

2014年09月09日

津膜科技 (300334)

——水处理行业系列报告之六：扬长不避短，工业废水治理最受益标的

报告原因：上市公司调研

增持

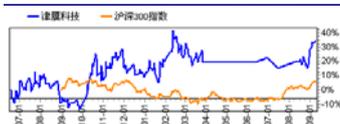
维持

市场数据：	2014年09月09日
收盘价(元)	23.53
一年内最高/最低(元)	39.6/18.36
上证指数/深证成指	2327/8202
市净率	7.7
息率(分红/股价)	0.21
流通A股市值(百万元)	2472

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年06月30日
每股净资产(元)	3.06
资产负债率%	23.86
总股本/流通A股(百万)	261/105
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《排污费上调,利好工业治污和监测设备运维类企业》 2014/09/09

《2014年环保行业投资策略(PPT): 关注环境安全,布局政策热点》 2013/11/25

证券分析师

谷风 A0230513080003
gufeng@swsresearch.com
 刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

王璐
 (8621)23297818
wanglu@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	382	31	80	36	0.46	43.9	10.3	51	53
2014H1	152	18	26	15	0.10	44.6	3.2		
2014E	544	42.5	122	52.5	0.47	44.8	13.5	50	
2015E	900	65.5	179	46.7	0.68	44.7	16.5	35	
2016E	1364	51.5	247	38.0	0.95	43.7	16.8	25	

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **募投项目投产，产能实现三倍增长。**公司募投项目“复合热致相分离法高性能 PVDF 中空纤维膜产业化”和“海水淡化预处理膜及成套装备产业化”项目于 2014 年 6 月投产，投产后公司将分别增加年产 135 万平方米复合热致相分离法 PVDF 中空纤维膜和年产 180 万平方米溶液法中空纤维膜生产能力，公司的膜产品销售和自用规模将突破产能限制，同时复合热致相分离法高性能 PVDF 中空纤维膜技术的产业化突破了原有产品的强度限制，助力公司进一步打开 MBR 市场。
- **扬长不避短，夯实市场能力。**公司逐步建立起北京、南京、广州、青岛、西安五个外地办事处，紧密跟踪当地工程市场。从 13 年的数据看，公司的异地市场开拓已经初见成效，保持天津和华东市场平稳增长的同时实现了西北地区市场的开拓。
- **《水污染防治行动计划》有望出台，将启动工业水处理投资盛宴。**14 年 2 月 13 日，环保部审议通过《水污染防治行动计划》，总投资规模或达 2 万亿元。该方案预计于 9 月正式出台，工业废水治理将被列入核心工程，预计未来 5 年工业水处理市场年均规模有望达千亿。
- **维持“增持”评级。**我们维持原有盈利预测，预计公司 14-16 年每股收益分别为 0.47 元、0.68 元和 0.95 元，复合增速近 45%，目前股价对应 PE 为 50、35、25 倍。考虑公司目前市值较小，市场愿意给予较高估值，而未来的成长空间巨大，加上确定性的政策催化（工业废水治理市场爆发最受益标的），维持“增持”评级。

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 14-16 年每股收益分别为 0.47 元、0.68 元和 0.95 元，复合增速近 45%，目前股价对应 PE 为 50、35、25 倍。考虑公司目前市值较小，市场愿意给予较高估值，而未来的成长空间巨大，加上确定性的政策催化（工业废水治理市场爆发最受益标的），维持“增持”评级。

关键假设点

未来 2-3 年行业依然保持高速增长；

公司产品销售价格趋于稳定，新增产能在未来 2-3 年内消化，公司将持续在工程订单上有所斩获。

有别于大众的认识

市场可能担心：公司市场拓展能力较弱。

我们认为，公司上市以来已经逐步认识到自身的问题，并积极调整发展战略和业务布局加以应对，并且取得了显著成效，处在变化向好的过程中。在公司产业链向下游延伸的过程中，新增订单给公司带来的业绩弹性是巨大的。

股价表现的催化剂

水处理行业政策不断出台；公司新签工程订单或投资；外延式并购。

核心假设风险

风险主要来自经济持续低迷影响工业企业的环保投入和公司订单结算进度不达预期。

目录

1. 技术领先的膜设备及工程运营商	5
2.不断完善技术模块，募投项目解决产能瓶颈.....	6
2.1 公司设备满意度名列行业前茅.....	6
2.2 持续高水平研发投入，毛利率稳中有升	7
2.3 募投项目扩充产能的同时完善技术模块	7
3.异地布局初见成效，招兵买马优化人才结构.....	9
3.1 异地布局初见成效.....	9
3.2 招兵买马优化人才结构	10
4. 延伸产业链，多轮驱动公司高速增长.....	10
4.1 膜产品销售和工程收入双轮驱动	10
4.2 向运营环节延伸，同时拓展下游行业.....	11
5. 催化剂：“水十条”最受益标的	11
6. 盈利预测.....	14

