

环保工程及服务

津膜科技 (300334.SZ) / 21.60 元

内生外延齐发力，膜法治水步步为营

独到见解

水处理行业涉及供水、污水、再生水等领域，是环保行业中投资额度最大、暂时看不到天花板的领域。膜技术是水处理行业中景气度较高的技术，可广泛应用于上述领域及渗滤液处理、海水淡化等领域，据统计国际上水处理膜近来的复合增速为 8.3%，而我国的膜市场需求量较大，复合增长率达 25% 左右。津膜科技膜技术基础扎实，行业知名度高，品牌效应强大，公司上市后在人才、市场等方面都陆续转好，在水处理高速发展的背景下，公司将取得快于行业发展的增速。

投资要点

1. 我国水处理行业空间广阔，膜技术持续景气。

预期出台的“水十条”全社会规划投资约 2 万亿，其中膜技术可以应用在再生水生产、工业污水处理、饮用水提标、海水淡化，甚至家用净水领域。我们在水污染频发、治理技术不到位及标准日益提升的形势下，膜需求将持续旺盛。公司作为国内膜行业的领军企业，技术基础雄厚，在上市后利用品牌优势逐渐进入水处理工程市场，扩大收入和利润规模。

2. 公司正在转型，弥补销售短板，从学院派成为实力派。

市场此前认为公司是学院派风格，销售是短板，公司年初引进徐平、武震两位副总，分别负责膜产品和环保工程的销售工作。徐平总是专家型销售，也是我国膜行业人才的领军人物之一；武震总擅长环保工程，对于水处理工程的承接、施工、运行管理等都有丰富的经验。以上两位副总是公司在转型时期吸收的人才，刚好可以弥补公司的短板，增强公司的市场竞争力。

3. 膜全线产品储备丰富，募投项目达产后产量将陆续释放。

公司募投项目建成后，膜产能将由 110 万平增加至 415 万平，可有效满足公司承接环保工程后日益增加的膜需求，同时新产品热致相复合法膜生产比例逐渐提高，可保障产品毛利率。公司还具备反渗透膜等高端膜产品的生产技术，可应用于海水淡化、渗滤液处理等领域。

4. 环保工程窗口已打开，走出天津，工业、市政两手抓。

市场此前质疑，公司专注于膜生产，在环保工程方面经验不足，此外在天津有较大地域优势，走出天津市场比较难。公司上市后，除在天津承接市政项目外，还在浙江承接了印染污水的项目，在东营承接了市政污水的项目，还有多项正在跟踪的市政和工业污水处理项目，公司已经走出天津，工业和市政污水两手抓，在扩大收入规模的同时，也为后期膜更换市场打好基础。

证券分析师：谢天卉
 执业编号：S0360512100003
 Tel: 010-66500817
 Email: xietianhui@hczq.com
 研究助理：邱正
 Tel: 010-66500817

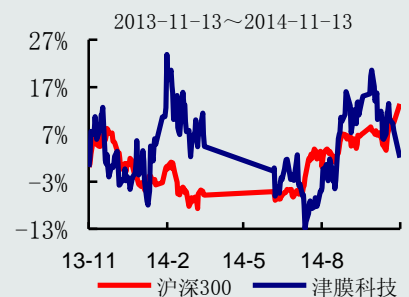
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	26100
流通 A 股/B 股(万股)	10504/0
资产负债率(%)	20.9
每股净资产(元)	3.36
市盈率(倍)	53.25
市净率(倍)	6.42
12 个月内最高/最低价	39.6/18.36

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《季报略低于预期，东营项目在逐步推进》	2014-10-23
《稳健增长，期待公司下半年发力》	2014-08-25
《业绩略低于预期，公司保持良性发展》	2014-03-20
《三季度保持高速增长》	2013-10-24
《受益于水处理市场，公司快速成长》	2013-08-22
《业绩符合预期，公司稳健成长》	2013-04-19

5. 坚持公司战略，积极融资，寻找并购机会，不断扩大市场影响力。

公司上市后，已经在天津以外成立了五个办事处，但仍面临着快速进行市场布局的问题，为此公司会走与自己战略相符的并购路线，实现上下游及产业链的布局，丰富产品线和销售途径，扩大市场影响力。作为资金拉动型环保公司，公司提出非公开发行股票预案，积极通过融资与研发带动公司业务，加之公司资产负债率较低，未来可借助资本市场优势，撬动更大市场。

主要财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万）	382	517	762	1010
同比增速（%）	31.3%	35.3%	47.4%	32.6%
净利润（百万）	81	106	148	190
同比增速（%）	35.6%	31.6%	39.8%	28.4%
每股盈利（元）	0.31	0.41	0.57	0.73
市盈率（倍）	46.73	53.25	38.10	29.68

