

增持 维持

津膜科技 (300334)

2014 年 11 月 13 日

发布增发预案 缓解资金压力

2014 年 11 月 13 日收盘价: 20.41 元

6 个月目标价: 26.1 元

公用事业行业高级分析师: 张浩
SAC 执业证书编号: S0850511010016
zhangh@htsec.com
021-23219383

联系人: 韩佳蕊
hjr9753@htsec.com

021-23212259

联系人: 张一弛
zyc9637@htsec.com

021-23219402

事件:

公司 11 月 11 日晚发布非公开发行 A 股预案, 拟募集资金总额不超过 3.99 亿元, 其中 1.20 亿元用于补充工程配套资金、2.15 亿元用于东营项目、0.64 亿元用于新型膜材料研发及中试。若按停牌前市场价格计算, 本次非公开发行 A 股股票数量约不超过 0.17 亿股, 占发行后总股本的 6%。本次发行对象为不超过 5 家特定对象, 以现金认购, 本次发行的定价基准日为发行期首日。

点评:

展望 2015 年, “十二五”进入收官阶段, 水处理设施的投资建设市场将迎来快速发展, 膜法水处理以其较高的出水品质更多的获得市场青睐。并且, 鉴于今年政府业主方出现较多延期现象, 部分订单转移至 2015 年。因此, 无论是市场还是公司基本面均有较大增长空间。工程类业务与膜销售业务的拓展均有赖于公司可支配现金数量。

我们认为公司在这一时点上公布增发方案, 首先, 有利于在建 BOT 项目的顺利推进, 并如期确认膜产品与工程方面的收益。其次, 缓解资金压力, 为拓展工程类业务奠定基础。最后, 优化债务结构, 降低公司负债率。

承接大型 BOT 项目 使公司现金流紧张: 公司自成立以来, 主要盈利模式为销售膜产品和承接水处理 EPC 工程业务。项目回款较为及时, 财务负担较小。今年, 公司携手胜利油田孚瑞特置业有限责任公司, 以二者合资公司的名义, 与东营市城管局签订东营市东城南污水处理 BOT 项目, 工程计划投资 3.05 亿元。季报资产负债率 23.17%, 同比升高 6.31pct, 在手现金 1.8 亿元, 相较于 BOT 项目投资体量, 公司资金压力显著上升。

增发后 在手现金充裕有利于拓展工程业务: 工程业务是公司的业务主线之一, 过去三年在毛利润中占比均在 65%以上, 是公司业务拓展的重要方向。由于工程类业务需要垫资建设, 在手资金多寡直接决定公司承接项目总量。本次非公开发行的募集资金中, 1.20 亿元用于补充工程配套资金, 为公司 2015 年拓展相关业务奠定基础。

并购重组预期并未完全消除: 公司在今年六月重组失败复牌后仍处于重组静默期, 因此, 短期内无法重启这一计划。但我们认为, 增发成功后可将已投入 BOT 项目资金置换出, 公司仍有充足现金考虑并购重组事宜, 这一预期并没有完全消除。

盈利预测: 增发后公司在手现金增加, 有助于降低财务费用, 对冲部分摊薄效应。鉴于东营项目的高利润收入将在明年确

认,并且重构后的营销体系,经过今年的磨合期后有望在明年发力。我们预测 15 年 EPS 为 0.58 元,参考环保水务行业成长性个股的平均估值水平,给予公司 2015 年 45 倍目标动态 PE,目标价 26.1 元,维持增持评级。

表 1 津膜科技盈利预测简表(亿元)

报告期	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3.82	5.38	7.98	10.64
	<i>YOY</i>	31%	41%	48%
膜工程	2.79	4.04	6.06	7.88
	<i>YOY</i>	26%	45%	30%
膜产品销售	0.99	1.28	1.86	2.70
	<i>YOY</i>	44%	30%	45%
污水处理技术服务费	0.04	0.05	0.06	0.06
	<i>YOY</i>	20%	10%	10%
毛利率(%)	43.92	38.95	38.21	37.86
膜工程	41.16	34.86	34.86	34.86
膜产品销售	51.26	51.26	48.70	46.26
污水处理技术服务费	52.10	52.10	52.10	52.10
费用率(%)	20.80	17.27	17.27	17.27
营业税金/营业总收入(%)	1.23	1.05	1.05	1.05
销售费用/营业总收入(%)	4.17	4.17	4.17	4.17
管理费用/营业总收入(%)	13.97	12.00	12.00	12.00
财务费用/营业总收入(%)	-0.57	0.00	0.00	0.00
资产减值损失/营业总收入(%)	1.99	0.05	0.05	0.45
投资/并购收益合计	1.10	2.55	0.48	4.78
营业利润	0.88	1.18	1.69	2.21
营业利润/营业总收入(%)	22.96	21.91	21.15	20.78
利润总额	0.97	10.68	1.86	18.62
营业外收支净额/营业利润(%)	10.12	8.10	6.48	6.48
所得税/利润总额(%)	16.56	15.00	15.00	15.00
净利润	0.81	1.08	1.53	2.00
归属净利润	0.80	1.08	1.52	2.00
当前股本(亿股)	2.61	2.61	2.61	2.61
EPS(未摊薄之前,元/股)	0.31	0.41	0.58	0.77

资料来源:wind,海通证券研究所

风险提示

- (1) 工业水处理项目落地受政策影响,不确定性较大。
- (2) 行业竞争加剧,使公司盈利能力下滑。

相关报告

津膜科技(300334)2014年3季报点评:东营项目拉升业绩 重构营销体系后膜销售明年发力(增持,调高)_2014.10.24

津膜科技(300334)2013年报点评:膜产品收入快速增长、膜工程业务毛利率显著提升,为业绩增长主因(中性,调低)_20140320

津膜科技(300334)2013年3季报点评:持续营销带来收入盈利快速增长,资金回笼力度加大(增持,调高)_20131025

津膜科技(300334)2012年年报点评:赶超对手中,市场拓展效果有待观察(中性,维持)_20130419

津膜科技(300334)调研简报:上市后市场拓展能力提升、膜产能临近投产将有效增厚13年业绩(中性,维持)_20130319

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：张浩

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电、黔源电力、富春环保、洪城水业、兴蓉投资、深圳燃气、国电清新、大禹节水、津膜科技、中电环保、永清环保、维尔利、东江环保。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。