图表目录

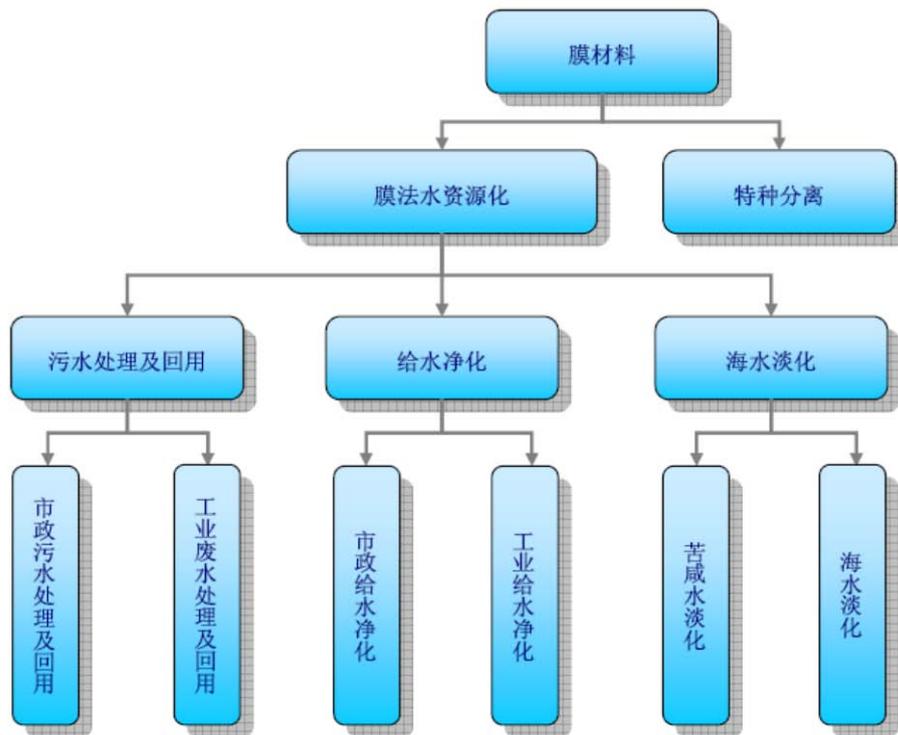
图 1: 津膜科技业务链条	5
图 2: 津膜科技典型工艺 CMF 系统.....	5
图 3: 公司营业收入和净利润及增速 (百万元, %)	6
图 4: 2013 年公司不同业务收入占比 (百万元, %)	6
图 5: 研发支出占营业收入比例高.....	7
图 6: 公司膜销售和工程毛利率稳中有升 (%)	7
图 7: 公司中空纤维膜产能是募投项目投产前的三倍.....	8
图 8: 工程收入中 MBR 占比极低.....	8
图 9: 产品销售中 MBR 占比约 40%	8
图 10: 募投项目投产后, 公司具备全套膜材料生产工艺.....	9
图 11: 五地销售办事处的建立.....	9
图 12: 天津和华东地区平稳增长, 实现西北地区的市场开拓 (百万元)	10
图 13: 膜产品销售和膜工程双轮驱动(百万元)	10
图 14: 13 年公司业务收入规模及占比 (百万元)	10
图 15: 2012 年我国工业废水排放量占比.....	12
图 16: 主要行业废水实际处理费均低于达标排放成本 (单位: 元/吨)	12
图 17: 未来 5 年, 我国工业水市场年均规模预测 (单位: 亿元)	13
图 18: 未来 5 年, 我国主要行业废水达标处理运营规模预测 (单位: 亿元/年)	13
图 19: 津膜科技工程业绩行业分布 (万吨/日)	14
图 20: 津膜科技工程采用水源结构.....	14
图 21: 津膜科技工程处理用途结构.....	14

表 1: 津膜科技和碧水源比较.....	6
表 2: 产品使用效果满意度排名情况.....	6
表 3: 公司募投项目已经投产.....	7
表 4: 公司投资项目.....	11
表 5: 我国水污染治理行业政策法规密集出台.....	11
表 6: 主要行业废水排放新旧标准对比 (单位: mg/l).....	12
表 7: 利润表预测 (百万元, 元).....	15
表 8: 资产负债表预测 (百万元).....	15
表 9: 现金流量表预测 (百万元).....	17
表 10: 重点公司盈利预测表 (以 9.4 股价为准).....	18

1. 技术领先的膜设备及工程运营商

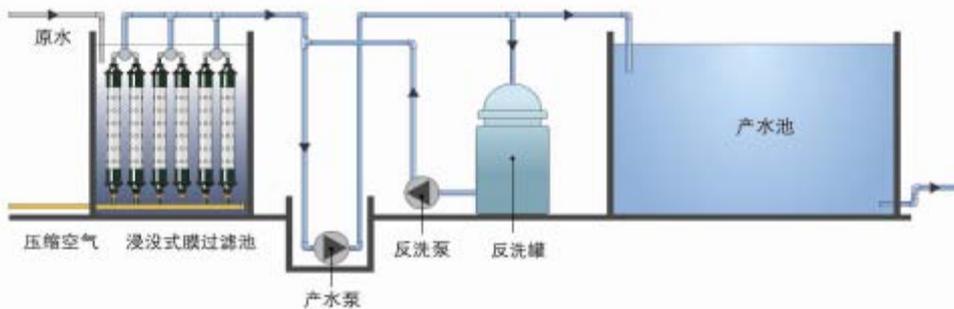
津膜科技是以膜材料和膜过程研发、膜产品规模化生产、膜设备制造以及膜工程设计施工和运营服务为产业链的高科技企业，从事膜技术研究已有 37 年历史。公司和中科院大连化物所、国家海洋局水处理中心并称中国三大膜产业化基地，通过自主创新掌握了系列化膜法水资源化核心技术，包括系列化膜及膜组件生产制造技术和系列化膜应用工艺技术。

图 1：津膜科技业务链条



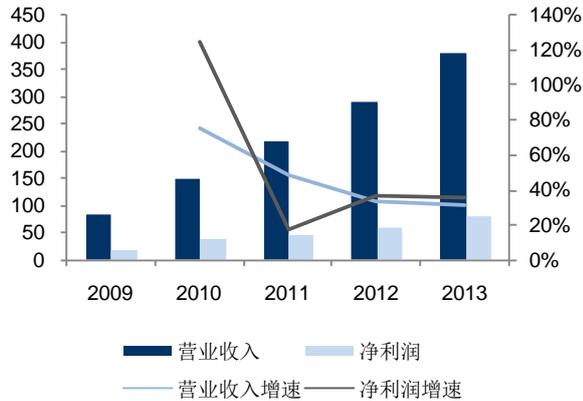
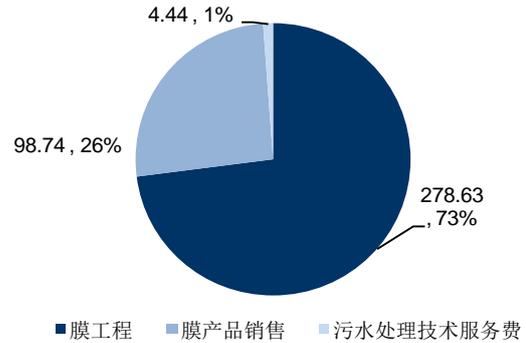
资料来源：公司资料，申万研究

