



2019年10月31日

科创板询价报告之三达膜

环保设备

建议询价区间：[18.27, 21.92]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	590	637	695	765
(+/-)	0.7%	8.0%	9.0%	10.1%
营业利润	206	261	296	328
(+/-)	-0.9%	26.9%	13.1%	10.9%
归属母公司净利润	181	251	272	301
(+/-)	-2.1%	38.2%	8.7%	10.6%
EPS (元)	0.72	0.75	0.82	0.90

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 公司从事膜材料研发、特种分离膜技术应用和水务投资运营。公司成立于1996年，公司掌握了先进无机非金属膜材料与有机复合膜材料的研制方法，是国内领先的膜材料研发、特种分离膜技术应用和水务投资运营企业。（注：公司详细内容请参见我们于2019年10月31日发布的报告《科创板环保设备系列之三达膜》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司2018年实现营业收入5.90亿元，同比增长0.7%；实现归母净利润1.81亿元，同比下滑2.1%。2018年公司毛利率为41.71%，净利率为31.05%，ROE为12.76%，资产负债率为39.57%，总体经营状况良好。2019H1实现营业收入3.26亿元；实现归母净利润1.73亿元。2019H1销售毛利率为39.07%，较去年同期下滑，净利率进一步上升至53.31%；ROE为10.88%，资产负债率为39.67%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为6.37、6.95和7.65亿元；实现归母净利润分别为2.51、2.72和3.01亿元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用PE相对估值法和DCF绝对估值法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司及行业具体情况，对两种估值方法给予权重进行估值。综合分析来看，我们采用PE法预测公司估值为70.14亿元，采用DCF法预测公司估值为64.03亿元。在对两种估值方法分别赋予权重后，最终得出公司IPO摊薄后合理估值约为67.08亿元。我们假设公司本次发行新股数量为8347万股，公司发行后总股本为33388万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为20.09元/股，建议询价区间应为[18.27, 21.92]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● 风险提示：公司技术研发进度及迭代速度跟不上竞争对手、行业政策变化、核心技术人员及技术流失、技术成本相对较高、市场系统性风险等。

分析师：杨靖磊

执业证书编号：S1050518080001

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>



目录

一、相对估值 PE 法分析.....	3
二、绝对估值 DCF 法分析	4
三、估值及询价分析	4

图表目录

图表 1：可比公司估值水平.....	3
图表 2：PE 估值分析	4
图表 3：DCF 估值参数.....	4
图表 4：公司估值测算	5
图表 5：公司询价区间分析.....	5
图表 6：公司盈利预测	6

一、相对估值 PE 法分析

公司在国内的同行业公司有碧水源、津膜科技、久吾高科、创业环保和国中水务等。其中碧水源、津膜科技和久吾高科主要涉及膜技术应用领域，创业环保和国中水务主要涉及水务投资与运营领域，各家公司在各自擅长领域具有相对优势。碧水源主要业务是采用 MBR 技术为客户一揽子提供建造污水处理厂或再生水厂的整体技术解决方案，并生产和提供核心设备膜组器及核心部件膜材料。津膜科技主要业务是膜组件的研发、生产和销售，并以此为基础向客户提供专业膜法水资源化整体解决方案。久吾高科主要从事以陶瓷膜为核心的膜分离技术的研发与应用，并以此为基础面向过程分离与特种水处理领域提供系统化的膜集成技术。相关公司在业务方面与三达膜均存在相似之处，可作为公司的可比公司。整体对比而言，目前相关公司的平均估值水平在 25X 左右。

图表 1：可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300070	碧水源	中国	7.04	223	0.33	0.43	0.50	21.6	-	-
300334	津膜科技	中国	7.62	23	-0.32	0.00	0.00	-23.64	-	-
300631	久吾高科	中国	16.73	18	0.53	0.59	0.75	31.59	28.2	22.2
600874	创业环保	中国	7.17	87	0.33	0.36	0.41	21.69	20.0	17.4
600187	国中水务	中国	2.66	44	0.02	0.00	0.00	161.21	-	-
平均值								42.5	24.1	19.8

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 10 月 30 日）

针对三达膜在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

- （1）公司在膜技术应用领域业务发展顺利，总体收入水平可以保持平稳增长，其中工业料液分离领域可实现较快增长。公司在水务投资领域收入保持平稳增长。
- （2）公司相关产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持基本稳定；
- （3）公司客户拓展顺利，行业不出现重大政策变化，同时订单施工及交付平稳进行。
- （4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。
- （5）公司本次发行新股数量为 8347 万股，公司发行后总股本为 33388 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 2.51、2.72 和 3.01 亿元。

我们按照公司 2019 年预测的归母净利润 2.51 万元，同时考虑 A 股市场相关可比公司目前估值水平，假设按照市场中性预期 28 倍 PE 进行测算，得出公司对应的 IPO 摊薄后估值约为 70.14 亿元。

