

膜材料核心技术优势明显，小市值成长空间巨大

调研报告/环保行业

2015 年 12 月 25 日

投资要点：

- **“膜材料组件+膜工程”核心技术优势明显，“十三五”进入发展黄金期。**公司是国内最早从事超、微滤膜机膜组件的研发和生产企业之一。公司在膜材料和膜组件领域掌握核心技术优势，近期获批“膜材料与膜应用国家重点实验室”，是行业内唯一拥有膜材料及膜应用国家重点实验室的企业。依托膜材料和膜组件领域的技术优势，公司将产业链从产品领域拓展到工程领域，提供膜法水资源化整体解决方案，包括CMF（连续膜过滤）、SMF（浸没式膜过滤）、MBR（膜生物反应器）、TWF（双向流膜过滤）等应用工艺，广泛应用于污水、废水处理与回用、给水净化、海水淡化等领域。公司以天津市场为根基，将业务范围拓展到华北、华东、西北并逐步进入全国市场。膜工程、膜产品销售在公司14年总营收中占比分别为72%、26%。公司目前在手订单约10亿元。随着“水十条”的发布，膜市场将迎来5年黄金发展期。公司在膜行业深耕多年，技术优势明显，预计未来三年营收增速维持在30%以上。
- **增发1504万股募资3.99亿，进军PPP领域工业市政双轮驱动。**公司近期以26.52元/股的发行价增发1504万股，共募集资金3.99亿，资金压力得到缓解。公司自成立至今膜工程业务主要为EPC项目，今年11月11日中标东营市五六干合排污水处理厂及配套管网BOT工程项目，首次进军PPP领域。本次增发募资将对公司后续在PPP领域的开拓提供资金支持，助力公司进一步完善业务产业链布局，推动市政水项目的发展，打开新的成长空间。
- **与创业环保签署战略合作协议，强强联合打造新增长点。**公司9月10日与创业环保签署了《战略合作框架协议》，发挥各自优势，对接双方资源，打造中国一流的水处理和资源化产业合作联合体。创业环保是中国首家以污水处理为主业的A、H股上市公司，也是国内环保领域的先行者和领先企业。二者强强联合，将为公司打开新的成长空间。
- **膜工程增加导致三季报净利率大幅下滑，小市值成长空间大。**公司前三季度实现营业收入3.52亿元，比上年同期增长23.37%；归属于母公司所有者的净利润1847万元，比上年同期下降57.40%。其中公司营业成本、管理费用、存货同比增加42%、50%、71%，主要是由于膜工程项目占比加大、研发投入加大、子公司BOT项目增加所致。公司目前只有70亿市值，与其他水务公司相比偏小。随着环保标准的趋严及水十条+PPP的推动，公司的核心技术优势将凸显，工业市政将双轮驱动，未来成长空间大，十三五业绩将呈现爆发式增长。
- **风险提示：**印染行业支付能力风险；项目实施不及预期。

盈利预测及投资建议

预计公司15~17年EPS为0.36元、0.51元、0.73元；对应15~17年PE为69倍、49倍、34倍。首次覆盖，我们给予“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	524	732	1,034	1,460
增长率（%）	37.33%	39.61%	41.18%	41.23%
归属母公司股东净利润（百万元）	85	100	142	201
增长率（%）	6.21%	17.62%	41.10%	41.62%
每股收益（元）	0.33	0.36	0.51	0.73
PE（现价）	77	69	49	34
PB	/	7.0	6.1	5.2

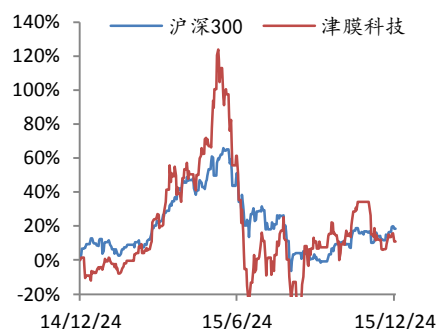
资料来源：民生证券研究院

强烈推荐 首次评级

交易数据 (2015-12-24)

收盘价（元）	24.92
近12个月最高/最低	50.3/16.13
总股本（百万股）	276.04
流通股本（百万股）	259.67
流通股比例%	94.07
总市值（亿元）	68.79
流通市值（亿元）	64.71

该股与沪深300走势比较



分析师

陶贻功

执业证书编号：S0100513070009

电话：(010) 85127892

 Email: taoyigong@mszq.com
研究助理：杨侃

一般从业资格：S0100114110008

电话：(010) 8512 7543

 Email: yangkan@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	524	732	1,034	1,460
减：营业成本	326	452	637	896
营业税金及附加	6	7	10	15
销售费用	18	37	52	73
管理费用	71	124	176	248
财务费用	4	3	3	3
资产减值损失	12	0	0	0
加：投资收益	4	0	0	0
二、营业利润	91	108	156	224
加：营业外收支净额	9	10	11	12
三、利润总额	100	118	167	236
减：所得税费用	14	18	25	35
四、净利润	85	100	142	201
归属于母公司的利润	85	100	142	201
五、基本每股收益 (元)	0.33	0.36	0.51	0.73

主要财务指标

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
EV/EBITDA	78.38	61.27	46.76	36.05
成长能力：				
营业收入同比	37.33%	39.61%	41.18%	41.23%
营业利润同比	3.6%	19.3%	43.9%	43.8%
净利润同比	5.87%	17.80%	41.10%	41.6%
营运能力：				
应收账款周转率	1.90	2.25	2.34	2.34
存货周转率	1.79	1.30	1.19	1.19
总资产周转率	0.46	0.50	0.52	0.53
盈利能力与收益质量：				
毛利率	37.8%	38.2%	38.4%	38.6%
净利率	16.3%	13.7%	13.7%	13.8%
总资产净利率 ROA	7.4%	6.9%	7.1%	7.2%
净资产收益率 ROE	10.2%	10.7%	13.2%	16.2%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	2.78	1.85	1.43	1.29
资产负债率	29.2%	39.8%	51.3%	58.5%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标：				
每股收益	0.33	0.36	0.51	0.73
每股经营现金流量	(0.38)	(0.38)	(0.67)	(0.99)
每股净资产	3.20	3.62	4.14	4.86

资产负债表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	198	0	0	0
应收票据	13	18	25	35
应收账款	285	366	517	730
预付账款	55	73	103	146
其他应收款	27	37	52	73
存货	399	724	1,019	1,434
其他流动资产	2	0	0	0
流动资产合计	978	1,217	1,716	2,418
长期股权投资	43	43	43	43
固定资产	212	249	283	315
在建工程	0	137	287	437
无形资产	5	5	4	4
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	271	433	617	799
资产总计	1,249	1,651	2,333	3,217
短期借款	141	237	627	1,103
应付票据	8	7	10	9
应付账款	154	233	321	446
预收账款	8	136	191	269
其他应付款	1	1	2	2
应交税费	38	42	46	51
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	352	657	1,197	1,881
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	365	657	1,197	1,881
股本	261	276	276	276
资本公积	320	320	320	320
留存收益	276	376	518	719
少数股东权益	27	27	27	27
所有者权益合计	884	994	1,136	1,336
负债和股东权益合计	1,249	1,651	2,333	3,217

现金流量表

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	(104)	(105)	(186)	(273)
投资活动现金流量	(95)	(187)	(200)	(200)
筹资活动现金流量	73	43	336	423
现金及等价物净增加	(125)	(248)	(50)	(50)

资料来源：民生证券研究院

分析师和研究助理简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

杨侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。