图 2：津膜科技典型工艺 CMF 系统



资料来源：公司资料，申万研究

2009年至2013年,公司营业收入从8442万逐步增长到3.82亿,复合增速45.8%;归属于母公司所有者的净利润从1600万增长到8000万,复合增速48.8%,净利润水平从19.45%逐步上升至21.06%。2013年,公司主营收入结构中,膜工程、膜产品销售和污水处理技术服务费分别占比73%、26%和1%。

图3: 公司营业收入和净利润及增速(百万元, %)

图4: 2013年公司不同业务收入占比(百万元, %)


资料来源: WIND, 申万研究

资料来源: WIND, 申万研究

表1: 津膜科技和碧水源比较

	碧水源	津膜科技
膜产品	微滤、超滤、低压反渗透	微滤、超滤
膜设备	MBR 见长	CMF 见长
应用领域	市政污水	工业和自来水
客户结构	政府为主	企业为主
管理层	民企	国企
融资能力	强	强

资料来源: 申万研究

2. 不断完善技术模块, 募投项目解决产能瓶颈

2.1 公司设备满意度名列行业前茅

根据近三年中国水网关于《水业设备满意度指数用户调查报告》, 公司膜组件及膜装备产品满意度指数处于行业前茅, 仅次于陶氏。

表2: 产品使用效果满意度排名情况

排名	2010		2013	
	品牌	品牌	品牌	分值
1	陶氏 Dow	陶氏 Dow	陶氏 Dow	135.88
2	天津膜天膜	天津膜天膜	天津膜天膜	131.16
3	海德能	海德能	海德能	122.12

4	东丽 TORAY	GE	120.79
5	GE	东丽 TORAY	101.87
6	旭化成	立升	100.97
7	科氏 Koch	美能	88.15
8	立升	招金膜天	80.01
9	新加坡美能	坎普尔	76.45
10	时代沃顿	碧水源	75.13

资料来源：中国水网，申万研究

2.2 持续高水平研发投入，毛利率稳中有升

公司作为高新技术企业，深知技术先进性对于企业生存的重要性，在做好原有技术产业化应用的同时，不断加大研发力度，加强前沿技术的研究与产业化应用。公司连续多年保持大额的研发投入，2009年至2011年研发投入分别为753.73万元、1073.99万元和1078.66万元，占收入的比重稳定在5-6%左右，高于行业平均水平。

产品推陈出新，利润率稳中有升。公司多年来产品不断升级换代，尽管行业竞争日趋激烈，公司产品销售和工程毛利率依然稳中有升。

图 5：研发支出占营业收入比例高

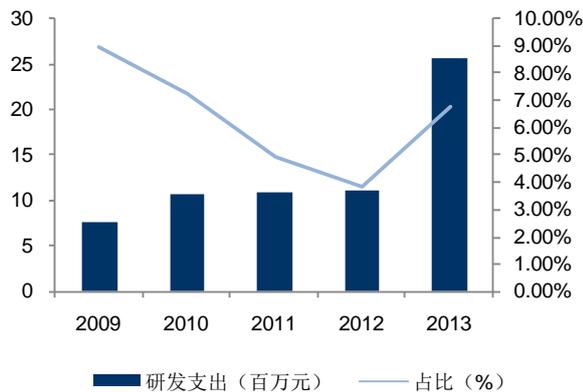
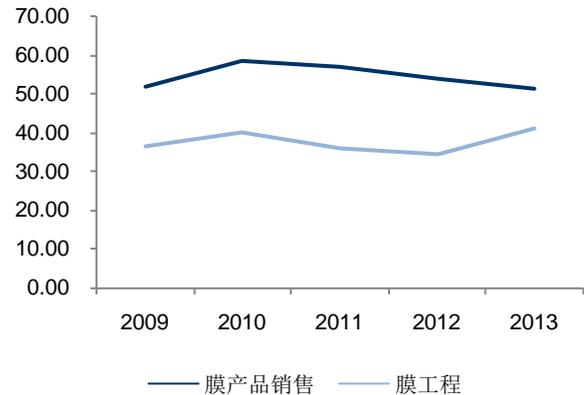


图 6：公司膜销售和工程毛利率稳中有升 (%)



资料来源：WIND，申万研究

资料来源：WIND，申万研究

2.3 募投资项目扩充产能的同时完善技术模块

公司募投资项目“复合热致相分离法高性能 PVDF 中空纤维膜产业化”和“海水淡化预处理膜及成套装备产业化”项目于 2014 年 5 月 31 日投产，投产后公司分别增加年产 135 万平方米复合热致相分离法 PVDF 中空纤维膜和年产 180 万平方米溶液法中空纤维膜生产能力，公司的膜产品销售和自用规模顺利突破产能限制。

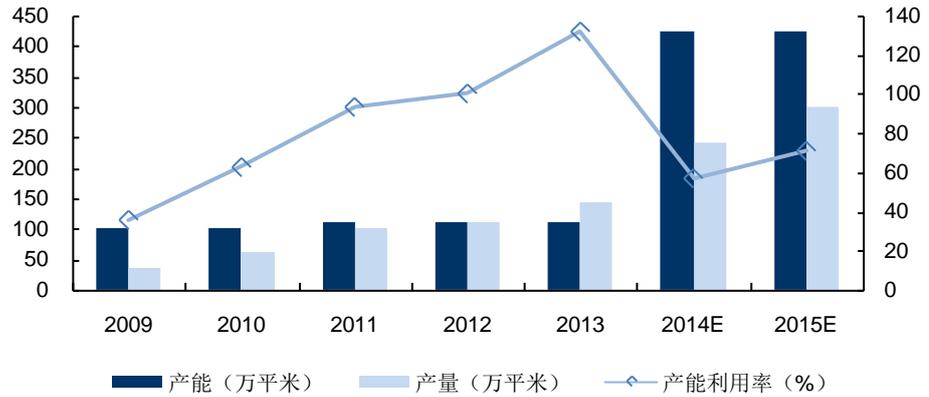
表 3：公司募投资项目已经投产

序号	项目名称	原计划完成时间	调整后完成时间
1	复合热致相分离法高性能 PVDF 中空纤维膜产业化	2013-12-31	2014-5-31
2	海水淡化预处理膜及成套装备产业化	2013-12-31	2014-5-31