图表 2：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE (倍)	10	13	18	23	28	32	35	38	40
市值 (亿元)	25.05	32.57	45.09	57.62	70.14	80.16	87.68	95.19	100.20

资料来源：华鑫证券研发部

二. 绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前业务已初具规模，具有较为稳定的盈利水平，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发投入等领域进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入及利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.12，无风险利率为 3.20%，股票风险溢价为 6.00%，WACC 值为 9.83%，永续增长率为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 64.03 亿元。

图表 3：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.20%
Beta (考虑杠杆)	1.12
股票风险溢价	6.00%
WACC	9.83%
股权比例	98.53%
永续增长率	2.00%
市值 (亿元)	64.03

资料来源：华鑫证券研发部

三、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司估值为 70.14 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 64.03 亿元。结合公司具体发展及行业前景，我们分别对两种估值方法给予 50%

权重，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 67.08 亿元。

图表 4：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
PE 估值法	70.14	50%
DCF 估值法	64.03	50%
最终估值	67.08	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 8347 万股，公司发行后总股本为 33388 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 20.09 元/股，建议询价区间为 [18.27, 21.92] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 5：公司询价区间分析

市值（亿元）	67.08	
发行后总股本（万股）	33388.00	
每股股价（元/股）	20.09	
询价区间（元/股）	18.27	21.92

资料来源：华鑫证券研发部

四、风险提示

风险主要包括：公司技术研发进度及迭代速度跟不上竞争对手、行业政策变化、核心技术人员及技术流失、技术成本相对较高、市场系统性风险等。



图表 6: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	590	637	695	765
货币资金	155	2,215	2,516	2,824	营业成本	344	382	417	459
应收款	443	354	405	446	营业税金及附加	7	7	7	7
存货	191	202	220	242	销售费用	22	24	27	29
其他流动资产	76	76	77	78	管理费用	30	36	40	43
流动资产合计	864	2,771	3,141	3,512	财务费用	18	-5	-18	-21
非流动资产:					费用合计	70	55	49	51
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	27	1	2	2
固定资产+在建工程	34	129	215	284	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	1,162	909	719	577	投资收益	73	81	89	98
其他非流动资产	148	155	163	171	营业利润	206	261	296	328
非流动资产合计	1,535	1,384	1,289	1,223	加: 营业外收入	5	20	10	10
资产总计	2,399	4,155	4,430	4,735	减: 营业外支出	6	1	1	1
流动负债:					利润总额	205	280	305	337
短期借款	127	112	112	112	所得税费用	22	28	30	34
应付账款、票据	250	234	255	280	净利润	183	252	274	303
其他流动负债	247	272	286	300	少数股东损益	2	2	2	2
流动负债合计	624	617	652	692	归母净利润	181	251	272	301
非流动负债:									
长期借款	10	8	8	8					
其他非流动负债	315	331	347	365					
非流动负债合计	325	339	356	373					
负债合计	949	957	1,008	1,066					
所有者权益									
股本	250	334	334	334					
资本公积金	134	1,660	1,660	1,660					
未分配利润	971	1,162	1,358	1,577					
少数股东权益	28	28	28	28					
所有者权益合计	1,449	3,275	3,499	3,748					
负债和所有者权益	2,399	4,232	4,507	4,813					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	183	252	274	303	成长性				
折旧与摊销	45	318	263	224	营业收入增长率	0.7%	8.0%	9.0%	10.1%
财务费用	18	-5	-18	-21	营业利润增长率	-0.9%	26.9%	13.1%	10.9%
存货的减少	-80	-11	-18	-22	归母净利润增长率	-2.1%	38.2%	8.7%	10.6%
营运资本变化	-12	73	-30	-15	总资产增长率	21.2%	73.2%	6.6%	6.9%
其他非现金部分	-54	32	21	23	盈利能力				
经营活动现金净流量	101	659	493	491	毛利率	41.7%	40.0%	40.0%	40.0%
投资活动现金净流量	-146	-160	-160	-150	营业利润率	34.9%	41.0%	42.6%	42.9%
筹资活动现金净流量	42	1562	-32	-33	三项费用/营收	11.9%	8.6%	7.1%	6.7%
现金流量净额	-4	2,061	301	308	EBIT/销售收入	25.6%	45.0%	44.7%	44.8%
					净利润率	31.1%	39.6%	39.5%	39.6%
					ROE	12.6%	7.7%	7.8%	8.1%
					营运能力				
					总资产周转率	24.6%	15.3%	15.7%	16.1%
					资产结构				
					资产负债率	39.6%	23.0%	22.8%	22.5%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.55	2.61	1.80	1.62
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.72	0.75	0.82	0.90
					每股净资产	5.79	9.81	10.48	11.22

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>