

2020年08月25日

核心指标呈改善态势，运营转型或将加速

三达膜(688101)

评级:	买入	股票代码:	688101
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	27.2/17.49
目标价格:	29.07	总市值(亿)	70.68
最新收盘价:	21.17	自由流通市值(亿)	16.97
		自由流通股数(百万)	80.18

事件概述

三达膜发布2020上半年财报:2020年H1实现营收3.33亿元,同比增长2.06%,归属于上市公司股东的净利润1.06亿元,同比-38.65%,归属于上市公司股东的扣非净利润0.86亿元,同比-16.32%。

分析判断:

► **刚需属性明显,疫情冲击下营收继续保持正增长,毛利率处于改善通道,利润下滑系非经常项目影响**

(1) 公司第二季度营收同比及环比改善明显——2020年第二季度实现营收19885.77万元,同比增长13.97%,相较于一季度环比改善48.64%。在上半年疫情严重冲击社会经济的情况下,公司取得这样的业绩,主要原因在于:水务运营板块系关系国计民生的污水处理板块,即使是在疫情冲击的情况下,仍然保持正常运营状态。(2) 公司毛利率处于改善通道之中——我们注意到:2020H1整体毛利率39.59%,高于去年同期的39.07%,2020Q1的单季毛利率(43.32%)和Q2的单季毛利率(37.07%)亦高于去年同期。(3) 上半年归母净利润显著下滑38.65%的背后,主要系2019年H1处置四平污水厂处理缠身的非经常项目影响所致。

► **基于核心技术的污水处理及直饮水水质提升具有显著的技术优势及市场前景,运营转型或将提速**

(1) 以延安污水处理为例,据公开资料报导,延安污水处理厂排放至延河流域的水质曾一度属于劣五类(比五类地表水的污染情况还要严重的水体,劣五类水质已严重恶化,基本丧失水的使用功能);基于三达膜的先进膜工艺进行技改之后,目前排放至延河流域的水质达到二类地表水质(主要是指集中式生活饮用水地表水源地一级保护区、珍稀水生生物栖息地、鱼虾类产场、仔稚幼鱼的索饵场等。)(2) 中国城市家庭普遍采用反渗透净水装置或者桶装水等方式来满足家庭对纯净水的需求。反渗透装置大约每天需要1度电,自来水的利用率不足50%,净化过程中亦会损失人体必需的矿物质;桶装水的使用周期约1周,按照每桶水15元计算,年使用成本约千元左右,且使用过程中用量较为拮据,亦无法满足新鲜水质。三达膜在厦门、延安等区域推出的小区直饮水改造工程具有显著的性价比优势,居民接受意愿较为强烈:以延安新区某新建小区为例,使用三达膜先进膜工艺净化后的直饮水通过加压等方式直接接入家庭户,运营方按照每升直饮水收取0.3元使用费,单户月平均使用费约50元左右,直饮水使用量显著高于桶装水水平,综合使用成本显著低于反渗透形态下的家庭净水器离散模式,大大降低了自来水的浪费。(3) 长期看,三达膜有望与自来水公司(水务集团)、社区管理方等积极探索联合运营直饮水入户的广阔市场。我们特别注意到,公司披露的半年报中显示用于农村供水的村镇供水一体化模块化标准设备开发正处于研发进程中,结合国务院政府工作报告连续提及自来水水质提升工程。显现三达膜正在蓄力布局包括农村在内的水质提升工程这一广阔市场,若实现由设备及耗材销售至联合运营模式的创新,有望树立全国典范标杆,进而取得良好的经营业绩。

► **财务审慎,经营质量优异**

我们特别注意到:(1) 2020年H1末的货币资金和交易性金融资产两项之和达15.62亿元,占公司市值的比例大于20%,较年初上升约4300万元,显现在疫情冲击之下仍然具有良好的现金创造能力。难能可贵的是,这是在预付账款项目增加1694万元且短期借款进一步下降1800万元的情况下取得。(2) 存货项目首次突破4亿元,结合公司过往存货项目具体内容,我们判断主要系公司下游需求引致的备货所致,这构成公司未来一段时间业绩增长的主要动力。产业链调研了解到,在今年疫情发生之后,部分具有远见卓识的企业家在2月份疫情最为严重的时候,向供应商按时甚至提前支付货款,以至于供货紧张之时仍有充足的备货。尽管我们无从考证三达膜是否

属于此类公司，但预付款项及存货出现同向增长是这一特征最为鲜明的特征。(3) 合同负债项目主要系公司按照购销合同约定率先收取但仍未实现实质交付的货款等，2020H1 期末较年初增加 3285.63 万元，显示公司良好的经营态势。

►环境治理重要性显著提升，膜技术产业化前景大好

毋庸置疑的是，此次新冠疫情的背后系经济社会发展中的环境死角（如海产品交易市场）的病毒浓度过高进而引致恐怖的人传人所致。对抗疫情的武器库中，除了疫苗（用于预防）及健全的医疗卫生体制（用于发病期救治）以外，良好的环境是更为重要的宏观手段。三达膜的核心技术可以用于污水处理、化工生产过程中的料液分离、饮用水水质提升等领域，必将随着社会对美好环境的追求而得以显著放大