3	技术研发中心	2013-6-30	2013-9-30
4	营销网络建设	2013-12-31	2014-3-31

资料来源：公司公告，申万研究

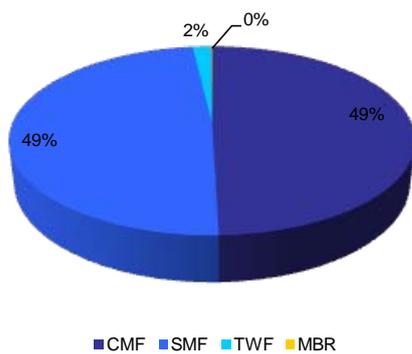
图7：公司中空纤维膜产能是募投项目投产前的三倍



资料来源：公司资料，申万研究

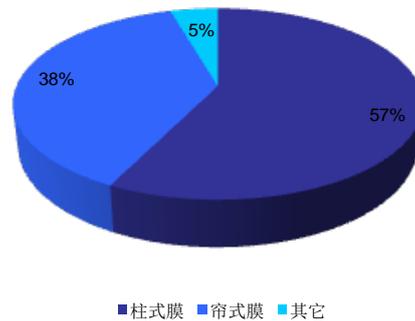
公司原本的优势产品在于连续膜过滤系统（CMF），膜生物反应器（MBR）在产品销售中占比40%，但在工程收入中占比极低。公司募投项目中复合热致相分离法高性能PVDF中空纤维膜技术的产业化突破了原有产品的强度限制，有望助力公司进一步打开MBR的工程应用市场。募投项目投产后，公司具备已然具备全套制膜工艺，下游应用的设备和领域也进一步打开。

