

津膜科技（300334）重大事项点评



增发提升业务拓展能力 研发订单突破值得期待

中信证券研究部

2014年11月12日

王海旭

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

吴非

电话：021-20262101

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

投资评级

增持（维持）

当前价：22.8 元

目标价：24.0 元

事项：

公司公告拟向不超过 5 家特定对象非公开发行股票募集资金总额不超过 39,880 万元，扣除发行费用后用于补充工程配套资金项目、东营项目及新型膜材料研发及中试项目。

评论：

补充工程配套资金提升业务拓展能力

公司拟使用本次募集资金中 12,000 万元用于补充工程项目配套资金，意在提高业务承接能力和区域拓展能力。由于水处理工程项目前期需要垫付大量资金，因此公司的资金实力将是订单落地的基础，也决定了承接项目规模与业务发展速度。随着公司全国化战略持续深入，项目储备数量也将不断增加，这也对资金实力提出更高需求。因此，此次补充流动资金在提升公司未来承接项目能力同时，将有利于降低对短期银行借款依赖，减少财务费用（估算可增加净利润 918 万元/年），从而对业绩产生一定积极影响。

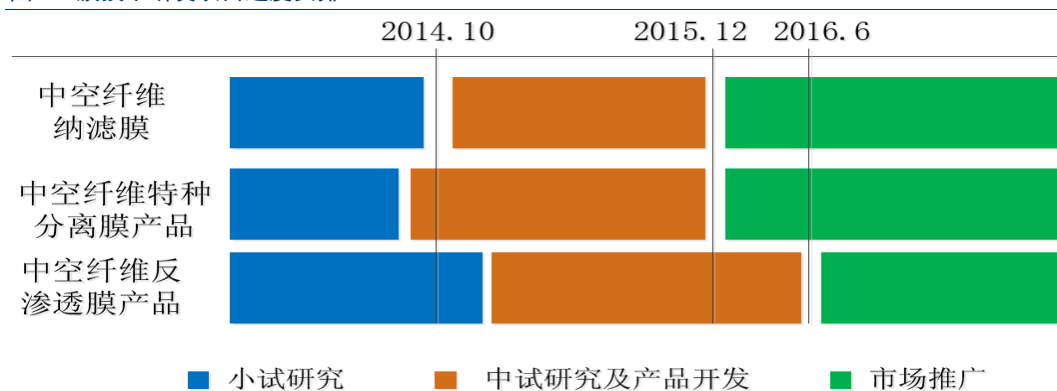
有利东营项目顺利实施

公司此前承接的东营东城南污水处理厂 BOT 项目（12 万吨/日）总投资估算为 30,543.8 万元，本次募集资金中 21,500 万元将用于该项目后续投入。工程实施后，对东营市城市河道污染将大大降低，环境功能逐步好转，也有利于控制地下水污染并保护城市供水水源。项目建设期，预计贡献建安工程、设备安装工程、设计及其他管理收益 6,453.8 万元（已在此前盈利预测考虑范围内），具有良好经济效益，而此次投入募集资金也将进一步确保东营项目建设在 2014~2015 年能够如期推进。

研发实力不断强化

本次募集资金中 6,380 万元将用于新型膜材料研发及中试项目，具体包括中空纤维纳滤膜中试及组件研发、中空纤维特种分离膜中试及组件研发、中空纤维反渗透膜中试及组件研发项目。基于此前技术积累，为了推进上述三种膜材料实现产业化，公司决定通过加大投入方式以加快三个项目的研发进程，并进一步强化其在膜技术领域的竞争优势。从具体实施进度来看，预计新产品预计于 2016 年起步入市场推广阶段，从而形成未来新的利润增长点。

图 1：膜技术研发项目进度安排



资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险提示

对政府财政支出依赖较大、应收账款回收风险、订单或项目进度低于预期、限售股解禁风险等。

维持“增持”评级

假设此次增发于 2015 年完成，考虑到股本摊薄与财务费用节约因素基本抵消，我们维持公司 2014~2016 年 0.40/0.60/0.89 元盈利预测不变，目前股价对应 P/E 为 56/38/26 倍。综合考虑公司业绩有望维持较高增速、未来《水污染防治行动计划》出台将进一步强化工业废水治理及市政提标改造趋势并催生膜技术需求、后续订单有望持续取得突破等因素，结合行业平均估值水平，给予公司 2015 年 40 倍 P/E，对应目标价为 24.0 元，维持“增持”评级。

