

津膜科技(300334)

公司研究/简评报告

收购完善产业链，水务 PPP 有望加速落地

简评报告/环保行业

2016 年 11 月 3 日

一、事件概述

11 月 2 日晚，公司发布公告，将于 3 日开市起复牌。出资 14 亿收购江苏凯米和金桥水科两家公司，并非公开发行募集配套资金不超过 3.78 亿。

二、分析与判断

➤ 10 亿收购江苏凯米，加码膜主业巩固技术优势

公司出资 10.0734 亿收购江苏凯米 100% 股权（现金 2.574 亿，发行股份 4927 万股，发行价 15.22 元/股）。江苏凯米主要生产自主研发的有机管式膜与陶瓷膜，是集膜产品研发、生产、膜设备制造、膜应用工程设计施工和运营服务为一体的系统化膜集成技术整体解决方案供应商。通过收购，津膜可以整合江苏凯米的管式膜和陶瓷微滤膜生产技术，加强和巩固公司在膜材料和膜组件领域的技术优势。

➤ 4.2 亿收购金桥水科，增强后续工程拿单能力

公司出资 4.1964 亿收购金桥水科 100% 股权（现金 6097 万，发行股份 2356 万股，发行价 15.22 元/股）。金桥水科是西北地区大型民营水务集团公司，具有多项专业施工与承包资质。通过收购，津膜可补全水务资质，增强工程拿单能力，推进 PPP 项目快速落地。

➤ 高新投资与建投水务参与定增，后续资源整合值得期待

高新投资（津膜原第三大股东）与河北建投水务参与定增，后续有望给予津膜战略资源及资金支持。高新投资为国投公司全资子公司，河北建投水务为河北建投集团旗下水务投资平台，两者参与定增将在资金、战略资源、PPP 项目落地方面给予津膜强有力支持。

➤ 并购协同效应明显，股价安全边际强

江苏凯米承诺 16-18 年净利润 6000 万、7500 万、9375 万；金桥水科承诺 16-18 年净利润 2500 万、3250 万、4225 万。假设江苏凯米和金桥水科 17 年并表，且能完成业绩承诺，则此次收购将在 17、18 年给津膜带来 1.075 亿、1.36 亿净利润，业绩大幅改善。2015 年 12 月公司定增募资 3.99 亿，定增价 26.52 元/股，目前股价倒挂，安全边际强。

三、盈利预测与投资建议

考虑江苏凯米和金桥水科 17 年并表，预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.23、0.67、0.83 元，对应 PE 分别为 77 倍、27 倍、22 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

四、风险提示

项目进度不达预期；资源整合不达预期。

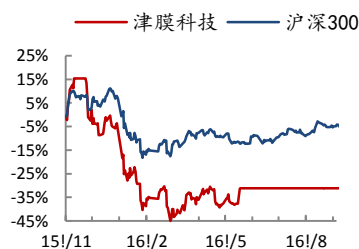
强烈推荐 维持评级

合理估值： 23.99—26.3 元

交易数据 2016-11-3

收盘价（元）	19.83
近 12 个月最高/最低	30.16/14.43
总股本（百万股）	276.04
流通股本（百万股）	259.68
流通股比例（%）	94%
总市值（亿元）	54.74
流通市值（亿元）	51.46

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： 010-85127892

邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：王宁

执业证号： S0100116010003

电话： 021-60876703

邮箱： wangning_yjy@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	605	725	1,358	1,763
增长率 (%)	15.3%	19.9%	87.3%	29.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	53	64	186	228
增长率 (%)	-38.1%	21.6%	189.0%	22.8%
每股收益 (元)	0.19	0.23	0.67	0.83
PE (现价)	94.1	77.4	26.8	21.8
PB	3.9	3.7	3.2	2.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	605	725	1,358	1,763
营业成本	413	490	886	1,156
营业税金及附加	4	8	14	18
销售费用	24	30	52	67
管理费用	108	109	176	243
EBIT	56	88	230	279
财务费用	17	(20)	(22)	(23)
资产减值损失	11	2	2	2
投资收益	4	3	3	3
营业利润	32	66	208	257
营业外收支	25	10	11	12
利润总额	57	76	219	269
所得税	4	11	33	40
净利润	53	64	186	228
归属于母公司净利润	53	64	186	228
EBITDA	72	109	271	321

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	558	409	133	(11)
应收账款及票据	344	411	760	991
预付款项	182	245	266	347
存货	288	429	784	1029
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	1387	1525	1992	2419
长期股权投资	57	57	57	57
固定资产	204	207	209	210
无形资产	402	462	449	436
非流动资产合计	732	776	751	725
资产合计	2118	2301	2743	3145
短期借款	380	380	380	380
应付账款及票据	198	219	403	535
其他流动负债	155	155	155	155
流动负债合计	794	913	1169	1342
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	806	925	1181	1354
股本	276	276	276	276
少数股东权益	28	28	28	28
股东权益合计	1312	1376	1562	1790
负债和股东权益合计	2118	2301	2743	3145

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	15.3%	19.9%	87.3%	29.8%
EBIT 增长率	-46.3%	57.9%	161.5%	21.2%
净利润增长率	-38.1%	21.6%	189.0%	22.8%
盈利能力				
毛利率	31.7%	32.4%	34.7%	34.4%
净利率	8.7%	8.9%	13.7%	12.9%
总资产收益率 ROA	2.5%	2.8%	6.8%	7.3%
净资产收益率 ROE	4.1%	4.8%	12.1%	12.9%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.4	1.2	1.0	1.0
现金比率	0.7	0.4	0.1	(0.0)
资产负债率	38.07%	40.19%	43.05%	43.06%
经营效率				
应收账款周转天数	186.7	185.0	186.0	187.0
存货周转天数	304.1	320.0	323.0	325.0
总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.2	0.7	0.8
每股净资产	4.7	4.9	5.6	6.4
每股经营现金流	(0.7)	(0.3)	(0.9)	(0.4)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	94.1	77.4	26.8	21.8
PB	3.9	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	67.0	45.4	19.3	16.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	53	64	186	228
折旧和摊销	27	23	43	44
营运资金变动	(275)	(169)	(487)	(398)
经营活动现金流	(181)	(71)	(248)	(118)
资本开支	143	58	7	6
投资	(60)	0	0	0
投资活动现金流	(203)	(55)	(4)	(3)
股权募资	386	0	0	0
债务募资	388	0	0	0
筹资活动现金流	748	(23)	(23)	(23)
现金净流量	364	(150)	(276)	(144)

分析师与研究助理简介

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。

王宁：法国KEDGE商学院理学硕士，中国人民大学经济学学士。2015年10月加入民生证券，从事环保方向的行业研究。

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或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； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

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。