图8：工程收入中 MBR 占比极低



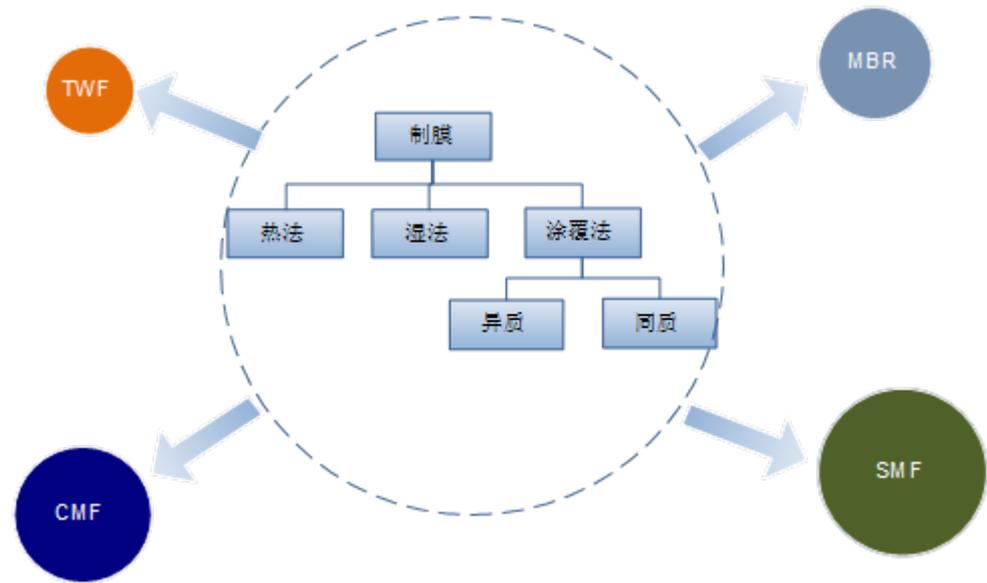
资料来源：公司资料，申万研究

图9：产品销售中 MBR 占比约 40%



资料来源：公司资料，申万研究

图 10:募投项目投产后, 公司具备全套膜材料生产工艺



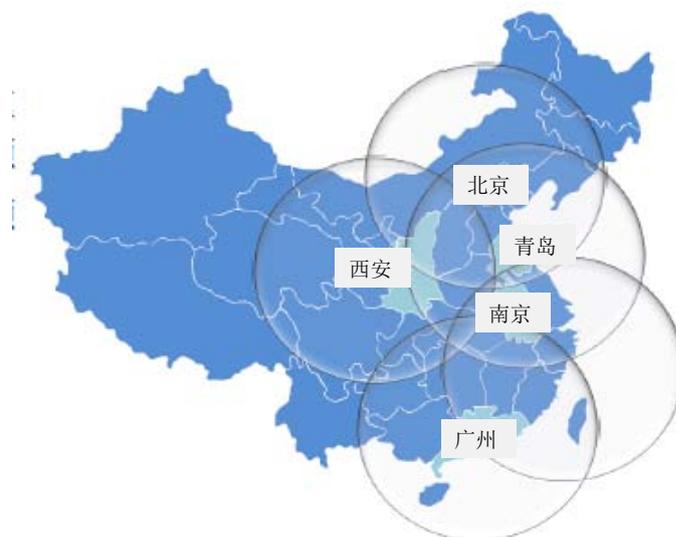
资料来源：申万研究

3. 异地布局初见成效，招兵买马优化人才结构

3.1 异地布局初见成效

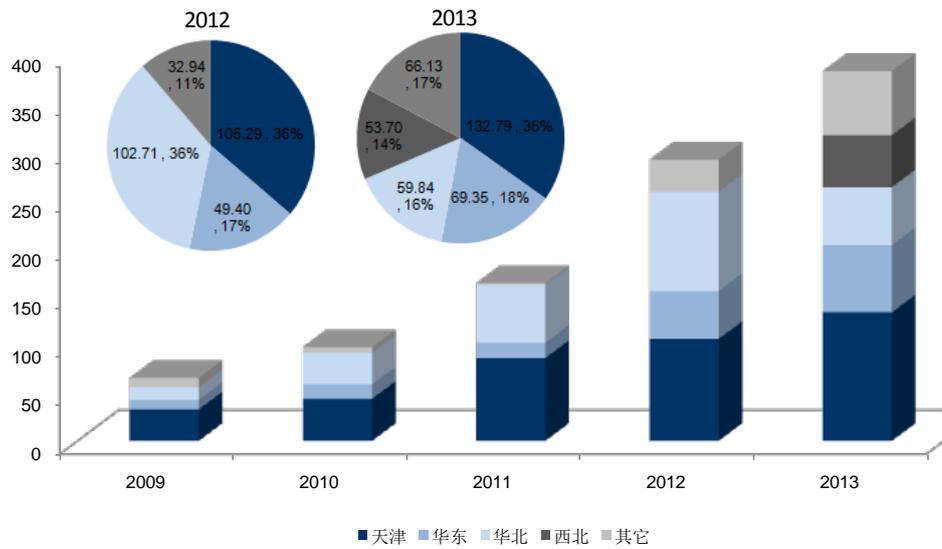
上市以后，公司逐步建立起北京、南京、广州、青岛、西安五个外地办事处，紧密跟踪当地工程市场。从 13 年的数据看，公司的异地市场开拓已经初见成效，保持天津和华东市场平稳增长的同时实现了西北地区市场的开拓。

图 11: 五地销售办事处的建立



资料来源：公司资料，申万研究

图 12: 天津和华东地区平稳增长, 实现西北地区的市场开拓 (百万元)



资料来源：公司资料，申万研究

3.2 招兵买马优化人才结构

招兵买马, 充实人才队伍。为了提高管理水平和市场竞争力, 公司积极招兵买马, 广揽人才, 14 年新到任两位副总武震和徐平。其中徐平先生曾任日东电工公司海外子公司管理部东亚部部长、北京坎普尔环保技术有限公司总经理, 目前在公司负责市场工作。

股权激励到位, 有效提高核心技术人员和研发团队的忠诚度和凝聚力。14 年 4 月, 公司公布股权激励方案, 激励对象为公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的中高层管理人员、核心技术(业务)人员(含控股子公司), 不包括公司独立董事、监事、以及由上市公司控股公司以外的人员担任的外部董事, 也不包括持股 5% 以上的主要股东或实际控制人及其配偶、直系亲属。

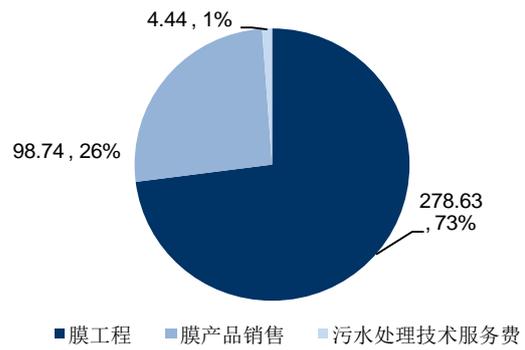
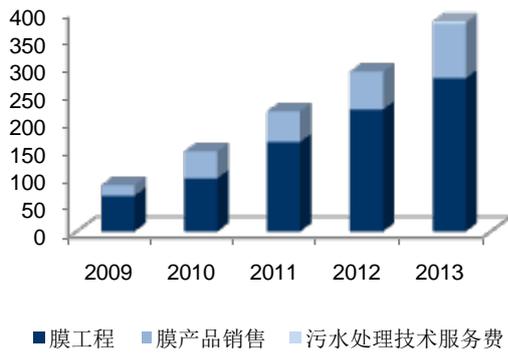
4. 延伸产业链, 多轮驱动公司高速增长

4.1 膜产品销售和工程收入双轮驱动

公司目前主要业务结构包括膜产品销售和膜工程, 双轮驱动公司收入规模快速增长。09-13 年间, 膜产品销售和膜工程的收入规模分别从 1935 万和 6502 万增长到 9874 万和 2.79 亿, 复合增速分别为 50% 和 44%。2013 年, 公司实现主营收入 3.82 亿, 其中膜产品销售和膜工程收入占比分别为 26% 和 73%。

图 13: 膜产品销售和膜工程双轮驱动(百万元)

图 14: 13 年公司业务收入规模及占比 (百万元)



资料来源：WIND，申万研究

资料来源：WIND，申万研究

4.2 向运营环节延伸，同时拓展下游行业

12年以来，公司产业链进一步向下游延伸，开始尝试BOO、BOT及托管运营业务，增加盈利点的同时也逐步拓展下游应用领域，项目投产后将成为公司又一重要增长引擎。

表4：公司投资项目

时间	子公司	股份	合作方	主营
2012.08.27	浙江津膜环境科技有限公司	60%	薛向东	印染行业废水治理
2013.02.28	天津瑞德赛恩水业有限公司	33.33%	天津市瑞德赛恩新材料	石化行业废水治理
2014.05.09	东营津膜环保科技有限公司	60%	胜利油田孚瑞特置业	东营市东城南污水处理BOT

资料来源：申万研究

5. 催化剂：“水十条”最受益标的

《水污染防治行动计划》9月中下旬有望出台，节水和消灭劣V类水将成重点目标，工业废水治理是重中之重。我国工业废水排放量大，很多没有经过有效处理就直接排放，引起河道流域污染，严重威胁人类和水生态安全。14年2月13日，环保部审议通过《水污染防治行动计划》，核心是水资源的高效利用和工业废水治理，并提出至17年前消灭劣V类水的目标，比原定目标提前3年，总投资规模或达2万亿元。

