 17 日开工，项目工期为 540 天。项目总投资约 1.65 亿元，公司拟中标项目金额约 1.12 亿元，约占公司 2013 年营业收入的 29%。
- 市政污水处理领域取得进一步拓展，对今年业绩产生积极影响。**该项目的预中标表明公司在市政污水处理领域上取得了进一步的拓展，外埠业务业务的开拓再下一城，有利于公司膜工程业务的持续开拓，也有望带动公司膜产品销售。该项目规模较大且主要在今年施工，将对公司 2015 的业绩产成积极影响，按照公司净利润率约 20%测算，预计为公司贡献利润约 2200 万元，对公司今年的业绩将产生积极的影响。
- 水处理产业链逐步完善，跨区域拓展初见成效。**公司以膜产品为基础，逐步向工程建设及运营业务拓展，实现了水处理产业链的纵向一体化布局。2014 年公司新签的东营污水处理 BOT 项目将有望大幅提升公司业绩及运营业务的水平。除天津外，目前公司已成功进军至南京、武汉、西北等地，跨区域拓展取得一定成效，后续进一步开拓值得期待。
- 股权激励激发管理层经营动力。**2014年上半年公司发布了股权激励方案，行权条件为 14-16 年 ROE 不低于 9.0%、9.2%、9.4%，相对于 13 年净利润增速不低于 25%、50%、75%。股权激励将激发公司的管理层及员工的工作积极性，一定程度上锁定了公司未来利润增长水平，利好公司的长期发展。
- 横向及纵向产业链的延伸及并购值得期待。**公司并购思路清晰，主要沿两个方向展开：1) 以膜技术和膜产品为核心展开横向并购；2) 在环保、城镇水处理等整个板块展开纵向并购。此前公司有过尝试，虽未成功，但已迈出并购第一步，我们预计公司后续仍将择机进行并购，外延式并购依然值得期待。
- 盈利预测及投资评级:** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.42 元、0.57 元和 0.73 元，对应 19.81 元的前收盘价计算，动态 PE 分别为 47 倍、35 倍和 27 倍，维持公司“增持”的投资评级。
- 风险提示:** 竞争加剧致毛利率下滑；项目进展低于预期；并购引起的业绩波动。

指标/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	381.92	531.60	758.81	1010.15
增长率	31.35%	39.19%	42.74%	33.12%
归属母公司净利润(百万元)	80.43	110.82	148.04	190.61
增长率	35.61%	37.78%	33.59%	28.75%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.42	0.57	0.73
净资产收益率 ROE	10.31%	12.51%	14.42%	15.78%
PE	64.28	46.66	34.93	27.13
PB	6.63	5.84	5.04	4.28

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王恭哲
执业证号: S1250513060003
电话: 010-57631225
邮箱: wgz@swsc.com.cn

联系人: 王颖婷
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.61
流通 A股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	18.36-26.36
总市值(亿元)	51.70
总资产(亿元)	10.97
每股净资产(元)	3.12