投资建议

我们认为水处理市场在提标改造及工业水处理方面仍有较大市场空间，津膜科技作为膜技术领域领军企业之一，公司业务的广度和深度有望持续增长。我们预期公司 2014-2016 年销售增长率保持在 30% 以上，三年 EPS 分别为 0.41, 0.57, 0.73 元，对应 PE 倍数为 53.25, 38.1, 29.68 倍，维持推荐评级。

风险提示

1. 公司还处于转型期，新任高管的战略对公司的影响还需时间观望；
2. 市场推广速度不达预期或订单进度不达预期。

目 录

一、公司从事膜技术多年，基础扎实，影响力强.....	5
（一）公司背靠天津工业大学，膜技术基础扎实.....	5
（二）公司近年来产品收入和利润逐渐提高.....	5
（三）大行业、小公司，膜技术市场需求旺盛.....	6
1.市政污水提标与再生催生膜需求每年 25 亿，膜工程每年约 84 亿.....	6
2.超滤工艺引领第三代供水工艺，超滤膜需求日益增加.....	7
3.工业水投资与工业增长倒挂，急需增加投入.....	7
4.渗滤液、海水淡化等领域必须用膜.....	8
（四）公司近几年增速较快，资产负债率较低，ROE 未来将趋向稳定.....	8
二、膜技术为基石，引领国内膜法水处理市场.....	9
（一）掌握膜全套生产技术，募投项目达产后可有效满足需求.....	9
（二）市政工程经验较为丰富.....	9
（三）合资公司起步探索印染水处理市场.....	10
（三）新型煤化工行业前景看好，膜法处理大有可为.....	10
三、走符合公司战略的并购路线，加速扩张.....	11
（一）公司处于转型期，由学院派变身实力派.....	11
（二）非公开发行方案凸显公司扩张决心，改善公司资产结构.....	11
（三）人才优势将发挥更大作用.....	12
四、盈利预测.....	12

图表目录

图表 1 津膜科技的股权结构.....	5
图表 2 公司膜产品和膜工程的收入情况.....	6
图表 3 公司膜产品和膜工程的毛利情况.....	6
图表 4 公司的净利润情况.....	6
图表 5 “十二五”期间，市政污水及再生水膜需求推算.....	6
图表 6 第三代饮用水处理技术改造对膜的需求推算.....	7
图表 7 工业污水投资依然偏低.....	8
图表 8 相关公司的资产负债率和 ROE 情况.....	8
图表 9 相关公司的 PE 和 EPS.....	8
图表 10 膜产品可划分为多种形式.....	9
图表 11 公司上市后较大规模的订单.....	9
图表 12 深度处理工艺 CMF 和 SMF 的对比.....	10
图表 13 煤化工水处理分类图.....	11
图表 14 煤化工水处理承包层次图.....	11
图表 15 募集资金用途.....	11
图表 16 东营水处理项目资金需求合计.....	11
图表 17 东营水处理项目预计总收益.....	12
图表 18 拟研发新型膜材料简介.....	12
图表 19 盈利预测及主要假设.....	12

一、公司从事膜技术多年，基础扎实，影响力强

津膜科技上市以来，一直受资本市场关注较多，一方面公司处于环保行业这个较为新兴的市场，又处于景气度相对较高的水处理膜技术细分领域；另一方面，和公司具有可比性的另外一家公司碧水源已经成为市场的白马股票，上市几年后依然维持较高的增速，投资者也希望津膜能够复制这种成长过程。与碧水源不同的是，津膜虽然技术研发较早，但上市较晚，超募资金没有碧水源那么多，因此津膜必须走出一条属于自己的特色发展道路。

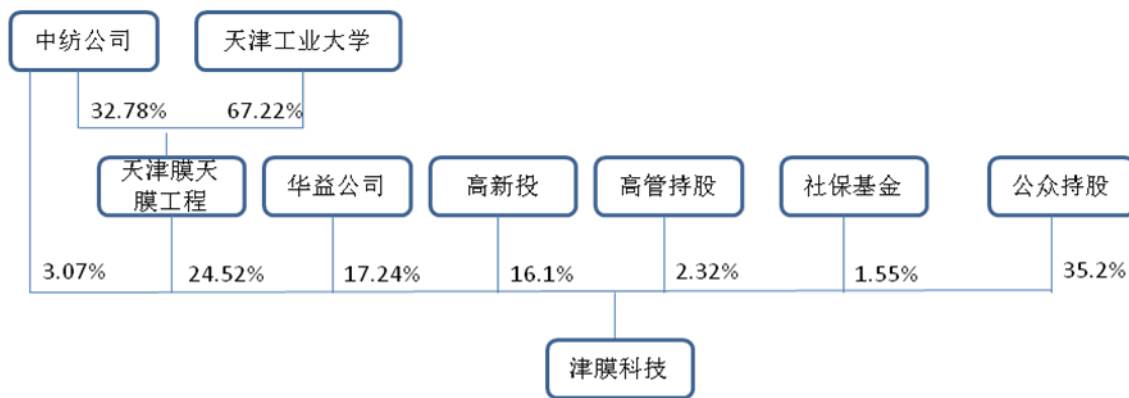
我们认为津膜科技是一家技术扎实、行业很有口碑的企业，公司上市后一方面通过从事市政和工业污水处理项目，扩大收入和利润规模，一方面弥补自己销售的短板，在北京、南京、广州、青岛、西安等地建立办事处。年初，公司又引进三位高管，加强公司的销售能力和内部管理能力建设，未来两年，公司依然叫保持较高的增速。作为投资拉动型的环保行业，公司目前资产负债率依然较低，未来可以利用杠杆撬动更大市场。

（一）公司背靠天津工业大学，膜技术基础扎实

津膜科技是膜法水资源化整体解决方案提供商以及核心部件膜组件的研发、生产和销售商，目前主营业务主要包括超、微滤膜及膜组件的研发、生产和销售，以及膜法水资源化整体解决方案（包括设计、施工、装备及系统集成、售后服务等），即膜组件销售和膜工程两个方面。公司膜产品主要应用于给水净化、工业/市政污水处理、海水/苦咸水淡化、特种分离等领域，是国内水资源膜技术的引领者。

公司于 2012 年在深交所创业板上市，控股股东为天津膜天膜工程公司，占股 24.52%，经营范围为纺织技术咨询、服务等；公司实际控制人天津工业大学前身为天津纺织工学院，在纺织复合材料、中空纤维膜分离技术等方面，有悠久的历史，也是我国这一领域教学、科研、应用的突出贡献者，这也是公司的技术来源。

图表 1 津膜科技的股权结构



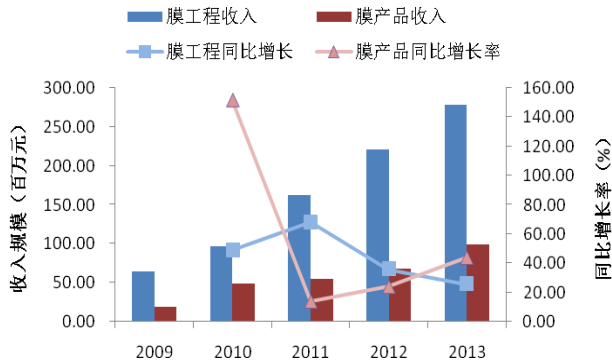
资料来源：华创证券研究所

（二）公司近年来产品收入和利润逐渐提高

近年来，公司业务保持了较快的增长，2013 年实现营业收入 3.81 亿元，同比增长 31.4%，净利润 8100 万元，同比增长 35.6%。公司膜产品和膜工程毛利相对稳定，两项收入和利润近年来都逐渐增加，展现出较好的发展势头。

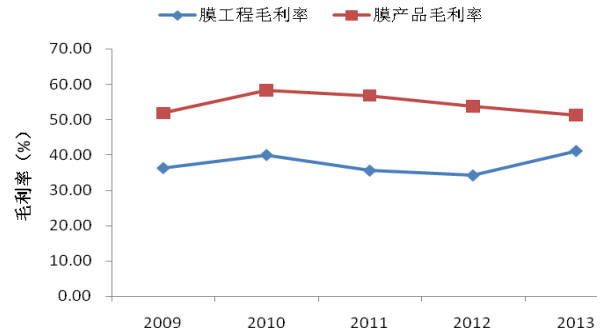
在膜产品和膜工程两方面均取得增长的同时，公司走出天津，积极布局外地市场，目前已经在浙江、山东等地承接工业和市政污水处理工程。随着募投项目的逐渐达产，新增产能不仅可以增加公司的膜销售，也可满足公司工程对于膜的需求。

图表 2 公司膜产品和膜工程的收入情况



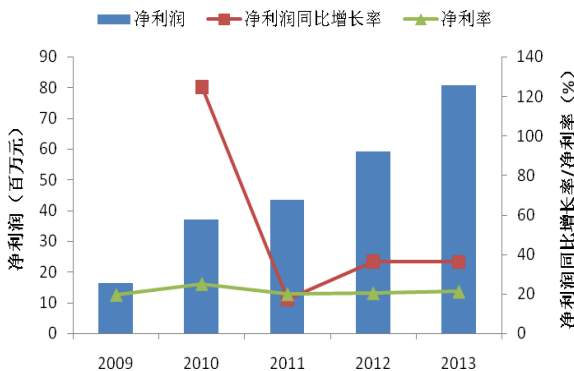
资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 3 公司膜产品和膜工程的毛利情况



资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 4 公司的净利润情况



资料来源：公司公告、华创证券研究所

(三) 大行业、小公司，膜技术市场需求旺盛

1. 市政污水提标与再生催生膜需求每年 25 亿，膜工程每年约 84 亿

根据“十二五”城镇污水处理和再生规划进行测算，考虑一部分新建和升级改造中对膜的需求会增加，此外城市污水再生对膜的需求更加显著，这部分污水平均每年对膜的需求近 25 亿，带动的膜工程在 84 亿左右。

图表 5 “十二五”期间，市政污水及再生水膜需求推算

➢ 新增污水处理量 4569 万立方米/日

假设其中 20%用膜处理工艺，吨投资 2000 元，则工程投资 $4569 \times 20\% \times 2000 = 180$ 亿元，
对应的膜需求约为 $180 \times 30\% = 54$ 亿

➢ 改造污水处理量 2611 万立方米/日

假设其中 30%用膜技术，吨投资 1000 元，则工程投资为 $2611 \times 30\% \times 1000 = 78$ 亿元，
对应的膜需求约为 $78 \times 30\% = 23.4$ 亿

➢ 市政污水再生利用规划建设 2675 万立方米/日

假设其中 60%用膜技术，吨投资 1000 元，则工程投资为 $2675 \times 60\% \times 1000 = 160$ 亿，
对应的膜需求约为 $160 \times 0.3 = 48$ 亿

根据规划推算市场可得到：市政污水处理及再生工程投资可达 $180 + 78 + 160 = 418$ 亿，平均每年 83.6 亿元

膜需求为 $54 + 23.4 + 48 = 125.4$ 亿，平均每年 25 亿元

资料来源：《十二五全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》、华创证券研究所

2.超滤工艺引领第三代供水工艺，超滤膜需求日益增加

供水方面，我国城市供水能力达 2.7 亿立方米/日，全年城市供水总量已达 523 亿立方米，平均每天 1.45 亿立方米，用水普及率已经达到 97% 以上，然而绝大部分水厂采用的仍是第二代净水处理技术（臭氧+颗粒活性炭）。随着原水污染的加剧，第二代供水处理技术暴露出一些问题：一是对于含有氯化物的水源水被臭氧氧化后容易产生致癌的溴酸盐；二是随着水污染的加剧和检测技术的提高，第二代饮用水处理工艺的出水中发现了越来越多的细菌和微生物，水的生物安全性受到了挑战。以超滤膜为核心的第三代饮用水组合工艺既可以解决第一代工艺的水质和微生物安全问题，同时还可以有效解决第二代工艺的生物稳定性问题。目前北京、上海、天津等大城市已有规划，完成自来水厂的技术升级。

考虑第三代饮用水处理技术的普及需要一定的时间，假设每年改造一定比例，未来 5 年每年需要超滤膜的规模在 2 亿元以上，带动的改造工程在 6 亿元以上。

图表 6 第三代饮用水处理技术改造对膜的需求推算

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
城市供水综合生产能力 (万立方米/日)	26669	27177	27585	27999	28419	28845	29278	29717	30163	30,615
当年改造比例 (%)	0.30%	0.40%	0.60%	0.80%	1.00%	1.20%	1.50%	1.80%	2.10%	2.50%
第三代水厂生产能力 (万立方米/日)	80.01	108.71	165.51	223.99	284.19	346.14	439.17	534.90	633.41	765.38
工程建设成本 (单位:万元)	17601	23916	36412	49278	62521	76151	96616	117679	190024	229613
其中膜的成本 (单位:万元)	5000	6794	10344	13999	17762	21634	27448	33431	39588	47836

资料来源：华创证券研究所

3.工业水投资与工业增长倒挂，急需增加投入

分析近十年来，我国工业废水投资情况，从 2002 年到 2007 年曾逐年增加，主要是那时候工业企业的污染处理逐渐得到重视，新建了一些项目。在 2007 年时达到最高，是 196.1 亿元；2008 年次高，达到 194.6 亿元。再往后工业废水的投资逐渐下滑，而近些年的规模行业工业增加值均年同比增加 10% 左右，说明我国在工业污水的投资与工业增长不成正比，污水处理方面的投入不足，未来有很多欠账需要弥补。

相比市政污水，工业污水更难处理，且其中很大一部分水需要回用和脱盐，因此对膜的需求也更大。以新型煤化工为例，其中的循环水、脱盐水等一定要用膜进行处理，带来了膜的新的需求。

图表 7 工业污水投资依然偏低



资料来源: Wind、华创证券研究所

4. 渗滤液、海水淡化等领域必须用膜

除了上述供水和污水处理领域, 在一些小的细分领域, 对膜的需求也在日益增加, 比如渗滤液、海水淡化等领域, 他们的处理必须用膜, 而且还需要微超滤膜与反渗透膜的配合使用。

(四) 公司近几年增速较快, 资产负债率较低, ROE 未来将趋向稳定

公司近几年增速较快, 但资产负债率不高, 作为投资拉动型的环保行业, 公司未来可以通过资本市场进行融资, 撬动更大的市场。公司 ROE 近几年有所下降, 主要是产品结构从单纯的膜销售向水处理工程扩展, 未来随着膜产能的逐渐达产, 我们认为公司 ROE 将趋向稳定。

图表 8 相关公司的资产负债率和 ROE 情况

股票名称	证券代码	资产负债率			ROE		
		2013	2012	2011	2013	2012	2011
津膜科技	300334.SZ	24.15	17.72	35.06	10.78	12.92	23.42
碧水源	300070.SZ	37.01	23.05	23.18	19.26	15.74	11.12
万邦达	300055.SZ	22.44	19.39	20.62	7.85	5.81	4.64
中电环保	300172.SZ	28.19	21.31	17.38	8.19	7.21	9.55
巴安水务	300262.SZ	53.14	34.75	14.84	12.77	10.03	8.19

资料来源: Wind、华创证券研究所

图表 9 相关公司的 PE 和 EPS

股票名称	证券代码	股价	PE			EPS		
		2014-7-8	2013	2012	2011	2013	2012	2011
津膜科技	300334.SZ	20.62	66.91	90.74	124.24	0.31	0.23	0.17
碧水源	300070.SZ	27.15	34.60	51.67	84.35	0.78	0.53	0.32
万邦达	300055.SZ	31.08	50.60	72.01	94.09	0.61	0.43	0.33
中电环保	300172.SZ	16.37	40.05	48.25	59.86	0.41	0.34	0.27
巴安水务	300262.SZ	15.45	64.47	91.88	180.31	0.24	0.17	0.09

资料来源: Wind、华创证券研究所

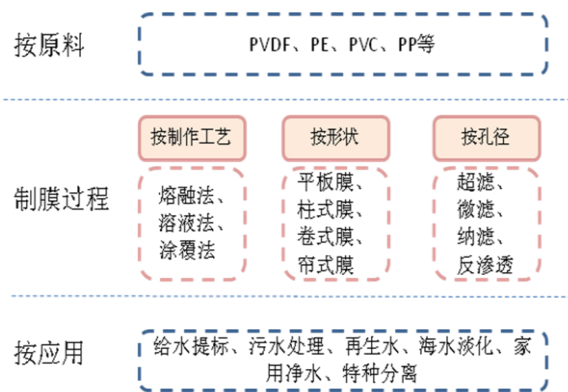
二、膜技术为基石，引领国内膜法水处理市场

（一）掌握膜全套生产技术，募投项目达产后可有效满足需求

公司坚持技术研发与创新，现已掌握完整的膜制造技术、系列化膜应用技术及它们的耦合技术，生产的膜产品应用范围广、性能稳定、性价比高，具有较高市场竞争力。公司在 2012 年改进了溶液法纺丝制膜工艺，膜材料的强度、通量、耐污染、亲水性等性能指标全面提高，公司的技术优势继续保持。募投的复合热致相技术 PVDF 中空纤维膜产业化项目将陆续投产，在增加膜丝强度的同时有效增加产品的抗污染性能。

公司募投项目建成后，膜产能将由 110 万平增加至 415 万平，可有效满足公司承接环保工程后日益增加的膜需求，同时新产品热致相复合膜生产比例逐渐提高，可保障产品毛利率。公司还具备反渗透膜等高端膜产品的生产技术，可应用于海水淡化、渗滤液处理等领域。

图表 10 膜产品可划分为多种形式



资料来源：华创证券研究所

（二）市政工程经验较为丰富

公司在上市前以膜产品销售为主，工程项目承接偏少，项目额度也都不高，上市后有能力承接更多大型市政和工业项目，做到膜和环保工程为两翼，带动公司发展。

图表 11 公司上市后较大规模的订单

公告日	项目	合作方	项目规模	金额 (万元)
2012.10.30	津南再生水厂工程（纪庄子再生水厂迁建）机电设备采购项目	天津中水有限公司	7 万吨/日	5,498
2012.12.31	大港城市废水深度处理回用项目 EPC 总承包合同	天津市瑞德赛恩水业有限公司	3 万吨/天	10068
2013.2.21	天津滨海新区营城污水处理厂工艺提升及再生水项目的浸没式超滤、反渗透及能量回收系统项目	天津生态城水务投资建设有限公司	2.1 万吨/天	5898
2014.4.1	东营市东城南污水处理 BOT 项目三方合作协议	东营市城市管理局、胜利油田孚瑞特置业有限责任公司	12 万立方米/日	41894

资料来源：公司公告、华创证券研究所

公司目前为止公告的较大的工程订单均为市政项目的订单，我们认为，公司在市政方面具备较为丰富的工程经验。随着污水排放标准的提升，公司采用最多的膜应用技术为连续膜过滤（CMF）和浸没式膜过滤（SMF）将有更大用途。CMF 和 SMF 通常接在传统工艺的尾部，

作为独立的深度处理单元，处理后水质很高，且易于在原有污水处理厂或水处理系统基础上进行改造，投资和运营成本更具优势，应用范围也更广。

图表 12 深度处理工艺 CMF 和 SMF 的对比

膜应用工艺	CMF	SMF
处理水类型	污水厂或预处理后达标排放尾水、地表水、地下水、海水	污水厂或预处理后达标排放尾水、地表水、地下水、海水
用途	污水、废水处理及回用、给水净化、海水淡化预处理	污水、废水处理及回用、给水净化、海水淡化预处理
与反渗透耦合	成熟	成熟
膜设计通量	40-100L/m ² .h	40-100L/m ² .h
处理效果	SDI3, NTU 0.2	SDI3, NTU 0.2
吨水能耗	<0.2 KW.h	<0.05 KW.h
吨水投资成本	200-500 元/吨.天	200-500 元/吨.天

资料来源：公司公告、华创证券研究所

（三）合资公司起步探索印染水处理市场

公司去年在浙江成立合资公司“浙江津膜科技环境工程有限公司”，标志着公司正式进入印染废水处理市场，绍兴集中了全国约 50% 的印染企业，当地的环保力度也日渐加强，采用公司技术一方面能保证排放水质达标，另一方面公司水价 4.6 元/吨相比当地自来水和污水处理价具有价格优势，因此公司在当地印染行业具备一定的竞争优势和上升空间。

近年印染行业景气度不高，公司在这一领域推进较为艰难，今年公司对浙江津膜加强了管理，上半年浙江津膜已经扭亏为盈。

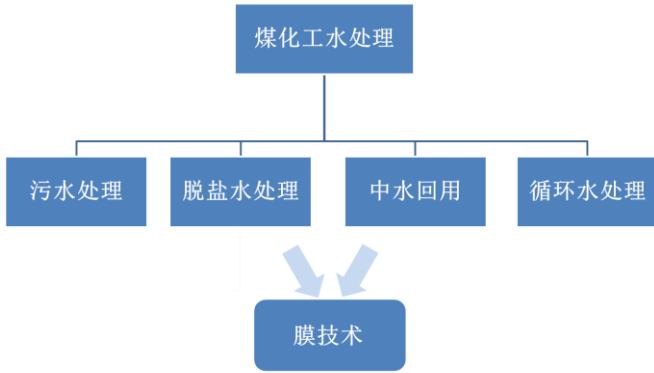
（三）新型煤化工行业前景看好，膜法处理大有可为

2013 年国家发改委已批复 10 个新型煤化工项目，投资总额超过 2000 亿元，2012 年《煤炭深加工示范规划》中规划的 15 个煤化工项目总投资约接近万亿，水资源是新型煤化工绕不过去的门槛，污水处理与回用将是行业发展的必然趋势，为膜法水资源化提供了巨大的发展空间。

煤化工水处理主要有两大部分：含油污水和含盐污水，又可以细分为污水处理、循环水处理、脱盐水处理、中水回用处理、浓盐水处理等。其中有两部分必须用膜：一是中水，需要用超微滤膜处理；二是脱盐冷凝水，要制备满足生产用水水质指标的水，需要超滤和反渗透膜；此外污水处理的环节也可以选择微滤膜。

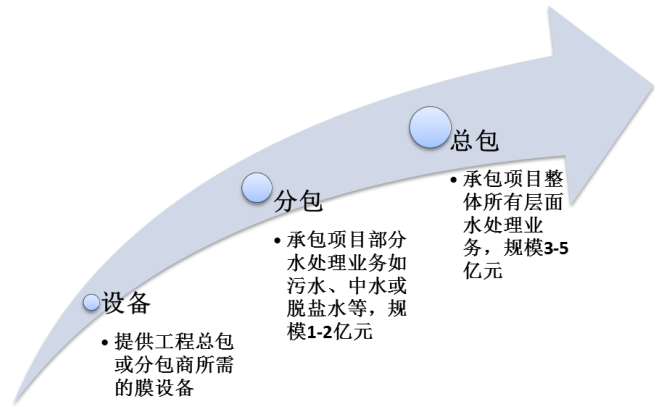
鉴于煤化工水处理具有用膜集中的特点，公司较有优势的就是其中用膜较多的中水和脱盐水，公司已经在膜设备供应上有所突破，未来期待在分包项目上有所突破。

图表 13 煤化工水处理分类图



资料来源：华创证券

图表 14 煤化工水处理承包层次图



资料来源：华创证券

三、走符合公司战略的并购路线，加速扩张

(一) 公司处于转型期，由学院派变身实力派

公司上市后，市场一直质疑公司的销售能力，认为公司学院派风格过于明显。上市后公司首先立了国际市场销售中心，以及北京、南京、广州、青岛、西安五个办事处，和地方企业和设计院合作，逐步增加外地项目和订单，加快地区扩张。今年还在东营承接了市政污水 BOT 项目，未来除传统的市政污水，公司重点发展的是工业废水市场和饮用水提标市场。

公司希望走符合公司战略的并购路线，年初收购失败公司也吸取了不少经验，未来将以产业链上下游为主，在膜和环保两方面寻找方向互补的公司。

(二) 非公开发行方案凸显公司扩张决心，改善公司资产结构

2014 年 11 月 11 日，公司公告了非公开发行股票的预案，拟向不超过 5 名特定对象募集 39880 万元资金，用于投资东营水处理 BOT 项目、新型膜材料研发以及补充工程配套资金。本次融资方案如顺利实施，将有助于公司节约近 1000 万元财务费用，提升公司经营业绩，以及增强公司在膜法水处理领域的核心竞争力。

图表 15 募集资金用途

序号	项目名称	募集资金拟投资金额（万元）
1	补充工程配套资金	12000
2	东营水处理 BOT 项目	21500
3	新型膜材料研发及中试项目	6380
合计		39880

资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 16 东营水处理项目资金需求合计

工程项目资金运用环节		合同标的	占标的额比重	占用资金金额
合同履行阶段	垫付工程款	30,543.80	50%	15,271.90
	设备采购款	30,543.80	18.58%	5,673.72
质保阶段	质保金	30,543.80	10%	3,054.38
占用资金合计				24,000.00

资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 17 东营水处理项目预计总收益

收益类别	收益金额（万元）	收益率
建筑安装工程收益	3,193.80	17.70%
设备安装工程收益	3,100.00	26.27%
设计及其他管理收益	250.00	35.71%
合计	6,543.80	21.42%

资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 18 拟研发新型膜材料简介

类别	项目	特点及主要应用
膜材料	中空纤维纳滤膜	特点：面向不同市场需求开发系列化产品，所得纳滤膜功能层抗氧化性优异，膜组件产品装填密度高。应用领域：苦咸水综合利用、盐化工、印染废水处理等。
	中空纤维特种分离膜	特点：面向特种分离应用领域需求，开发不同孔径、孔结构的特种分离膜系列化产品。所得膜产品孔径分布均匀，抗污染性能优异。应用领域：啤酒行业、果汁等饮料加工行业、发酵行业、医用领域及气体分离等。
	中空纤维反渗透膜	特点：耐生物降解性、抗氧化性、耐氯性能优异，组件填充密度高，抗污染性能好。应用领域：海水淡化、苦咸水处理、双膜法水处理等领域等。

资料来源：公司公告、华创证券研究所

（三）人才优势将发挥更大作用

今年年初，公司新引进两位副总，徐平和武震，为公司的发展注入新的活力。徐平是国内膜领域的领军人物，曾在海德能公司中国区首席代表，在膜领域有着独到的见解，是专家型的销售人才，徐平的加盟将加强公司膜产品的研发与销售。武震擅长环保工程项目，有过多个环保工程的项目经验，可以增强公司在环保工程方面的项目承接和设计能力，未来将在项目承接以及膜在环保工程中的应用给公司提供帮助。

四、盈利预测

图表 19 盈利预测及主要假设

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（万元）	29035.30	37737.30	51673.66	76163.14	101000.00
营业成本（万元）	17765.10	21418.25	30607.67	45922.78	60890.00
膜工程					
收入（万元）	22171.00	27863.00	40673.66	59163.14	78000.00
毛利（%）	34.17%	41.17%	38.00%	37.00%	37.00%
成本（万元）	14595.17	16393.02	25217.67	37272.78	49140.00
膜产品					
收入（万元）	6864.30	9874.30	11000.00	13000.00	15000.00
毛利（%）	53.82%	51.26%	51.00%	51.00%	51.00%
成本（万元）	3169.93	4812.56	5390.00	6370.00	7350.00