表5：我国水污染治理行业政策法规密集出台

日期	发布机构	政策文件
2013年1月	环境保护部	《国家环境保护标准“十二五”发展规划》
2012年10月	环境保护部办公厅	《重点流域水污染防治专项规划实施情况考核指标解释》
2012年9月	水利部、财政部	《国家水资源监控能力建设项目实施方案》 《国家水资源监控能力建设项目管理办法》
2012年8月	环境保护部	《重点重金属污染物排放量指标考核细则》
2012年8月	国务院	《重金属污染综合防治“十二五”规划实施考核办法》

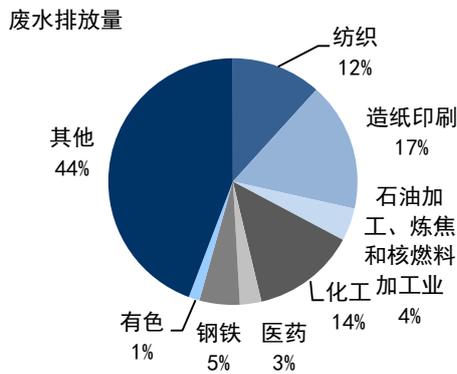
2012年4月	国务院办公厅	《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划的通知》
2012年4月	国务院	《国务院关于重点流域水污染防治规划（2011-2015年）的批复》
2012年4月	国务院	《重点水污染防治规划（2011-2015年）》
2012年2月	环境保护部办公厅	《环境服务业“十二五”发展规划（征求意见稿）》
2012年1月	国务院	《关于实行最严格水资源管理制度的意见》
2011年12月	国务院	《国家环境保护“十二五”规划》

资料来源：公开资料，申万研究

我国工业废水排放量大，处理不达标。12年我国工业废水排放量达221.6亿吨，主要集中在造纸印刷、化工、纺织和钢铁等行业。工业水成分复杂，污染严重，处理成本高（达标<回用<零排放），达标处理率低，且主要工业领域污水实际处理费均低于达标排放成本。我们通过草根了解到，焦化、造纸行业处理达标率均不到30%，石化行业约70%，大型钢厂达到90%，但小型钢厂就只有50%左右。12年以来，环保部连续出台《制浆造纸废水治理工程技术规范》等行业新标，在排放标准和监控方面双双从严。

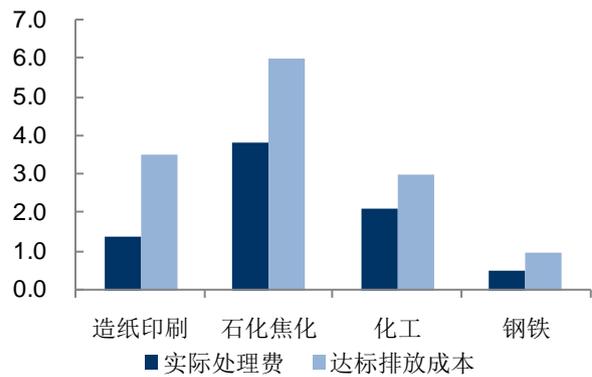
工业水重复利用率提升能有效减轻后端排放压力，并节约水资源。根据陶氏《中国渴求水资源》报告，12年全国工业水重复利用率仅25%，远低于发达国家平均85%水平。13年，国务院发布《循环经济发展战略及近期行动计划》，要求“十二五”期间，工业水重复利用率至少提高4.2个百分点。考虑我国人均淡水资源紧缺，未来随城镇化及工业用水需求有望加大，重复利用率的提升将有助于解决用水矛盾，现有处理设施更新改造是提升重复利用率的内在要求。

图 15：2012 年我国工业废水排放量占比



资料来源：环保部，申万研究

图 16：主要行业废水实际处理费均低于达标排放成本（单位：元/吨）



资料来源：环保部，申万研究

表 6：主要行业废水排放新旧标准对比（单位：mg/l）

名称	钢铁（钢铁联合企业为例）	化工（石油炼制为例）	造纸（造纸企业为例）	纺织（毛纺为例）
	2015/1/1	1992/7/1	2017/7/1 起现	1998/1/1
	起现有企业	起立项和投	有企业	起新建企
	2012/10/1	产企业（一	2014/7/1 起新	2008/8/1
	起新建企业	级）	业（一级	2001/1/1 起
		建企业（直排	标准）	所有
		建企业	起新建企	企业
			业	起新建企
			业（一级	业
			标准）	业

pH 值	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9
悬浮物	30	70	70	70	30	100	60	70
化学需氧量	50	100	70	60	80	100	80	100
氨氮	5	10	10	15	8	—	10	15
BOD5	—	—	20	20	20	60	20	20
可吸附有机 卤化物	—	—	—	1	12	—	12	—
排水量 m ³ /t	1.8	10	0.5	1~2.5	20	60	20	—
总氮	15	—	40	—	12	—	20	—
总磷	0.5	—	1	—	0.8	—	0.5	—
色度	—	—	—	—	50	—	—	50

资料来源：公开资料，申万研究

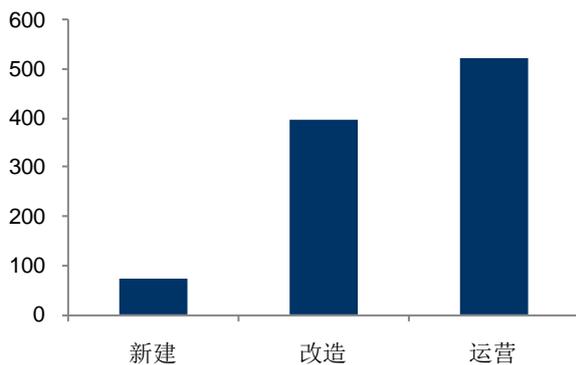
参照 12 年全国工业水处理能力和实际处理量数据，我们对未来 5 年行业市场空间进行了测算，预计工业水处理市场总规模有望达 1000 亿元/年。其中，