表 1：津膜科技盈利预测表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	291	382	453	678	923
增长率 YoY%	105.0	31.3	18.7	49.5	36.2
净利润(百万元)	59	80	105	168	248
增长率 YoY%	94.7	35.6	31.1	59.3	47.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.23	0.31	0.40	0.60	0.89
净资产收益率 ROE%	8.3	10.3	12.2	12.0	15.3
PE	100	74	56	38	26
PB	3.7	5.1	6.9	4.5	3.9

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测。注：股价为 2014 年 11 月 11 日收盘

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	291	382	453	678	923
营业成本	178	214	252	376	512
毛利率	38.91%	43.92%	44.49%	44.47%	44.55%
营业税金及附加	4	5	6	8	11
营业费用	12	16	23	26	28
营业费用率	4.05%	4.17%	5.00%	3.80%	3.00%
管理费用	31	53	70	74	91
管理费用率	10.60%	13.97%	15.52%	10.96%	9.81%
财务费用	1	-2	-6	-12	-19
财务费用率	0.47%	-0.57%	-1.26%	-1.80%	-2.01%
投资收益	0	-1	2	4	5
营业利润	59	88	120	194	289
营业利润率	20.18%	22.96%	26.54%	28.63%	31.26%
营业外收入	11	9	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	69	97	124	198	293
所得税	10	16	19	30	44
所得税率	14.79%	16.56%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	59	80	105	168	248
净利率	20.35%	21.10%	23.31%	24.84%	26.94%
每股收益(元)(摊薄)	0.23	0.31	0.40	0.60	0.89

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	59	80	105	168	248
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	6	9	12	17	18
营运资金变动	-92	-136	46	-173	-184
其他	8	11	-17	-1	-7
经营现金流	-19	-36	146	11	77
资本支出	-29	-102	-46	-22	-22
投资收益	0	0	2	4	5
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	-40	0	0	0
投资现金流	-29	-142	-44	-18	-17
发行股票	458	0	0	402	19
负债变化	-32	58	21	0	0
股息支出	-2	-14	-21	-34	-50
其他	0	0	6	12	19
融资现金流	423	44	6	381	-12
现金净增加额	375	-134	108	374	47

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	455	321	429	803	851
存货	192	188	237	355	483
应收账款	127	266	212	317	431
其他流动资产	36	80	62	92	126
流动资产	811	856	940	1,567	1,890
固定资产	47	81	187	192	196
长期股权投资	0	39	39	39	39
无形资产	7	6	6	6	6
其他长期资产	15	63	-9	-9	-9
非流动资产	69	189	223	228	231
资产总计	879	1,045	1,163	1,795	2,122
短期借款	11	69	90	90	90
应付账款	97	113	115	172	234
其他流动负债	40	59	68	107	153
流动负债	148	240	274	369	478
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	12	12	12	12
非流动性负债	8	12	12	12	12
负债合计	156	252	286	381	490
股本	116	174	261	279	279
资本公积	465	407	320	705	723
股东权益合计	712	780	865	1,401	1,619
少数股东权益	12	12	12	13	13
负债股东权益总计	879	1,045	1,163	1,795	2,122

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	33.0	31.3	18.7	49.5	36.2
营业利润	23.0	49.5	37.2	61.3	48.7
净利润	36.9	35.6	31.1	59.3	47.7
利润率 (%)					
毛利率	38.9	43.9	44.5	44.5	44.5
EBITMargin	22.8	24.5	22.7	28.5	30.5
EBITDAMargin	24.7	26.8	25.4	31.0	32.5
净利率	20.3	21.1	23.3	24.8	26.9
回报率 (%)					
净资产收益率	8.3	10.3	12.2	12.0	15.3
总资产收益率	6.7	7.7	9.1	9.4	11.7
其他 (%)					
资产负债率	17.7	24.1	24.6	21.2	23.1
所得税率	14.8	16.6	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.4	0.4	0.5	0.8

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。