资料来源：公司公告、华创证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	856	860	1053	1275
现金	321	236	315	428
应收账款	266	310	419	505
其它应收款	16	7	9	10
预付账款	43	54	76	96
存货	188	240	220	220
其他	21	13	14	16
非流动资产	189	264	312	354
长期投资	39	92	110	130
固定资产	81	140	178	203
无形资产	6	7	7	6
其他	63	25	17	14
资产总计	1045	1124	1365	1629
流动负债	240	226	331	422
短期借款	69	41	40	50
应付账款	113	140	234	303
其他	59	45	57	69
非流动负债	12	8	9	10
长期借款	0	0	0	0
其他	12	8	9	10
负债合计	252	234	341	432
少数股东权益	12	12	12	12
股本	174	261	261	261
资本公积金	407	320	320	320
留存收益	199	296	431	604
归属母公司股东权益	780	878	1012	1185
负债和股东权益	1045	1124	1365	1629

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-36	37	151	175
净利润	81	106	148	190
折旧摊销	9	14	21	27
财务费用	-2	-1	-2	-3
投资损失	1	-5	-8	-10
营运资金变动	-133	-75	-8	-28
其它	10	-2	1	0
投资活动现金流	-142	-86	-61	-57
资本支出	-102	-36	-49	-47
长期投资	40	-53	-18	-20
其他	-80	4	7	10
筹资活动现金流	44	-36	-12	-5
短期借款	58	-28	-1	10
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	58	87	0	0
资本公积增加	-58	-87	0	0
其他	-14	-8	-11	-15
现金净增加额	-134	-85	78	113

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	382	517	762	1010
营业成本	214	306	459	609
营业税金及附加	5	6	10	13
营业费用	16	21	31	41
管理费用	53	64	94	130
财务费用	-2	-1	-2	-3
资产减值损失	8	5	8	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	5	8	10
营业利润	88	120	170	220
营业外收入	9	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	97	125	175	225
所得税	16	19	27	35
净利润	81	106	148	190
少数股东损益	0	-0	-0	0
归属母公司净利润	80	106	148	190
EBITDA	104	138	194	249
EPS 摊薄 (元)	0.31	0.41	0.57	0.73

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	31.3%	35.3%	47.4%	32.6%
营业利润	49.5%	37.2%	41.4%	29.2%
归属母公司净利润	35.6%	31.6%	39.8%	28.4%
获利能力				
毛利率	43.9%	40.8%	39.7%	39.7%
净利率	21.1%	20.5%	19.4%	18.8%
ROE	10.6%	12.6%	15.5%	17.1%
ROIC	9.3%	11.3%	13.8%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	24.1%	20.9%	25.0%	26.5%
净负债比率	27.36%	17.52%	11.84%	11.61%
流动比率	3.56	3.80	3.18	3.02
速动比率	2.78	2.74	2.51	2.50
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.48	0.61	0.67
应收帐款周转率	1.94	1.79	2.09	2.19
应付帐款周转率	2.04	2.42	2.45	2.27
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.41	0.57	0.73
每股经营现金	-0.21	0.14	0.58	0.67
每股净资产	4.48	3.36	3.88	4.54
估值比率				
P/E	46.73	53.25	38.10	29.68
P/B	4.82	6.42	5.57	4.76
EV/EBITDA	24.08	39.58	27.74	21.25

公用事业小组 分析师介绍

谢天卉

公用事业小组组长

哈尔滨工业大学环境系博士，2010年8月加入华创证券，负责环保行业研究工作，跟踪水处理、大气处理、固废处理与处置、环境监测等领域。

邱正

公用事业小组研究助理

美国马里兰大学金融硕士，2014年10月加入华创证券，负责环保行业研究工作，跟踪水处理、环境监测等领域。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hcqz.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcqz.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hcqz.com
	梁岩涛	机构销售经理	010-66500815	zhangchunhui@hcqz.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hcqz.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hcqz.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcqz.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-82828570	konglingyao@hcqz.com
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	diaojiannan@hcqz.com
	余洋	机构销售经理	0755-82027731	yuyangl@hcqz.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hcqz.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hcqz.com
上海	戴莉	机构销售总监	021-50497772	daili@hcqz.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcqz.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcqz.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hcqz.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hcqz.com
	孙洁	机构销售助理	021-50157561	sunjie@hcqz.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hcqz.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558