改造：按 2012 年全行业 2.7 亿吨/日的处理规模，一半完成升级改造，单位改造成本 1500 元计算，未来 5 年年改造投资额有望达到 400 亿元。

运营：2012 年工业水实际处理量 527 亿吨，实际运营负荷率仅 54%，假设 2015 年负荷率提升到 60%，委托运营比例 30%，按运营单价平均 2.5~3.5 元/吨估算，年运营规模有望达 430~620 亿元。

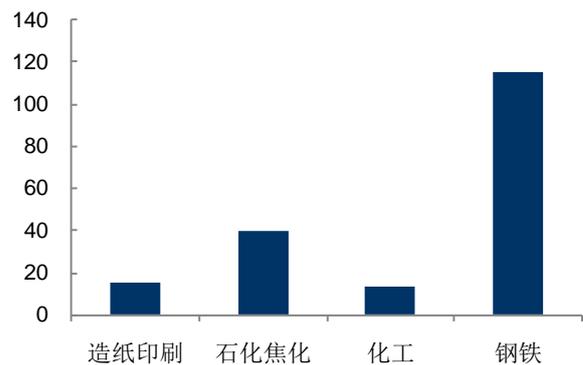
新建：保守假设大多数工业行业不再新建产能，预计新型煤化工新建投资额可达 40 亿元（不完全统计），石化的新建投资额为 30~35 亿元。未来 5 年，工业水处理投资运营规模有望达到 1000 亿元/年。

图 17：未来 5 年，我国工业水市场年均规模预测（单位：亿元）



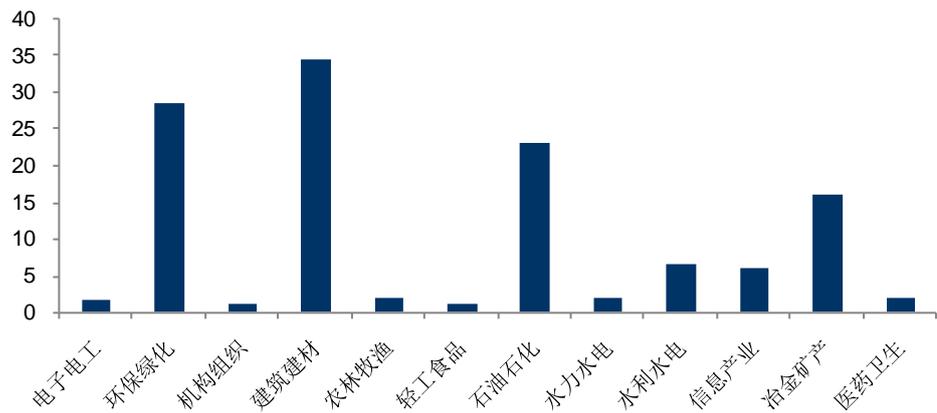
资料来源：环保部，申万研究

图 18：未来 5 年，我国主要行业废水达标处理运营规模预测（单位：亿元/年）



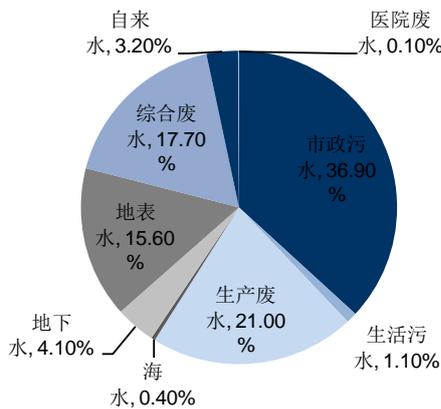
资料来源：环保部，申万研究

图 19: 津膜科技工程业绩行业分布 (万吨/日)



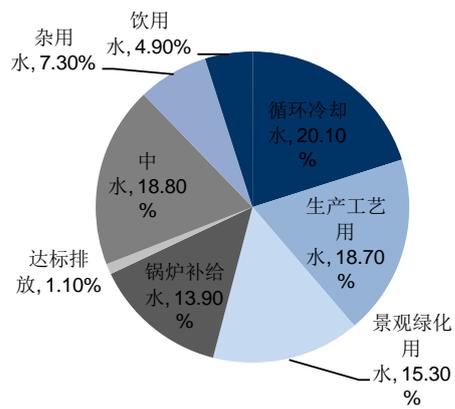
资料来源：膜产业报告，申万研究

图 20: 津膜科技工程采用水源结构



资料来源：膜产业报告，申万研究

图 21: 津膜科技工程处理用途结构



资料来源：膜产业报告，申万研究

6. 盈利预测

未来 2-3 年公司发展主要驱动力仍然来自膜设备销售和膜工程业务，运营业务稳步发展。我们预测公司 14-16 年主营业务收入分别为 5.44 亿、9.00 亿、13.64 亿，归属于母公司所有者的净利润分别为 1.22 亿、1.79 亿、2.47 亿，对应每股收益分别为 0.47 元、0.68 元、0.95 元，现有股价对应 14-16 年 PE 分别为 50、35、25 倍。考虑公司目前市值较小，市场愿意给予较高估值，而未来的成长空间巨大，加上确定性的政策催化（工业废水治理市场爆发最受益标的），维持“增持”评级。

表 7: 利润表预测 (百万元, 元)

利润表						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	219	291	382	544	900	1,364
二、营业总成本	171	232	294	401	682	1,056
其中: 营业成本	129	178	214	300	498	768
营业税金及附加	3	4	5	7	11	17
销售费用	8	12	16	21	36	57
管理费用	27	31	53	68	126	198
财务费用	2	1	(2)	(2)	(4)	(5)
资产减值损失	1	6	8	7	16	21
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	(1)	0	3	3
三、营业利润	48	59	88	144	221	311
加: 营业外收入	2	11	9	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	49	69	97	144	221	311
减: 所得税	6	10	16	22	33	49
五、净利润	43	59	81	122	188	262
少数股东损益	0	(0)	0	0	9	15
归属于母公司所有者的净利润	43	59	80	122	179	247
六、基本每股收益	0.50	0.58	0.46	0.70	1.03	1.42
全面摊薄每股收益	0.17	0.23	0.31	0.47	0.68	0.95