相关研究

- 津膜科技(300334): 工程业务放量提升业绩，关注后续外延式扩张 (2014-10-28)
- 津膜科技(300334): 业绩增长稳健，后续外延式并购值得期待 (2014-08-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	381.92	531.60	758.81	1010.15	净利润	56.15	61.63	77.78	89.95
营业成本	214.18	300.56	438.30	586.79	折旧与摊销	10.35	12.03	22.03	27.03
营业税金及附加	4.71	6.56	9.36	12.46	财务费用	7.07	-0.63	-2.29	0.01
销售费用	15.94	22.33	31.49	41.92	资产减值损失	5.01	5.00	5.50	6.00
管理费用	53.37	77.08	106.23	141.42	经营营运资本变动	-52.55	-17.30	-84.35	-55.36
财务费用	-2.19	-4.27	0.22	4.17	其他	27.82	13.67	16.19	23.07
资产减值损失	7.61	7.61	7.61	7.61	经营活动现金流净额	53.85	74.40	34.87	90.71
投资收益	-0.62	0.00	0.00	0.00	资本支出	-32.25	-150.00	-75.00	-75.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.45	2.54	2.54	2.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31.80	-147.46	-72.46	-72.46
营业利润	87.69	121.73	165.60	215.77	短期借款	19.52	-69.20	65.34	36.86
其他非经营损益	8.87	8.88	8.88	8.88	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	96.56	130.61	174.47	224.64	股权融资	0.00	294.60	0.00	0.00
所得税	15.99	19.59	26.17	33.70	支付股利	0.00	-12.33	-15.56	-17.99
净利润	80.58	111.02	148.30	190.95	其他	-27.68	0.63	2.29	-0.01
少数股东损益	0.14	0.20	0.26	0.34	筹资活动现金流净额	-8.16	213.71	52.07	18.86
归属母公司股东净利润	80.43	110.82	148.04	190.61	现金流量净额	13.89	140.65	14.48	37.11
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E					
货币资金	295.29	117.38	113.82	151.52	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
应收和预付款项	346.53	364.93	478.26	519.54	成长能力				
存货	187.90	117.45	133.99	162.46	销售收入增长率	31.35%	39.19%	42.74%	33.12%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	49.47%	38.82%	36.03%	30.30%
长期股权投资	38.62	38.62	38.62	38.62	净利润增长率	36.19%	37.78%	33.59%	28.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.33%	31.43%	39.35%	31.01%
固定资产和在建工程	139.76	223.03	291.31	345.08	获利能力				
无形资产和开发支出	6.22	10.64	14.85	18.87	毛利率	43.92%	43.46%	42.24%	41.91%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	三费率	17.57%	17.90%	18.18%	18.56%
资产总计	1014.32	1066.98	1354.02	1633.18	净利率	21.10%	20.88%	19.54%	18.90%
短期借款	69.00	0.00	118.42	166.93	ROE	10.31%	12.51%	14.42%	15.78%
应付和预收款项	140.21	156.18	183.61	232.47	ROA	9.31%	11.77%	12.83%	13.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	20.21%	15.92%	16.28%	16.05%
其他负债	12.78	12.78	12.78	12.78	EBITDA/销售收入	26.96%	25.46%	24.85%	24.46%
负债合计	221.99	168.96	314.81	412.18	营运能力				
股本	174.00	174.00	174.00	174.00	总资产周转率	0.38	0.50	0.56	0.62
资本公积	407.47	407.47	407.47	407.47	固定资产周转率	4.72	4.32	3.77	3.81
留存收益	198.87	304.36	445.28	626.73	应收账款周转率	1.33	1.75	1.96	2.40
归属母公司股东权益	780.34	885.83	1026.75	1208.20	存货周转率	1.14	0.96	1.05	1.05
少数股东权益	12.00	12.19	12.46	12.80	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	0.78	—	—	—
股东权益合计	792.33	898.02	1039.21	1220.99	资本结构				
负债和股东权益合计	1014.32	1066.98	1354.02	1633.18	资产负债率	21.89%	15.84%	23.25%	25.24%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	带息债务/总负债	31.08%	0.00%	37.62%	40.50%
EBITDA	102.96	135.33	188.58	247.07	流动比率	3.95	5.07	3.33	3.08
PE	64.28	46.66	34.93	27.13	速动比率	3.06	3.08	1.96	1.68
PB	6.63	5.84	5.04	4.28	股利支付率	14.42%	4.81%	4.81%	4.81%
PS	13.54	9.73	6.81	5.12	每股指标				
EV/EBITDA	31.95	25.28	18.97	14.68	每股收益	0.31	0.42	0.57	0.73
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.99	3.39	3.93	4.63
					每股经营现金	-0.14	-0.04	-0.11	0.30
					每股股利	0.04	0.02	0.03	0.04

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟(地区销售总监)
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

易芳
0755-88285458
18610942879
yifang@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn