

强烈推荐-A (首次)

三达膜 688101.SH

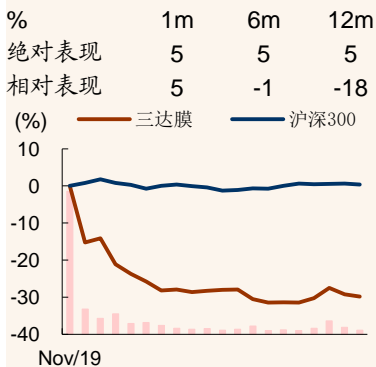
目标估值: 23 元  
当前股价: 19.35 元  
2019 年 12 月 24 日

科创板系列报告——国内膜技术开发与应用领域开拓者

基础数据

上证综指	2916
总股本 (万股)	33388
已上市流通股 (万股)	7660
总市值 (亿元)	64
流通市值 (亿元)	15
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	16.5
资产负债率	38.0%
主要股东	三达膜技术 (新加坡)
主要股东持股比例	43.36%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

张晨

010-57601866  
zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

研究助理

宋盈盈  
songyingying@cmschina.com.cn

节能环保作为科创板六大业务领域之一,自科创板设立以来,成功上市和拟科创板上市的公司均受到了市场的广泛关注。目前环保行业中已经有 2 家公司在科创板成功上市——三达膜和奥福环保,金科环境也于 12 月初过会。我们小组梳理了科创板上市和拟科创板的 6 家环保公司相关信息,对公司的业务结构、成长性、盈利能力和竞争格局等要素进行系统性分析,形成科创板系列报告。

- 国内膜技术开发与应用领域的开拓者,膜法水处理核心技术保障其盈利能力具有较强的优势。三达膜专注于膜材料研发、膜组件生产、膜软件开发、膜设备制造、膜系统集成和膜技术应用,构建了一条涵盖“膜材料-膜组件-膜设备-膜软件-膜应用”的膜产业链。公司是国内最早从事工业先进膜分离应用工艺开发的企业之一,也是最早将国外先进膜技术引入国内并进行大规模工业化应用的企业之一。三达膜从向国内医药、化工、食品行业引入先进膜技术应用技术起家,现已形成以膜技术创新为驱动力的膜技术与应用和水务投资运营两大业务板块。三达膜收入利润增速在近三年波动较大,但盈利能力始终保持在较高水平,高于同行;由于水处理行业具有项目垫资较多的特点,公司的现金流在 2017-2018 年资金环境紧张背景下,相对有所恶化,但随着资金和政策层面的逐渐宽松,公司现金流状况在未来有望实现好转。
- 工业料液分离业务竞争优势明显,受益于污水提标改造,膜法水处理业务市场空间较大。公司膜分离技术在工业料液分离上具备竞争优势,在生物制药(维生素 C、氨基酸、抗生素)、石化行业 PTA 等市占率较高,在食品饮料行业亦有龙头企业客户的优势,市政领域膜法水处理也正在业务拓展过程中,目前市场占有率较低;工业料液分离业务及工业水处理业务会受下游工业行业景气度影响,预计行业平均增速在 10-15% 左右;市政领域膜法水处理市场长远来看将受益于全国污水处理提标进程推进,未来有约 6000 亿市场开启,公司亦会跟随行业发展受益。
- 管理层结构稳定,高管及核心技术人员持股,与公司利益一致绑定。董事长是公司科技创新与发明创造的领路人,技术研发受人员变动带来不利影响的风险小,发行完成后,实际控制人夫妇仍可持有公司约 45% 股权,利益绑定牢固;公司高管、核心技术团队人员也基本稳定,且有持股利益绑定。
- 首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。公司是膜法水处理行业龙头企业,受益于污水处理市场的提标放量和工业料液分离业务的稳定增长,科创板上市融资也为公司未来业务发展提供了良好的资金保障,公司未来业绩成长的确定性较强,预计公司 2019-2020 年归属净利润分别为 2.31、2.51、2.72 亿元,对应 PE28.1、25.9、23.9 倍。首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示:技术升级迭代风险;水务投资运营项目的经营风险;膜技术应用业务主要客户变动较大的风险;应收账款相关风险;存货规模较大的风险;大盘系统性风险等。

## 正文目录

一、国内膜技术开发与应用领域的开拓者 .....	4
1.国内最早从事工业先进膜分离应用工艺开发的企业之一 .....	4
2.膜分离技术优势突出，有光明的应用前景 .....	5
3.作为国家战略性新兴产业，膜产业未来市场规模有望扩大.....	7
二、行业地位分析：工业料液分离技术国际领先，市政污水处理及水务运营潜力较大8	
1.制药行业工业料液分离及石化行业 PTA 膜法水处理技术达到国际先进水平 .....	8
2.食品饮料行业工业料液分离细分领域获得部分著名生产企业认可 .....	9
3.市政污水处理及水务投资运营目前市占率较低，未来膜法水处理的提标改造优势有望呈现.....	10
三、发展潜力分析：工业水业务跟随工业行业发展，膜法水处理受益于污水处理提标推进 .....	10
1. 工业料液分离：模式为成套设备销售及配套服务，成长关键依赖于对应工业的发展 .....	10
2. 膜法水处理：工业水处理依附于工业行业增长，市政膜法水处理受益于提标改造推动 .....	11
3. 水务投资运营：现有运营规模远期有 60%提升空间，且大多存在提标改造及提价预期 .....	13
4. 备件销售：特种分离膜芯、陶瓷膜滤芯、民用净水机在工业大客户分离应用、民用净水设备普及率提高的背景下，将继续增长.....	14
四、成长性及同业对比分析：盈利水平处行业高位，但增速和收现比相对较低.....	16
1. 历史成长性：收入及利润同比增速波动较大，受单一项目影响较大 .....	16
2. 净利润规模及人均利润处行业内中上水平，但增速较低.....	16
3.盈利能力在同行中属于高水平，三费比率处于较低水平 .....	17
4.现金流情况弱于同行，收现比偏低、应收账款占比较大、周转率低.....	18
5.资产负债率水平中等，资本开支可控.....	19
6. 专利数量、研发人员、研发费用占比在行业内属于中等水平，略高于均值 .....	20
五、管理层分析：管理层稳定，核心人员利益绑定保障未来发展.....	21
1. 董事长：公司科技创新与发明创造的领路人，发行完成后，实际控制人夫妇仍可控制公司约 45%股权，利益绑定牢固 .....	21
2. 管理团队：团队基本稳定，核心技术人员在业内具备深厚积累和广泛知名度.....	21
五、投资建议与盈利预测.....	22

## 图表目录

图 1: 2016-2018 年公司主营业务收入构成 (单位: 万元) .....	4
图 2: 公司股权结构图 .....	5
图 3: 三达膜主要产品和业务流程 .....	6
图 4: 膜分离技术基本原理示意图 .....	6
图 5: 近几年我国膜产业市场规模及增长率 .....	8
图 6: 2010-2017 年我国医药制造业总收入情况 .....	11
图 7: 2010-2017 年全国食品和饮料制造业固定资产投资完成额 .....	11
图 8: 石化冶金行业 2010-2017 年固定资产投资完成额情况 .....	12
图 9: 公司 2016-2018 年备件销售收入 (单位: 万元) .....	15
图 10: 2012-2017 年我国净水设备销售情况 .....	15
图 11: 公司 2015-2018 收入及扣非后归属净利润增长情况 .....	16
图 12: 公司 2016-2018 各主营业务毛利率情况 .....	18
图 13: 公司 2016-2018 研发费用率与同行对比 .....	20
表 1: 公司膜材料相关获奖情况及主要应用 .....	7
表 2: 公司在制药行业工业料液分离及石化行业 PTA 膜法水处理领域的主要客户及市 占率 .....	8
表 3: 公司食品饮料行业工业料液分离业务主要客户及应用工艺 .....	9
表 4: 雄安新区大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准 .....	13
表 5: 公司现有 27 个水务投资运营项目情况一览表 .....	13
表 6: 公司与碧水源、津膜科技、久吾高科 2018 年的业务、收入及利润情况比较 .....	17
表 7: 公司 2016-2018 盈利能力各项指标、三项费用率与同行对比 .....	17
表 8: 公司 2016-2018 营运能力各项指标与同行对比 .....	19
表 9: 公司 2016-2018 资产负债率及资本开支情况与同行业其他企业对比 .....	19
表 10: 公司专利及研发人员情况与同行对比 .....	20
表 11: 科创板发行前后, 公司股权结构变化 .....	21
表 12: 公司高管及核心技术人员持股情况 .....	22
表 13: 三达膜收入及毛利率假设 .....	23
附: 财务预测表 .....	25

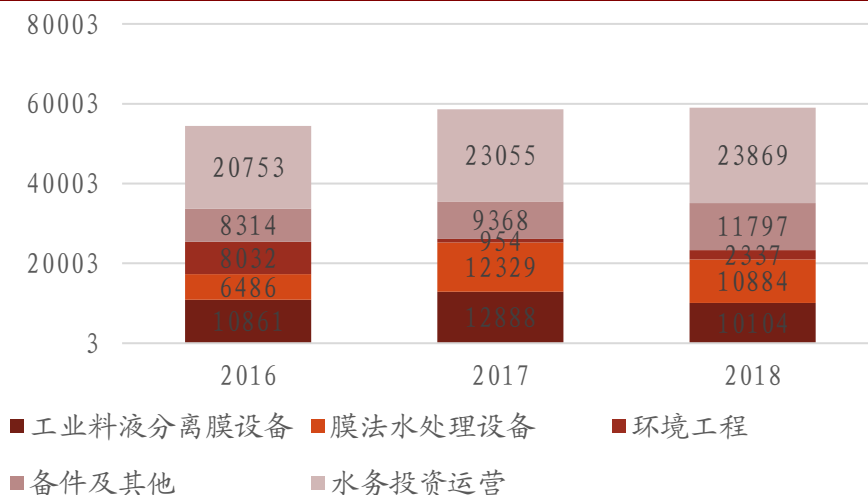
## 一、国内膜技术开发与应用领域的开拓者

三达膜环境技术股份有限公司成立于 2005 年，并于 2012 年变更为股份公司。三达膜为中国膜技术开发与应用领域的开拓者，专注于膜材料研发、膜组件生产、膜软件开发、膜设备制造、膜系统集成和膜技术应用，构建了一条涵盖“膜材料-膜组件-膜设备-膜软件-膜应用”的膜产业链。

### 1.国内最早从事工业先进膜分离应用工艺开发的企业之一

公司是国内最早从事工业先进膜分离应用工艺开发的企业之一，也是最早将国外先进技术引入国内并进行大规模工业化应用的企业之一。公司专注于膜技术开发与应用，是国内领先的集先进膜材料研发、特种分离膜技术应用和水务投资运营为一体的科技创新型企业。2018 年公司水务投资运营、备件及其他、膜法水处理、工业料液分离膜设备收入分别占比 40.46%、20%、18.45%、17.13%，合计占比 96.04%。

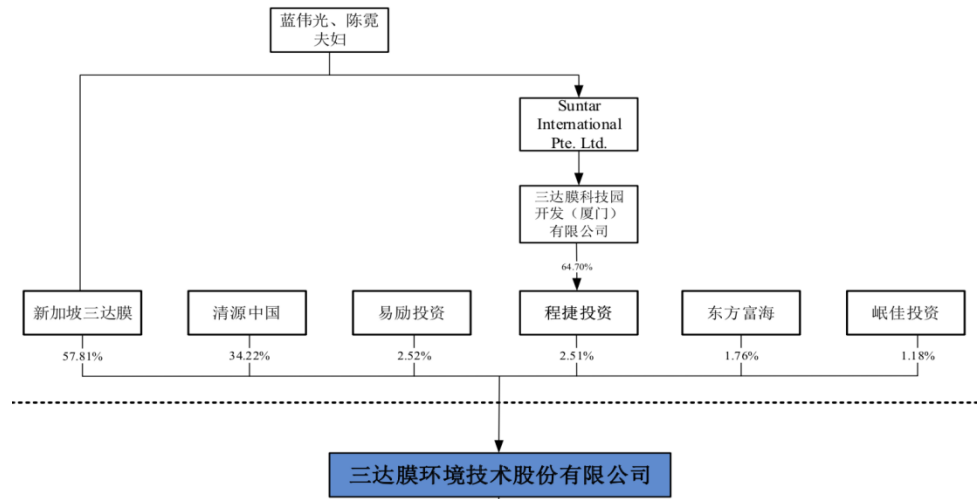
图 1：2016-2018 年公司主营业务收入构成（单位：万元）



资料来源：wind，招商证券

公司控股股东为三达膜技术(新加坡)有限公司，实际控制人为蓝伟光和陈霓组成的一致行动人。公司法定代表人及董事长为蓝伟光。公司控股股东为新加坡三达膜，控股比例 57.81%。蓝伟光和陈霓夫妇直接持有新加坡三达膜 100.00% 股权，并间接通过程捷投资控制三达膜 2.51% 股权，能够支配三达膜股份 60.32% 的表决权，为公司的实际控制人。截至 2019 年 11 月 12 日，公司下属一级控股子公司包括三达膜科技(厦门)有限公司、吉安新源污水处理有限公司、邓州市三达水务有限公司等 31 家，下属二级子公司 8 家，另有参股公司 3 家及分公司 2 家。

图 2: 公司股权结构图



资料来源：招商证券

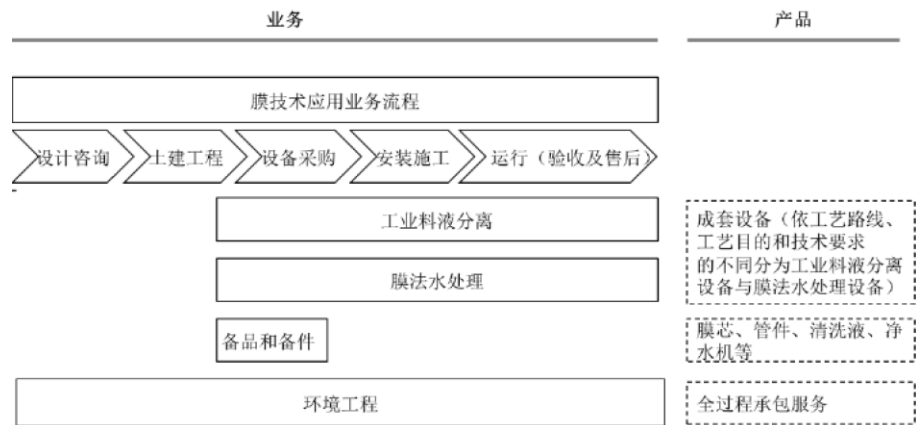
## 2.膜分离技术优势突出，有光明的应用前景

三达膜从向国内医药、化工、食品行业引入先进膜技术应用技术起家，现已形成以膜技术创新为驱动力的膜技术与应用和水务投资运营两大业务板块。具体而言，基于先进膜分离技术的开发与应用，主要产品及应用领域涉及工业料液分离、工业及市政水处理、家用净水等多个方面：

- 工业料液分离膜设备：氨基酸、抗生素、维生素、糖、植物提取、化工产品等生产过程中的分离纯化，是公司最早从事的核心业务；其中，在维生素 C、抗生素、氨基酸等领域具有较高的市场占有率，占公司全部工业料液分离业务项目收入的 79%，达到了国内领先或前列的地位。
- 膜法水处理设备：石化、冶金等行业的废水处理和中水回用、锅炉水处理、市政供水。
- 环境工程：工业废水处理、市政污水处理、中水回用；废水资源化方面，日回收再用水量超过 50 万吨，为企业和政府客户年节约用水超过 2 亿吨。
- 备件及其他：膜组件等备件、清洗剂、民用净水器、家庭净水等；主要为各类膜芯、滤芯销售。



图 3: 三达膜主要产品和业务流程

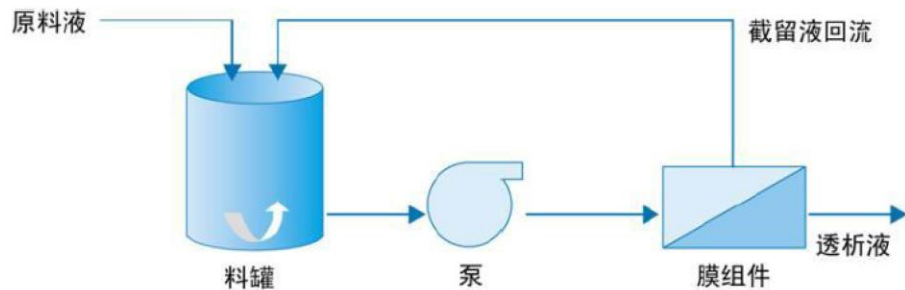


资料来源：公司资料，招商证券

膜分离技术是一种新型的基于分子量级别的精细分离技术，其基本原理为料液经压力驱动通过亲水多微孔表面，大于膜孔径的物质被膜截留形成截留液，而小于膜孔径的物质透过膜形成透析液。

与传统分离技术相比，膜分离技术采用物理方法，无须加入其他化学物质，节省原材料；分离过程在常温下操作，能耗小，分离效率高，占地面积小；分离后废物排放少，环境污染小；出水水质稳定，设备维护简单。综合以上优点，在环境污染日益严重、能源消耗问题突出的今天，膜分离技术应用领域广泛，如工业生产、市政污水治理、民用生产等。

图 4: 膜分离技术基本原理示意图



资料来源：公司资料，招商证券

公司在膜材料、膜组件、膜设备方面多项产品处于行业领先地位，包括以纳滤芯、陶瓷膜、中空纤维膜和 iMBR 等自主研发膜材料及其他各类膜材料为基础制造的膜组件、膜设备和以膜软件为方法论的集成膜系统。多项相关技术具备核心自主知识产权并获奖，具体情况如下：

- 纳滤芯技术主要应用于饮用水净化，公司获授权的高性能复合陶瓷纳滤芯制备工艺发明专利曾获厦门市专利特等奖与中国专利优秀奖。该陶瓷纳滤芯可用于替代目前中国大量进口的有机反渗透膜芯，且具有节水降耗、保留矿物质、避免二次污染等三大优点，与饮用水净化领域目前大规模使用的反渗透技术相比更具先进性。

- 特种分离陶瓷膜可广泛应用于油水分离、制药、食品发酵液处理等工业分离及水处理领域，在水传输过程中有高滤水性和高亲水性，提高选择性的同时仍有较高通量。该陶瓷膜材料及其应用已累计获得 11 项发明专利和 4 项实用新型专利。
- 中空纤维膜主要用于水处理领域，公司研发的中空纤维膜材料以聚偏氟乙烯 (PVDF) 为主材，生产出的丝状膜材料高通量、拉伸强度高、断裂伸长率好，部分性能超越进口膜丝产品，但成本更低，系列产品累计获得 3 项发明专利和 7 项实用新型专利。
- 膜生物反应器 (MBR) 是一种以生物处理技术和膜分离技术结合产生的新型污水处理系统。公司自主研发 iMBR 专用膜丝材料配方，膜丝使用寿命和通量更高，膜组件稳定性好、能耗低、抗污染能力强。iMBR 产品已形成 1 项发明专利和 4 项实用新型专利。

表 1: 公司膜材料相关获奖情况及主要应用

膜材料	获奖情况	主要应用
纳滤芯	2 项发明专利和 2 项实用新型专利; 2017 年获中国专利优秀奖、厦门市专利奖特等奖; 基于多孔复合陶瓷滤芯的净水机 2014 年获科技部认定为国家重点新产品;	饮用水净化
陶瓷膜	11 项发明专利和 4 项实用新型专利; 2016 年获厦门市专利奖三等奖、2015 年获厦门市专利奖二等奖;	广泛应用于油水分离、制药、食品发酵液处理等工业分离及水处理领域，公司陶瓷膜材料在梅花生物、阜丰集团、科伦集团、希杰集团等客户的生产设备上已逐步替代 Novasep 等进口膜产品;
中空纤维膜	3 项发明专利和 6 项实用新型专利，其核心专利获 2017 年厦门市专利三等奖;	主要应用于污水处理
iMBR 膜	1 项发明专利和 4 项实用新型专利	污水处理项目

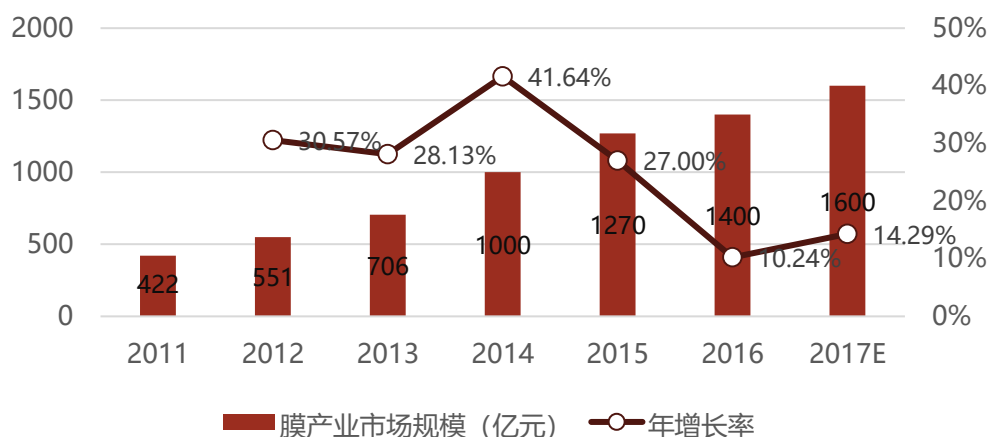
资料来源: 招股说明书, 招商证券

### 3. 作为国家战略性新兴产业，膜产业未来市场规模有望扩大

三达膜所处行业为膜产业，膜产业链主要包括膜材料研制、膜组件生产、膜设备制造和膜技术应用，公司业务在这四个领域均有涉及。

我国膜技术研究及应用相对国外起步较晚，2000 年后开始迅速发展，逐渐成为世界瞩目的新兴市场。根据中国膜工业协会和前瞻产业院的统计，2011-2015 年，我国膜产业市场年均增速在 27% 以上，2016 年开始行业增速有所下降，预计仍将保持两位数以上的增长；2016 年，膜产业市场突破 1400 亿元，2017 年预计 1600 亿元以上，2023 年预计接近 4000 亿。因此，行业未来仍有广阔的发展空间，在膜技术上具备竞争优势的企业也将因此利好。

图 5：近几年我国膜产业市场规模及增长率



资料来源：中国膜工业协会，前瞻产业研究院，招商证券

三达膜无机非金属膜材料与有机复合膜材料属于《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》中的新型膜材料，是《“十三五”材料领域科技创新专项规划》中科技创新发展重点。在工业料液分离上，以耐溶剂、耐高温的特种分离膜材料为基础发展高效分离技术，是实现节能减排的重要手段。为实现节能减排具体目标，膜产业须向高端化发展，未来市场规模将进一步扩大。

## 二、行业地位分析：工业料液分离技术国际领先，市政污水处理及水务运营潜力较大

### 1. 制药行业工业料液分离及石化行业 PTA 膜法水处理技术达到国际先进水平

公司在制药行业工业料液分离及石化行业 PTA 膜法水处理等细分领域技术达到国际先进水平，市占率具备绝对优势。工业料液分离涉及生物制药、食品饮料、石油化工、矿产冶金等多行业众多细分产品的生产过程。根据测算，公司近三年在维生素 C、抗生素、氨基酸领域的工业料液分离项目累计收入占全部工业料液分离项目收入的比例达 79%，是公司工业料液分离业务主要的应用领域。其中，约 63% 的维生素 C 生产采用了三达膜的定制设备，约 33% 红霉素原料药的生产采用了三达膜的膜技术应用解决方案，制药行业中氨基酸生产的工业料液分离领域市占率约为 30%。

同时，公司在石化 PTA 废水处理及综合利用的市场占有率较高，预计达 50% 以上，其大型成套设备制造能力和可靠性得到了市场认可。

表 2：公司在制药行业工业料液分离及石化行业 PTA 膜法水处理领域的主要客户及市占率

主要细分行业	主要客户	主要客户产能情况	主要客户膜设备中使用公司设备的比例	市占率总结
维生素 C	石药集团 (1093.HK)、山东鲁维制药有限公司、东北制药	国内维生素 C 产能约 20 万吨，主要客户产	90% 以上	约 63% 的维生素 C 生产采用了三达膜的



		(000597.SZ)、华北制药(600812.SH)、江苏江山制药有限公司	能占比在70%以上		定制设备
抗生素	硫氰酸红霉素	宁夏启元药业有限公司、宜昌东阳光药业股份有限公司、科伦药业(002422.SZ)	国内硫氰酸红霉素的产能已超过1万吨,实际产能7000多吨;主要客户产能占比超过55%	60%以上	约33%红霉素原料药的生产采用了三达膜的膜技术应用解决方案
	7-ACA	科伦药业(002422.SZ)、健康元(600380.SH)	国内7-ACA产能约7600吨,主要客户产能占比超过70%	60%以上	
氨基酸	赖氨酸	黑龙江伊品生物科技有限公司、梅花生物(600873.SH)、希杰集团、阜丰集团(0546.HK)	主要客户占全球产能比例超过40%	70%以上	约30%
	苏氨酸	梅花生物(600873.SH)、希杰集团、黑龙江伊品生物科技有限公司、阜丰集团(0546.HK)	全球苏氨酸产能约40万吨,主要客户产能比例约75%	70%以上	50%以上
PTA		恒力股份(600346.SH)、浙江逸盛石化有限公司、翔鹭石化股份有限公司、汉邦(江阴)石化有限公司、江苏虹港石化有限公司	2016年国内PTA产能约3900万吨,主要客户产能占比超过80%	恒力石化、翔鹭石化及汉邦石化约50%,其他100%	预计50%以上

资料来源: 中国产业信息网, 中国报告网, 饲料行业信息网, 招商证券

## 2. 食品饮料行业工业料液分离细分领域获得部分著名生产企业认可

公司在食品饮料行业工业料液分离细分领域拥有国际知名度, 获得部分著名生产企业认可, 但市占率数据不详。食品企业可使用膜技术替代传统的板框过滤或离心工艺, 使产品料液澄清、增加收率, 替代加热蒸发、树脂提取而使产品浓缩、提高质量等。国内外氨基酸产能前三位企业均为公司客户。

表3: 公司食品饮料行业工业料液分离业务主要客户及应用工艺

主要细分行业	主要客户	采用公司工艺
食品行业: 葡萄糖、山梨醇	葡萄糖、山梨醇知名生产企业玉峰实业集团有限公司、益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司(属于丰益国际, 世界五百强)、山东天力药业有限公司	三达膜开发的针对葡萄糖、山梨醇生产的超滤膜、连续离子交换纳滤膜提纯和工业反渗透浓缩工艺
饮料行业	可口可乐、百事可乐、王老吉、加多宝、农夫山泉、康师傅	在生产环节部分采用了三达膜定制开发的超滤、反渗透浓缩、反渗透净水膜工艺

资料来源: 公司资料, 招商证券

### 3. 市政污水处理及水务投资运营目前市占率较低，未来膜法水处理的提标改造优势有望呈现

公司的市政污水处理及水务投资运营业务目前市占率较低，无明显竞争优势，但随着污水处理行业提标推进，公司膜法水处理的提标改造优势有望呈现。市政污水处理行业集中度相对较低，属于分散竞争型市场。

- **环境工程业务规模小：**公司 2014 年开始承接环境工程项目，现有在执行项目 7 个，2016-2018 年对应实现收入分别为 8032 万元、954 万元、2337 万元，规模小且不稳定。
- **水务投资运营上，已投资和运营 27 座市政污水处理厂，形成污水处理规模 87.9 万吨/日，市占率仍低：**目前三达膜在运营的市政污水处理厂分布于吉林、辽宁、山东、河南、安徽、湖北、江西、福建等地区，三达膜在上述地区污水处理规模占比仅为 0.46%。
- **公司凭借膜技术可以承担具有较高出水标准要求污水处理项目，**目前已使用膜技术项目有山东巨野第二污水处理厂（1.6 万吨/日）及河南许昌屯南污水处理厂二期（6 万吨/日），未来其他水厂也将有提标需求。

公司目前水务投资运营业务收入主要来源于 BOT、TOT 或委托运营等方式投资运营市政污水处理厂，2016-2018 年该部分业务收入分别为 20,753.37 万元、23,055.07 万元和 23,868.61 万元，年均复合增长率为 4.77%，但市场占有率较低。随着污水资源化推进和污水处理厂提标升级改造工作的进行，公司膜法水处理的竞争优势有望展现。

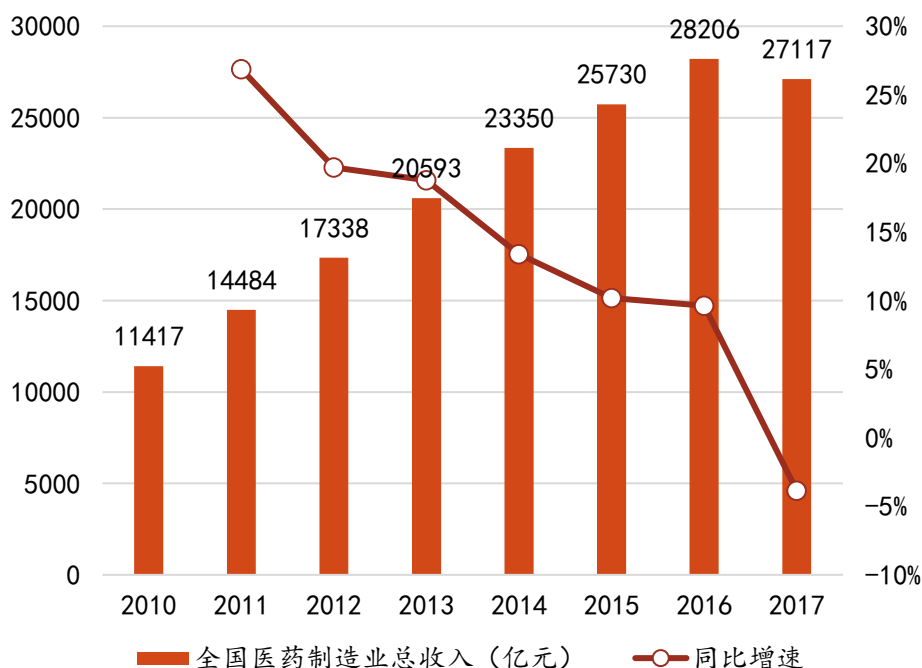
## 三、发展潜力分析：工业水业务跟随工业行业发展，膜法水处理受益于污水处理提标推进

### 1. 工业料液分离：模式为成套设备销售及配套服务，成长关键依赖于对应工业的发展

公司在工业料液分离业务上主要商业模式为设备销售及相关配套服务，为对应工业企业提供全方位膜技术应用解决方案。公司在这一领域市占率已达到较高水平，因此，未来业务成长的关键驱动力在于对应工业的发展速度，如生物制药、食品饮料等。

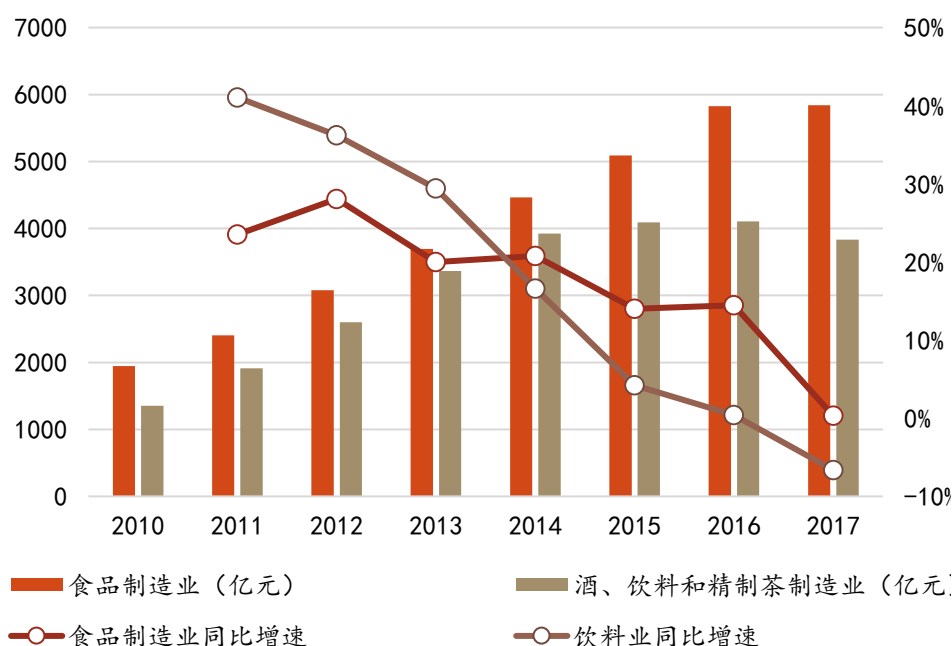
- 我国医药制造业 2010-2017 年总收入年均复合增速 13.2%。
- 食品饮料行业 2010-2017 年年均复合增速约 16%-17%。

图 6: 2010-2017 年我国医药制造业总收入情况



资料来源: 国家统计局, 招商证券

图 7: 2010-2017 年全国食品和饮料制造业固定资产投资完成额



资料来源: 国家统计局, 招商证券

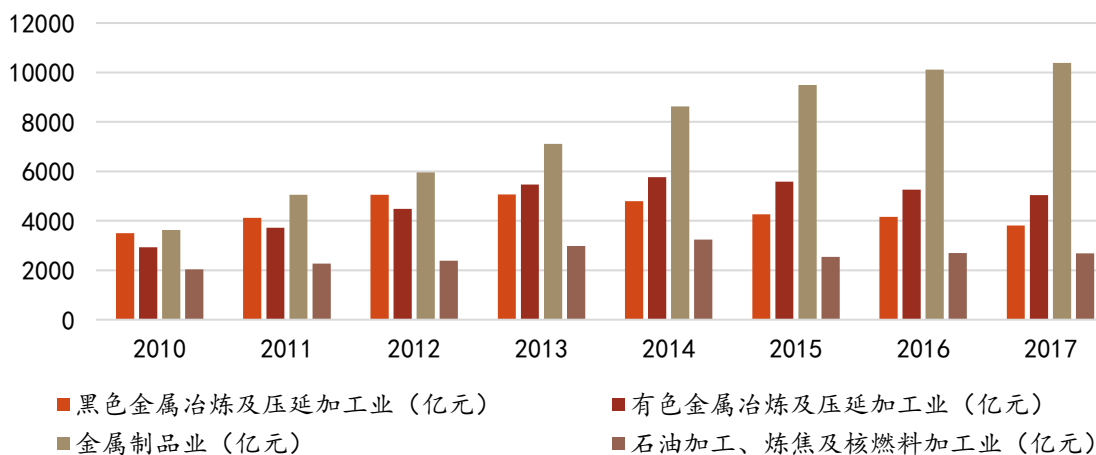
## 2. 膜法水处理: 工业水处理依附于工业行业增长, 市政膜法水处理受益于提标改造推动

工业水处理市场需求依附于工业行业增长, 与宏观经济增长相关, 从目前公司在这

一领域的市占率情况来看，公司在石化行业水处理具备客户优势，但石化行业近年固定资产投资已放缓。

- 从工业污水处理发展的情况来看，我国的工业污水处理早在 2010 年即达到了 95% 以上的达标排放率，且随着产业转型升级、重工业投资的减缓，工业废水的排放量也呈现下降的势头。
- 根据中国环保产业协会水污染防治委员会秘书长王家廉预测，“十二五”期间我国工业废水污染治理投资总需求约为 1250 亿元左右。“十三五”“十四五”期间预计工业污水治理投资总需求与“十二五”基本持平，约 1000 亿左右，每年约 200 亿左右。市场规模不大，且客户相对分散。我国医药制造业 2010-2017 年总收入年均复合增速 13.2%，但增速持续在下降。
- 石化冶金行业 2010-2017 年除金属制品业外，其他细分行业固定资产投资 2015 年开始都呈下降趋势。

图 8: 石化冶金行业 2010-2017 年固定资产投资完成额情况



资料来源：国家统计局，招商证券

基于国情，要彻底解决水污染问题，我国水处理标准的提升也是必然趋势。国标虽未变，但鼓励地方先行。污水提标进程推动下，市政膜法水处理市场需求将增加，公司在市政水处理中原竞争优势不明显，市占率低，但未来可能随着膜法水处理需求增加而提升业务量。

- 经济发达区域及环境敏感区域首先向地表四类水标准提升：北京、天津、浙江、滇池、太湖等。
- 雄安新区最先进行地表三类水的标准示范。雄安新区大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准，是全国最先进行地表三类水示范的标准。
- 截至 2016 年底，我国城市污水日处理能力为 1.68 亿立方米/日，其中仅约有 10% 可以达到四类水标准。目前，我国污水处理厂大多数处理出水水质仅达一级 B 标，后续全部提高到一级 A 标对应投资估算约为 1000 亿元。若其他 90% 的污水处理厂在未来十年内陆续完成升级改造至四类水标准，单吨投资 4000 元，则对应升级改造市场空间约为 6048 亿元。

表 4: 雄安新区大清河、子牙河、黑龙港及运东流域等三项水污染排放地方标准

基本控制项目	地表水环境质量标准					大清河流域			子牙河、黑龙港及运东流域		
	I类	II类	III类	IV类	V类	核心控制区	重点控制区	一般控制区	重点控制区	一般控制区	
化学需氧量 (COD)	15	15	20	30	40	20	30	40	40	50	
生化需氧量 (BOD <sub>5</sub> )	3	3	4	6	10	4	6	10	10	10	
氨氮 (以N计)	0.15	0.5	1	1.5	2	1.0 (1.5)	1.5 (2.5)	2.0 (3.5)	2.0 (3.5)	5 (8)	
总氮 (以N计)	0.2	0.5	1	1.5	2	10	15	15	15	15	
总磷 (以P计)	05年12月31日前建设	0.02 (湖库 0.01)	0.1 (湖库 0.025)	0.2 (湖库 0.05)	0.3 (湖库 0.1)	0.4 (湖库 0.2)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
	06年1月1日起建设的										

注1: 单位为毫克每升  
注2: 氨氮排放限值括号外数值为水温>12℃时的控制指标, 括号内数值为水温≤12℃时的控制指标。

资料来源: 《地表水环境质量标准》、招商证券

### 3. 水务投资运营: 现有运营规模远期有 60%提升空间, 且大多存在提标改造及提价预期

公司水务投资运营项目获取多数为 BOT 或 TOT 模式, 未来的增长驱动力有三: 一是现有存量项目设计规模的量增长; 二是现有存量项目提标改造带来的水价提升; 三是随着全国膜法水处理技术在市政领域使用的增加, 继续新增水务投资运营项目。

- 公司现有 27 个特许经营权, 目前设计处理量为 87.9 万吨/日, 远期总设计规模为 139 万吨/日, 将有 60%增量;
- 公司现有 27 个项目中, 13 个项目明确具有提标改造需求和确定提价标准, 提价幅度在 20%-50%, 甚至更多。

表 5: 公司现有 27 个水务投资运营项目情况一览表

序号	水厂名称	取得/运营方式	目前量	远期增量	总量	污水处理费 (元/方)
			设计规模 (万吨/日)			
1	巨野县清源污水处理厂	TOT+BOT	4	-	4	0.78 元/方, 水量大于 2 万方/日时, 为 0.838 元/方, 升级改造完成后 0.988 元/方
2	吉安市螺子山污水处理厂	BOT	8	8	16	0.58, 二期 0.59
3	邓州市污水处理厂	BOT	3	-	3	0.75, 升级改造后 1.1
4	许昌县污水处理厂	BOT+TOT	4	-	4	BOT 部分 0.9, TOT 部分 1.07
5	玉山县污水处理厂	BOT	2	2	4	0.8
6	定陶县污水处理厂	TOT	2.5	2.5	5	0.834
7	白城市污水处理厂	BOT	8	2	10	0.83, 提标改造后 1.2
8	武平县污水处理厂	BOT	2	2	4	0.78
9	宜城市城区污水处理厂	BOT	4	1	5	0.71, 提标改造后 1.1
10	长泰县城区污水处理厂	BOT	3	3	6	0.76, 提标改造后 1.081
11	洮南市污水处理厂	BOT+委托运营	3	-	3	改造前一期 0.8, 二期 0.68, 改造后一期 1.32, 二期 1.08



12	伊通满族自治县污水处理厂	BOT	3	-	3	0.85, 提标改造后 1.18
13	东丰县污水处理厂	BOT+TOT	2	-	2	0.85, 提标改造后 1.21
14	通榆县污水处理厂	BOT+委托运营	3	-	3	一期 0.85, 改造后 1.16, 二期委托运营正式运营一年后调整
15	梅河口市污水处理厂	BOT	5	0	5	0.85, 提标改造后 1.23
16	东辽县污水处理厂	BOT	1	1	2	0.85
17	沈阳胡台新城污水处理厂	BOT	2.5	7.5	10	0.82, 改造后 1.62
18	东营西郊现代服务区污水处理厂	BOT	2	-	2	1.28
19	巨野县第二污水处理厂	TOT+BOT	1.6	1.6	3.2	2.09, 改造后, 可再增加 1.89 元/方
20	许昌市屯南污水处理厂	BOT	6	-	6	前两年 0.8, 第三年起 1.07
21	许昌市东城区污水处理厂	BOT	3	3	6	前两年 0.8, 第三年起调整
22	华安县第二污水处理厂	BOT	1	2	3	1.13
23	宿松县城城北污水处理厂	BOT	1	3	4	1.5
24	孝感市孝南区污水处理厂	BOT	5	5	10	0.78, 改造后 1.345
25	汶上县康驿污水处理厂	BOT	1.5	1.5	3	1.33
26	漳州市角美城市污水处理厂	BOT	4.8	-	4.8	0.8
27	宿松临江产业园复兴污水处理厂	BOT	2	6	8	1.88
<b>合计</b>			<b>87.9</b>	<b>51.1</b>	<b>139</b>	

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

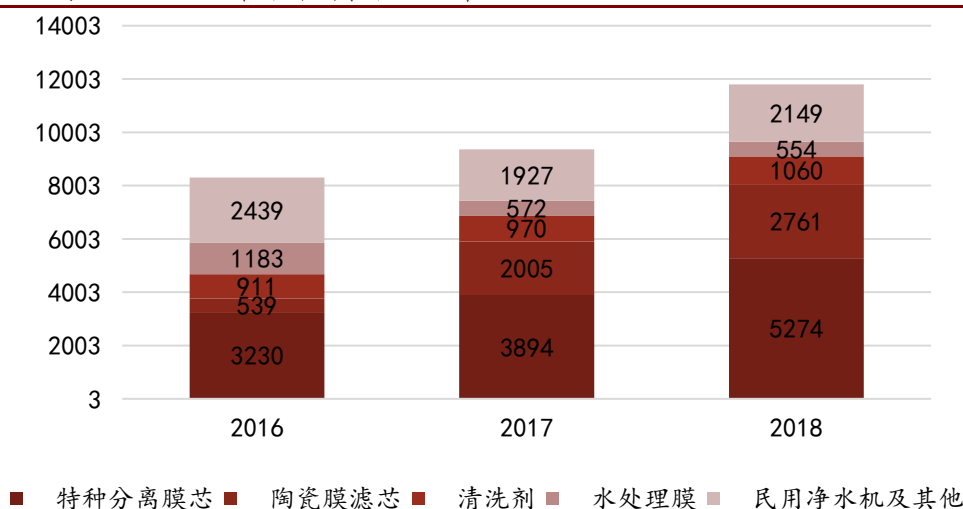
#### 4. 备件销售: 特种分离膜芯、陶瓷膜滤芯、民用净水机在工业大客户分离应用、民用净水设备普及率提高的背景下, 将继续增长

备件销售占三达膜主营业务收入比重约 20%, 且由于其毛利率相对高 (约 48%), 因此利率贡献更高。三达膜的备件销售中主要来源为特种分离膜芯、陶瓷膜滤芯、及民用净水机。

- 特种分离膜芯、陶瓷膜滤芯均用于工业料液分离中, 在公司市占率具备优势的制药 (维生素、抗生素、氨基酸)、食品饮料、石化 PTA 行业中, 公司有大量龙头客户积累, 备件销售量也有望在此基础上持续增加;
- 陶瓷膜滤芯是公司获奖的专利技术产品, 也可应用于民用净水设备, 民用净水设备目前在国内普及率还不高, 除沿海及一线城市外, 仅 15-20% 普及率, 公司产品未来也有随整体市场发展销量持续增加的动力。

备件销售中, 特种分离膜芯、陶瓷膜滤芯、民用净水机是公司未来的主要增长点, 也是目前收入占比最大的部分。

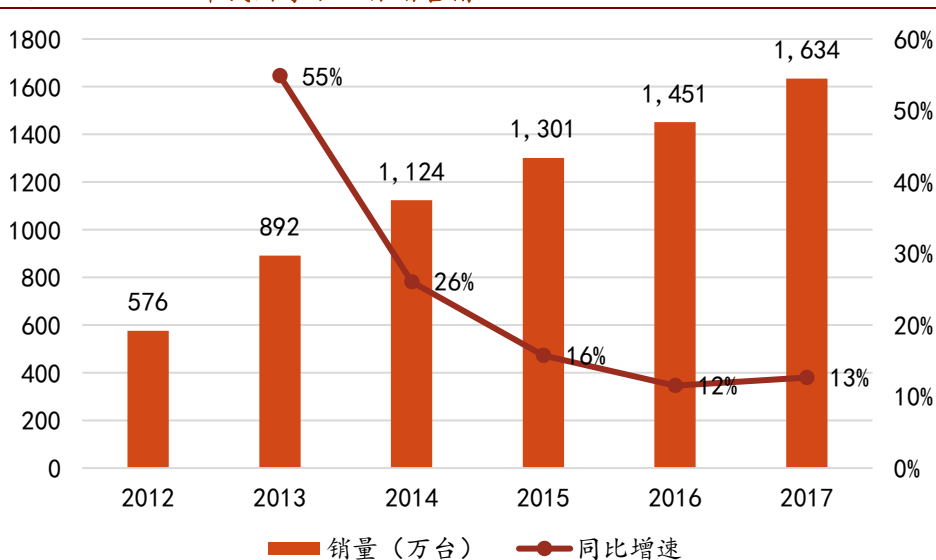
图 9: 公司 2016-2018 年备件销售收入 (单位: 万元)



资料来源: wind, 招商证券

2012-2017 年, 我国净水设备销售持续增长, 但截至 2016 年, 除沿海和省市级一级城市外, 净水设备在国内普及率仅 15%-20%。

图 10: 2012-2017 年我国净水设备销售情况



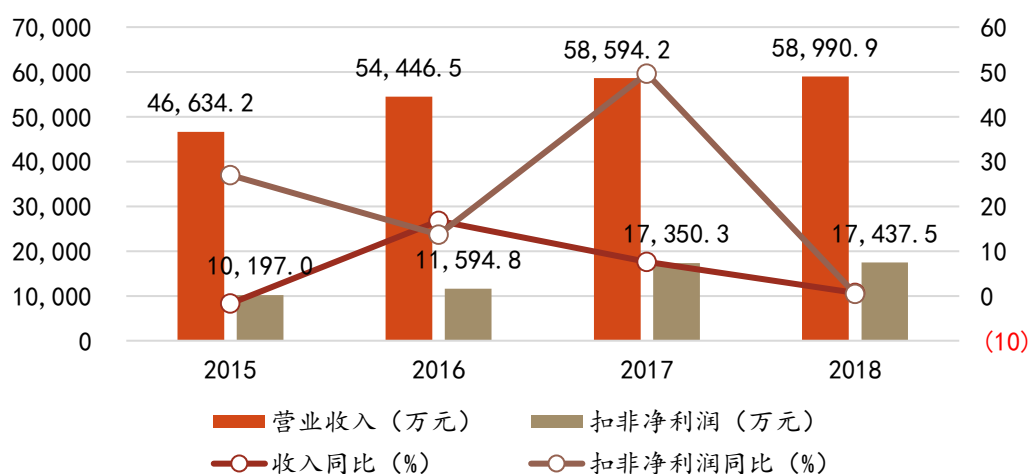
资料来源: 产业在线, 招商证券

## 四、成长性及同业对比分析：盈利水平处行业高位，但增速和收现比相对较低

### 1. 历史成长性：收入及利润同比增速波动较大，受单一项目影响较大

公司收入及利润同比增速波动较大，受单一项目影响较大。2016-2018年，公司收入同比增速分别为16.8%、7.6%、0.7%，增速持续下降，主要由于公司工业料液分离、膜法水处理等主要业务收入均受单个较大金额项目及进度影响。2016-2018年，公司扣非后归属净利润同比增速分别为13.7%、49.6%、0.5%。

图 11：公司 2015-2018 收入及扣非后归属净利润增长情况



资料来源：wind，招商证券

### 2. 净利润规模及人均利润处行业内中上水平，但增速较低

公司净利润规模及人均利润处于中上水平，人均收入及2018年收入利润增速较低，同行2016-2018近三年收入利润增速均存在较大波动。在公司主要竞争对手中，碧水源、津膜科技、久吾高科三家同为A股上市公司，且均为膜技术应用企业，与三达膜从事相似业务，各家在不同领域具备相对优势。

碧水源主要业务为利用MBR技术进行污水处理，并生产和提供核心设备膜组器及核心部分膜材料；津膜科技的主要业务与公司工业料液分离、膜法水处理相似；久吾高科主要开展以陶瓷膜为核心的膜分离技术研发与应用；三达膜开发了一系列适合特种分离要求的膜应用工艺及与之适配的先进膜材料，并将其利用于医药化工、食品饮料等诸多领域。

公司净利润规模和人均利润在四家公司中属中上水平。公司2018年净利润为17437万元，低于碧水源的127742万元，但高于久吾高科的4534万元，更优于亏损了1114的津膜科技；从人均利润看，2018年碧水源人均利润为20万元，依然仅次于碧水源。

公司2018年收入和净利润的增速分别为1%和0.5%，纵向看与2017年的8%和50%

相差较大，横向看与津膜科技、久吾高科相比增速较低。四家公司 2016-2018 年三年的收入和净利润增速均波动较大。

表 6：公司与碧水源、津膜科技、久吾高科 2018 年的业务、收入及利润情况比较

对比指标 (万元)	碧水源	津膜科技	久吾高科	三达膜
业务比较	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解决方案，并生产和提供核心设备膜组器及核心部分膜材料。与三达膜环境工程、水务投资运营、净水器等业务类似。	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，同时公司业务逐步扩展至给水净化、海水淡化和工业特种分离领域。与公司工业料液分离、膜法水处理等业务类似。	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整体解决方案，并提供运营技术支持与运营服务等。与公司膜分离技术应用业务类似。	开发了一系列适合特种分离要求的膜应用工艺及与之适配的先进膜材料，应用在食品饮料、医药化工、生物发酵、石油冶金、污水处理与废水资源化等领域，为生产制造企业提供大型化、工业化、个性化的膜应用综合解决方案。
2018 年收入	1,151,781	68,636	47,241	58,991
2018 年净利润	127,742	-1,114	4,534	17,437
2018 人均收入	371	100	130	67
2018 人均利润	41	-2	12	20
2016-2018 收入增速	71%、55%、-16%	24%、-15%、8%	5%、19%、61%	17%、8%、1%
2016-2018 净利润增速	34%、25%、-44%	28%、-290%、85%	-14%、12%、21%	14%、50%、0.5%

资料来源：wind，招商证券

### 3. 盈利能力在同行中属于高水平，三费比率处于较低水平

横向看，2016-2018 年三达膜的毛利率、净利率、ROE、ROIC 几乎均高于同行其他企业，三项费用率较低。2016-2018 年销售费用率分别为 3.1%、4.1%、3.7%，管理费用率分别为 9.5%、11.0%、10.5%；财务费用率分别为 4.3%、3.1%、3.1%。

表 7：公司 2016-2018 盈利能力各项指标、三项费用率与同行对比

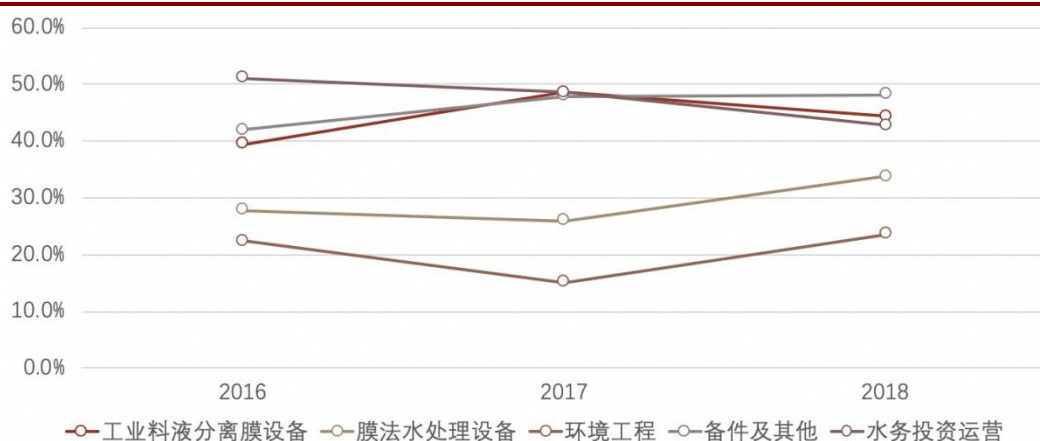
对比指标		碧水源	津膜科技	久吾高科	三达膜
毛利率	2016	31.4%	30.8%	42.9%	40.3%
	2017	29.0%	18.6%	41.7%	43.2%
	2018	29.8%	33.8%	33.3%	41.7%
净利率	2016	20.8%	6.6%	17.7%	24.0%
	2017	18.8%	-10.0%	15.6%	32.0%
	2018	11.7%	2.5%	12.2%	31.1%
ROE	2016	12.7%	3.6%	11.5%	13.0%

	2017	14.9%	-4.5%	9.3%	16.1%
	2018	6.7%	0.7%	9.1%	13.6%
ROIC	2016	9.5%	4.0%	11.3%	11.9%
	2017	9.8%	-2.2%	9.2%	14.9%
	2018	5.0%	2.3%	9.3%	12.7%
销售费用率	2016	1.7%	3.5%	8.2%	3.1%
	2017	1.7%	6.1%	7.9%	4.1%
	2018	2.5%	5.3%	6.6%	3.7%
管理费用率	2016	4.6%	16.2%	17.1%	9.5%
	2017	4.0%	19.7%	13.7%	11.0%
	2018	6.5%	18.2%	10.6%	10.5%
财务费用率	2016	0.9%	3.5%	-0.5%	4.3%
	2017	2.6%	5.2%	-0.4%	3.1%
	2018	5.8%	6.3%	0.0%	3.1%

资料来源: wind, 招商证券 (备注: 净利润均为扣非口径)

从具体产品盈利能力来看, 工业料液分离膜设备、备件销售、水务投资运营三大业务盈利能力较强, 但也会由于不同项目存在盈利能力不同的波动。2016-2018年, 工业料液分离膜设备毛利率分别为 39.4%、48.6%、44.3%; 备件及其他业务毛利率分别为 42%、47.9%、48.3%; 水务投资运营毛利率分别为 51.1%、48.5%、42.8%。上述工业料液分离膜设备、备件及其他、水务投资运营三大业务毛利率较高, 约 40%-50%, 但会由于不同项目存在波动。2016-2018年, 膜法水处理设备毛利率分别为 27.8%、26%、33.8%; 环境工程毛利率分别为 22.3%、15.1%、23.5%。

图 12: 公司 2016-2018 各主营业务毛利率情况



资料来源: wind, 招商证券

#### 4. 现金流情况弱于同行, 收现比偏低、应收账款占比较大、周转率低

2017-2018年, 受三达膜下游工业企业客户景气度下降、以及地方政府财政紧张影响,



公司应收账款增加，收现比降低，现金流转差。公司存货周转率相对较高，其中碧水源存货周转率远高于同行主要是由于其存货中存在较多已完工未结算工程，会计口径的存货内容不一样。与津膜科技、久吾高科相比，三达膜存货周转率较高。

表 8: 公司 2016-2018 营运能力各项指标与同行对比

对比指标		碧水源	津膜科技	久吾高科	三达膜
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	2016	73.0%	46.9%	84.1%	88.9%
	2017	81.7%	75.8%	64.2%	78.2%
	2018	97.8%	70.1%	92.3%	84.7%
应收账款占收入比重	2016	47.6%	44.1%	66.0%	55.0%
	2017	33.3%	53.2%	72.2%	62.7%
	2018	51.1%	62.6%	45.3%	63.3%
应收账款周转率(次)	2016	2.6167	2.2572	1.6184	1.8861
	2017	3.1247	1.8995	1.5684	1.7580
	2018	2.2013	1.7911	2.2177	1.5928
存货周转率(次)	2016	15.7117	1.2055	1.2786	2.2112
	2017	11.4023	0.7905	1.4282	2.5348
	2018	5.2660	0.6300	1.8072	2.2759
经营活动净现金流/营业利润	2016	34.0%	-148.2%	40.9%	146.8%
	2017	80.5%	95.0%	-144.4%	59.9%
	2018	80.7%	151.2%	155.0%	48.8%

资料来源: wind, 招商证券

## 5. 资产负债率水平中等，资本开支可控

从资产负债率来看，公司资产负债率 2018 年约 40%，与碧水源、津膜科技、久吾高科相比属于中等水平，从绝对值来看，仍有提升空间；从资本开支情况来看，公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金略高于津膜科技和久吾高科，但总体也仅为 1-2 亿，开支可控。

表 9: 公司 2016-2018 资产负债率及资本开支情况与同行业其他企业对比

对比指标		碧水源	津膜科技	久吾高科	三达膜
资产负债率	2016	48.6%	41.1%	31.6%	38.8%
	2017	56.4%	43.4%	22.9%	36.1%
	2018	61.5%	40.7%	32.6%	39.6%
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(亿元)	2016	37.19	1.64	0.02	0.90
	2017	100.19	0.80	0.03	0.63
	2018	65.48	1.18	0.65	1.46
投资支付的现金	2016	10.71	0.06		

(亿元)	2017	26.38	0.25	4.89	0.08
	2018	10.24	0.02	8.19	

资料来源: wind, 招商证券

## 6. 专利数量、研发人员、研发费用占比在行业内属于中等水平, 略高于均值

截至招股说明书, 公司已有授权专利 112 项, 截至 2017 年末拥有研发人员 213 人, 处行业中等水平, 略高于均值。

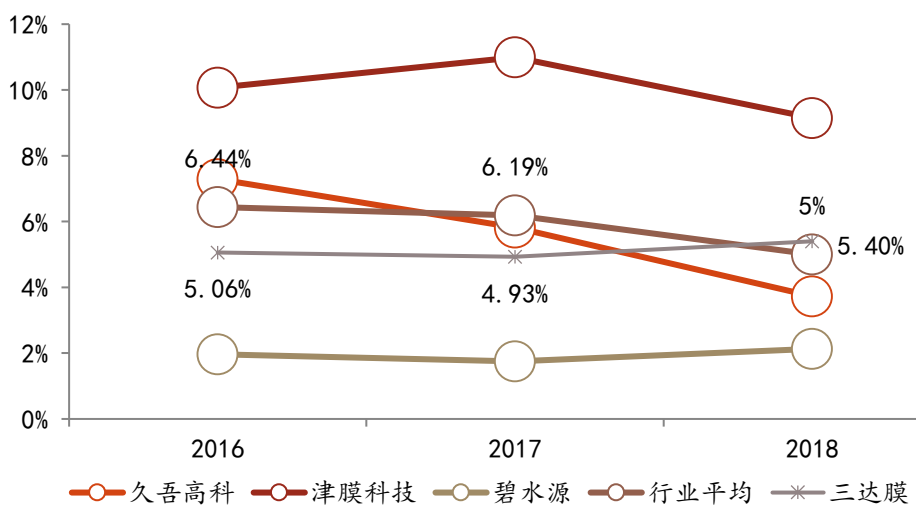
表 10: 公司专利及研发人员情况与同行对比

公司名称	专利情况	研发人员情况
碧水源	截至 2017 年末, 拥有专利共计 378 项	截至 2017 年末, 拥有研发人员 416 人, 占员工总数比例 15.22%
津膜科技	截至 2017 年末, 拥有国家专利 47 项(发明专利 31 项、实用新型专利 9 项、外观设计专利 7 项, 授权美国专利 1 项)	截至 2017 年末, 拥有研发人员 188 人, 占比 32.81%
久吾高科	截至 2017 年末, 拥有陶瓷膜材料和膜分离技术相关的专利 129 项(发明专利 73 项、实用新型专利 51 项, 外观专利 5 项)	截至 2017 年末, 拥有研发人员 52 人, 占比 14.44%
三达膜	截至招股说明书, 拥有已授权专利 112 项, 其中发明专利 67 项、实用新型专利 44 项、外观设计专利 1 项	截至招股说明书, 拥有研发人员 213 人, 占比 24.12%

资料来源: wind, 招商证券

公司研发费用率接近膜技术应用企业平均水平, 2018 年呈上升趋势, 达到 5.4%, 略高于均值 5%。

图 13: 公司 2016-2018 研发费用率与同行对比



资料来源: wind, 招商证券

## 五、管理层分析：管理层稳定，核心人员利益绑定保障未来发展

### 1. 董事长：公司科技创新与发明创造的领路人，发行完成后，实际控制人夫妇仍可控制公司约 45% 股权，利益绑定牢固

公司董事长蓝伟光，是公司实际控制人、核心技术人员，领衔公司研发团队开展工作。

- 1964 年生，新加坡国籍，中国膜工业协会副理事长。先后获得厦门大学学士学位、新加坡国立大学博士学位与高级公共行政管理硕士学位。
- 先后获得《亚洲周刊》颁发的“亚洲杰出华人青年企业家奖”、国务院侨务办授予的“杰出创业奖”、中国石油与化工协会颁发的“十一五中国石油和化工优秀民营企业家”及中国膜工业协会成立二十周年“特殊贡献人物奖”等。
- 1996 年，董事长回国创办三达膜，并到母校厦门大学任教，多年来，无薪酬担任厦门大学教授与厦门大学水科技与政策研究中心首席科学家。
- 领衔公司研发团队开展自主研制膜材料及开发膜软件等工作，科研成果丰硕，曾先后主持或参与多项国家、省、市科技计划项目，已获授权专利 105 项。

表 11：科创板发行前后，公司股权结构变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
新加坡三达膜 (实际控制人持股 100%)	14477.045	57.81%	14477.045	43.36%
清源中国	8568.235	34.22%	8568.235	25.66%
易励投资	632.22	2.52%	632.22	1.89%
程捷投资 (实际控制人控股 64.7%)	627.3	2.51%	627.3	1.88%
东方富海	441	1.76%	441	1.32%
岷佳投资	295.2	1.18%	295.2	0.88%
社会公众股	-	-	8347	25%
合计	25041	100%	33388	100%

资料来源：wind，招商证券

### 2. 管理团队：团队基本稳定，核心技术人员在业内具备深厚积累和广泛知名度

公司有四名高管：陈霓（董事长妻子）、唐佳菁（财务总监）、方富林（总经理）、戴晓星（副总兼董秘）。

- 唐佳菁自 2003 年开始即任新达科技财务经理，为公司董事。
- 方富林、戴晓星均自 2012 年开始在公司任职，已有 7 年时间。

核心技术人员情况（除董事长外，其他人员情况如下）：

- 方富林：公司总经理，高级工程师，被中国膜工业协会评为 2014 年“膜行业优秀

工程师”。以方富林为核心的技术团队主导膜应用及连续离子交换工艺技术与设备的开发工作，多次参与市科技计划项目并在众多应用领域推广应用，获得多项研发成果，已获授权专利 34 项。