投资建议：

考虑到 2020 年归母扣非净利润有望显著提升以及未来良好的环境治理需求，基于公司先进膜技术的良好产业化前景及模式创新前景，我们预计 2020-2022 年主营业务收入分别为 80136.94/88150.63/101373.23 万元，分别同比增长 8.00%、10.00%和 15.00%，未来 3 年复合增速 10.96%。2020-2022 年归母净利润分别为 27,731.00/31,006.73/35,952.28 万元，分别同比增长 0.23%、11.81%和 15.95%，未来 3 年复合增速 9.12%。（原预测：预计 2019-2021 年公司营收为 7.39/8.15/9.66 亿元，对应归母净利润分别为 2.73/2.95/3.50 亿元。）给予公司 35 倍 2020 年归母净利润估值，目标价由 24.15 元上调至 29.07 元，维持“买入”评级。

风险提示：

技术升级迭代风险、研发失败及转化风险、市场开拓风险、污水治理效果低于预期引致的法律风险、流动性风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	590	742	801	882	1,014
YoY (%)	0.7%	25.8%	8.0%	10.0%	15.0%
归母净利润(百万元)	181	277	277	310	360
YoY (%)	-2.1%	52.6%	-4.8%	11.8%	15.0%
毛利率 (%)	41.7%	41.3%	41.1%	41.0%	42.0%
每股收益 (元)	0.54	1.07	0.83	0.93	1.08
ROE	12.8%	8.8%	5.3%	5.6%	6.1%
市盈率	39.00	19.79	25.50	22.81	19.67

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：王秀钢

邮箱：wangxg1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

联系电话：

联系人：李化

邮箱：lihua1@hx168.com.cn

联系人：余凌菲

邮箱：yulf@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	742	801	882	1,014	净利润	278	279	311	361
YoY (%)	25.8%	8.0%	10.0%	15.0%	折旧和摊销	52	42	194	288
营业成本	436	472	520	588	营运资金变动	-16	-76	-7	-30
营业税金及附加	8	6	6	7	经营活动现金流	236	186	429	544
销售费用	26	18	21	24	资本开支	-109	-315	-712	29
管理费用	40	34	35	41	投资	-781	0	0	0
财务费用	19	12	12	13	投资活动现金流	-890	-295	-687	54
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	1,524	83	0	0
投资收益	49	43	50	55	债务募资	89	-77	0	0
营业利润	304	289	325	381	筹资活动现金流	1,409	1,447	0	0
营业外收支	20	24	29	29	现金净流量	756	1,339	-258	598
利润总额	324	299	29	29					
所得税	45	34	42	49	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	278	279	311	361	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	277	277	310	360	营业收入增长率	25.8%	8.0%	10.0%	15.0%
YoY (%)	52.6%	-4.8%	11.8%	15.0%	净利润增长率	52.6%	-4.8%	11.8%	15.0%
每股收益	1.07	0.83	0.93	1.08	盈利能力 (%)				
					毛利率	41.3%	41.1%	41.0%	42.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	37.5%	33.0%	33.5%	33.5%
货币资金	917	2,256	1,998	2,596	总资产收益率 ROA	6.5%	4.4%	4.6%	5.0%
预付款项	27	44	48	51	净资产收益率 ROE	8.8%	5.3%	5.6%	6.1%
存货	301	276	320	364	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,257	1,379	1,413	1,486	流动比率	3.82	6.42	5.46	5.76
流动资产合计	2,502	3,955	3,779	4,497	速动比率	3.32	5.90	4.93	5.23
长期股权投资	253	253	253	253	现金比率	1.40	3.66	2.89	3.32
固定资产	46	190	773	520	资产负债率	24.5%	16.7%	16.9%	17.2%
无形资产	1,344	1,496	1,461	1,425	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,728	2,025	2,572	2,284	总资产周转率	0.18	0.13	0.14	0.15
资产合计	4,230	5,980	6,351	6,781	每股指标 (元)				
短期借款	77	0	0	0	每股收益	1.07	0.83	0.93	1.08
应付账款及票据	234	274	307	340	每股净资产	9.47	14.82	15.71	16.72
其他流动负债	343	342	385	441	每股经营现金流	0.71	0.56	1.28	1.63
流动负债合计	655	616	692	781	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	18	18	18	18	估值分析				
其他长期负债	366	366	366	366	PE	19.79	25.50	22.81	19.67
非流动负债合计	384	384	384	384	PB	2.11	1.43	1.35	1.27
负债合计	1,038	999	1,075	1,165					
股本	334	417	417	417					
少数股东权益	30	31	32	34					
股东权益合计	3,192	4,980	5,276	5,616					
负债和股东权益合计	4,230	5,980	6,351	6,781					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

余凌菲：中小成长及科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域学习和研究经历。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。