资料来源: 申万研究

表 8: 资产负债表预测 (百万元)

资产负债表						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	80	455	321	444	444	444
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	76	164	347	460	708	1,032
其中: 应收账款	57	127	266	379	628	951
其他应收款	0	4	16	16	16	16
应收票据、预付款项	19	32	64	64	64	64
应收利息	0	0	0	0	0	0
应收股利	0	0	0	0	0	0
存货	112	192	188	263	436	674

其他流动资产	4	0	0	0	0	0
流动资产合计：	272	811	856	1,167	1,589	2,150
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	39	39	39	39
投资性房地产	0	0	0	0	0	0
固定资产	30	47	81	75	70	65
在建工程	8	13	59	59	59	59
无形资产类	8	7	6	6	6	6
其中： 无形资产	8	7	6	6	6	6
商誉	0	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	0
递延所得税资产	1	1	4	4	4	4
其他非流动资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产合计：	46	69	189	184	178	173
资产总计	318	879	1,045	1,351	1,767	2,323
短期借款	43	11	69	185	258	336
其中： 短期借款	43	11	69	185	258	336
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	63	137	170	238	394	608
其中： 应付票据	2	2	16			
应付账款	39	97	113			
预收款项	7	7	11			
应付职工薪酬	0	0	0			
应交税费	16	30	30			
应付利息	0	0	0	0	0	0
应付股利	0	0	0	0	0	0
其他应付款	0	0	1			
其他流动负债	0	0	1	1	1	1
流动负债合计：	107	148	240	425	653	946
长期借款	0	0	0	0	0	0

应付债券	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	8	12	12	12	12
其中：长期应付款	0	0	0			
专项应付款	0	0	0			
预计负债	0	0	0			
其它非流动负债	5	8	12			
递延所得税负债	0	0	0	0	0	0
非流动负债合计	5	8	12	12	12	12
负债合计	112	156	252	437	665	958
股本	87	116	174	174	174	174
资本公积	49	465	407	407	407	407
减：库存股	0	0	0	0	0	0
盈余公积	7	13	21	33	51	76
未分配利润	64	117	178	288	448	671
归属于母公司所有者权益合计	207	712	780	902	1,081	1,328
少数股东权益	0	12	12	12	21	37
股东权益合计	207	723	792	914	1,102	1,365
负债和股东权益总计	318	879	1,045	1,351	1,767	2,323

资料来源：申万研究

表 9：现金流量表预测（百万元）

现金流量表							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	43	59	81	122	188	262	
加：计提的资产减值准备	1	6	8	7	16	21	
固定资产折旧	4	5	8	5	5	5	
无形资产摊销	1	1	1	0	0	0	
长期待摊费用摊销	0	0	0	0	0	0	
公允价值变动损失（收益以“-”号列示）	0	0	0	0	0	0	
财务费用（收益以“-”号列示）	2	2	3	(2)	(4)	(5)	
投资损失（收益以“-”号列示）	0	0	1	0	(3)	(3)	
递延所得税资产减少（增加以“-”列示）	(0)	(1)	(3)	0	0	0	
递延所得税负债增加（减少以“-”列示）	0	0	0	0	0	0	
存货的减少（增加以“-”列示）	(27)	(80)	5	(75)	(173)	(237)	

经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	(25)	(87)	(183)	(120)	(265)	(344)
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	24	76	45	68	156	214
其它				0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	24	(19)	(36)	5	(79)	(87)
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	0	0	0	0	3	3
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	2	0	0	0	3	3
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	10	29	102	0	0	0
投资所支付的现金	0	0	40	0	0	0
投资活动现金流出小计	10	29	142	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(9)	(29)	(142)	0	3	3
吸收投资收到的现金	0	458	0	0	0	0
取得借款收到的现金	58	16	69	116	72	79
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	58	473	69	116	72	79
偿还债务支付的现金	25	48	11	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2	2	14	(2)	(4)	(5)
支付的其它与筹资活动有关的现金	2	0	0	0	0	0
筹资活动现金流出小计	29	50	25	(2)	(4)	(5)
筹资活动产生的现金流量净额	29	423	44	119	76	84
现金及现金等价物净增加额	45	375	(134)	123	0	0
货币资金的期初余额	25	69	444	321	444	444
货币资金的期末余额	69	444	310	444	444	444

资料来源：申万研究

表 10：重点公司盈利预测表（以 9.4 股价为准）

简称	代码	评级	最新股价	2013A	2014E	2015E	13PE	14PE	15PE
华西能源	002630	买入	21.5	0.36	0.59	0.87	60	36	25
桑德环境	000826	买入	25.11	0.69	1.24	1.6	36	20	16
碧水源	300070	买入	31.9	0.78	1.11	1.45	41	29	22
先河环保	300137	买入	15.44	0.19	0.54	0.74	81	29	21
龙力生物	002604	买入	14.07	0.23	0.54	0.74	61	26	19
津膜科技	300334	增持	23.41	0.31	0.47	0.68	76	50	34
国电清新	002573	增持	20.56	0.34	0.49	0.87	60	42	24

万邦达	300055	增持	33.4	0.61	0.9	1.33	55	37	25
中电远达	600292	增持	22.3	0.41	0.75	0.87	54	30	26
东江环保	002672	增持	33.84	0.6	1.21	1.85	56	28	18
雪迪龙	002658	增持	23.5	0.49	0.7	0.91	48	34	26
龙净环保	600388	增持	25.89	1.07	1.1	1.3	24	24	20
首创股份	600008	中性	7.19	0.27	0.3	0.35	27	24	21
重庆水务	601158	中性	5.68	0.39	0.46	0.49	15	12	12
兴蓉投资	000598	中性	5.58	0.25	0.3	0.33	22	19	17
南方汇通	000920	买入	12.42	0.15	0.2	0.28	83	62	44
瀚蓝环境	600323	中性	13.28	0.4	0.48	0.58	33	28	23

资料来源：WIND，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。