- 洪昱斌：公司总工程师，高级工程师，被中国膜工业协会评为 2014 年“膜行业优秀工程师”，2016 年厦门市“五一劳动奖章”、2019 年厦门市“最美职工”荣誉称号。以洪昱斌为核心的研发团队成功研发出具有自主知识产权的膜材料及生产工艺，主导自主研发了多台非标制膜设备，多项研发成果获得省、市有关部门的科技计划项目支持，已获授权专利 41 项。

最近两年，因个人原因陈冠胜离职，不再担任公司核心技术人员。公司新增姚萌为核心技术人员，姚萌为公司重点培养技术人员，主要负责膜与相关分离技术、工艺、新产品的研发，以及公司自有产品的应用跟踪和技术总结，已获授权专利 16 项，专有技术 20 余项。

公司核心技术人员未发生重大变化，且研发工作由董事长领衔开展，董事长与公司利益绑定深厚，技术研发发生重大不利影响的风险小。

高管及核心技术人员通过易励投资、程捷投资间接持有公司股份。

公司董事、监事、高管及核心技术人员及其近亲属存在通过易励投资、程捷投资间接持有公司股份的情况，其中，此次发行后，易励投资持有公司股份 1.89%，程捷投资持有公司股份 1.88%。

**表 12：公司高管及核心技术人员持股情况**

姓名	在公司任职/与公司关系	认缴出资企业	认缴出资比例
唐佳菁	董事兼财务总监	易励投资	6.61%
叶胜	监事会主席	易励投资	3.89%
黄俊煌	监事	易励投资	0.47%
陈茂田	监事兼工程部经理	易励投资	1.17%
方富林	总经理、核心技术人员	易励投资	23.74%
戴晓星	副总监董事会秘书	易励投资	5.84%
洪昱斌	总工程师、核心技术人员	易励投资	5.84%
兰新莲	蓝伟光的妹妹	程捷投资	15.69%
兰新秀	蓝伟光的妹妹、任三达膜科技物流部采购工程师	程捷投资	15.29%
陈伯雷	陈霓的弟弟、任三达膜财务部副总监	程捷投资	4.32%

资料来源：招股说明书，招商证券

## 五、投资建议与盈利预测

三达膜是中国膜技术开发与应用领域的开拓者，是国内最早从事工业先进膜分离应用工艺开发的企业之一，也是最早将国外先进膜技术引入国内并进行大规模工业化应用的企业之一。公司膜分离技术在工业料液分离上具备竞争优势，在生物制药（维生素 C、氨

基酸、抗生素)、石化行业 PTA 等市占率较高,在食品饮料行业亦有龙头企业客户的优势,市政领域膜法水处理也正在业务拓展过程中,目前市场占有率较低;工业料液分离业务及工业水处理业务会受下游工业行业景气度影响,预计行业平均增速在 10-15% 左右;市政领域膜法水处理市场长远来看将受益于全国污水处理提标进程推进,未来有约 6000 亿市场开启,公司亦会跟随行业发展受益。

三达膜收入利润增速在近三年波动较大,但盈利能力始终保持在较高水平,高于同行;由于水处理行业具有项目垫资较多的特点,公司的现金流在 2017-2018 年资金环境紧张背景下,相对有所恶化,但随着资金和政策层面的逐渐宽松,公司现金流状况在未来有望实现好转。

公司管理层结构稳定,高管及核心技术人员持股,与公司利益一致绑定。董事长是公司科技创新与发明创造的领路人,技术研发受人员变动带来不利影响的风险小,发行完成后,实际控制人夫妇仍可控制公司约 45% 股权,利益绑定牢固;公司高管、核心技术团队人员也基本稳定,且有持股利益绑定。

盈利预测:对于工业工业物料分离业务,由于工业行业增速约为 10-15%,预计公司 2019-2020 年该项子业务增速约为 12%;市政膜法水处理行业增速预计略高,但公司市占率较低,预计膜法水处理业务未来两年增速约为 15%;环境工程业务不稳定性较强,预计未来两年基本保持 2018 年收入水平;另外由于水价提升及污水运营投运量增加,预计公司未来两年运营业务收入增速 10%。综合上述基本假设,预计公司 2019-2020 年归属净利润分别为 2.31、2.51、2.72 亿元,对应 PE28.1、25.9、23.9 倍。首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。

表 13: 三达膜收入及毛利率假设

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	假设及依据
工业料液分离膜设备收入(万元)	10861	12888	10104	11316	12674	
YOY		18.7%	-21.6%	12%	12%	工业行业增速约 10-15%
收入占比	19.95%	22.00%	17.13%	16.92%	16.71%	
毛利率	39.4%	48.6%	44.3%	44%	44%	
膜法水处理设备收入(万元)	6486	12329	10884	12517	14394	
YOY		90.1%	-11.7%	15%	15%	工业行业增速约 10-15%,市政膜法水处理率预计略快,但市占率低
收入占比	11.91%	21.04%	18.45%	18.72%	18.97%	
毛利率	27.8%	26.0%	33.8%	32%	32%	
环境工程收入(万元)	8032	954	2337	2617	2931	
YOY		-88.1%	144.9%	12%	12%	不稳定
收入占比	14.75%	1.63%	3.96%	3.91%	3.86%	
毛利率	22.3%	15.1%	23.5%	24%	24%	
备件及其他收入(万元)	8314	9368	11797	14157	16988	
YOY		12.7%	25.9%	20%	20%	
收入占比	15.27%	15.99%	20.00%	21.17%	22.39%	
毛利率	42.0%	47.9%	48.3%	48%	48%	
水务投资运营收入(万元)	20753	23055	23869	26255	28881	
YOY		11.1%	3.5%	10%	10%	水价提升+项目投运量增加
收入占比	38.12%	39.35%	40.46%	39.27%	38.07%	



毛利率	51.1%	48.5%	42.8%	45%	45%
营业总收入	54,446.47	58,594.17	58,990.88	66862.73	75869.21
同比增速 (%)		7.6%	0.7%	13.3%	13.5%

数据来源：招商证券

### 风险提示：

**(1) 技术升级迭代风险：**膜技术应用和水务投资运营行业属于技术密集型行业，尤其是膜技术应用行业下游应用领域广泛且非标准性要求突出。行业内企业的不断发展壮大，必须进行持续的技术创新和产品开发。未来将会出现性能更好、使用寿命更长或成本更低新型膜材料。公司如果不能进行持续的技术创新或创新不足、无法跟进行业技术升级迭代，可能会受到有竞争力的替代技术和竞争产品的冲击，将导致公司的产品无法适应市场需求，公司的经营业绩、盈利能力及市场地位将会面临下滑的风险。；

**(2) 水务投资运营项目的经营风险：**水务投资运营业务为本公司的重要收入和利润来源，该项业务收入在 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年 1-6 月占本公司主营业务收入的比例分别为 38.12%、39.35%、40.46%和 41.06%，毛利额占本公司总毛利额的比例分别为 48.25%、44.24%、41.49%和 41.09%。受各污水处理厂污水处理结算量、污水处理单价及运营成本影响，本公司水务投资运营业务的收入及毛利率会产生波动，并对本公司整体经营业绩造成影响；

**(3) 膜技术应用业务主要客户变动较大的风险：**公司膜技术应用业务主要系根据客户的差异化需求，为其提供包括技术开发、工程设计和系统集成、现场安装调试、运营技术支持和售后服务在内的综合解决方案。不同于标准化产品的生产型公司，本公司销售的膜设备均为根据不同客户的特殊要求集成的定制化设备，具有数量小、金额大的特点，主要供制药企业、生物化工企业、石化冶金企业等下游客户新建或者扩建生产线。由于下游客户的产能扩张需要根据市场情况而发生变化，因此报告期内本公司膜技术应用业务的主要客户有所变动。报告期内，本公司膜技术应用业务前五大客户销售金额分别为 19,438.04 万元、13,455.37 万元、13,755.36 万元、13,144.42 万元，占营业收入比例分别为 35.70%、22.96%、23.32%、40.33%，受客户具体经营需求的影响，前五大客户及占比均有所变动。若出现公司主要客户在某特定时间内均不存在扩产或升级改造需求的情况，则在特定时间内会给公司的经营业绩带来一定的影响，引起公司业绩的波动；

**(4) 应收账款相关风险：**随着本公司业务规模的不断扩大，应收账款规模较大。截至 2016 年 12 月 31 日、2017 年 12 月 31 日、2018 年 12 月 31 日和 2019 年 6 月 30 日，本公司应收账款账面价值分别为 29,938.90 万元、36,722.50 万元、37,348.37 万元和 34,886.75 万元，占同期期末流动资产比例分别为 45.68%、49.76%、43.22%和 32.42%。2016 年至 2018 年，本公司应收账款账期较长、账面价值逐年增加、且占同期期末流动资产比例较高。；

**(5) 存货规模较大的风险：**截至 2016 年 12 月 31 日、2017 年 12 月 31 日、2018 年 12 月 31 日和 2019 年 6 月 30 日，本公司存货账面价值分别为 15,137.75 万元、11,138.80 万元、19,076.19 万元和 22,539.86 万元，占同期期末流动资产比例分别为 23.10%、15.09%、22.08%和 20.94%。本公司存货主要包括原材料、在产品、库存商品、发出商品和建造合同形成的已完工未结算资产等，其中在产品和发出商品的账面价值分别占当期存货账面价值的比例为 73.37%、80.64%、82.96%和 82.92%，占比较高。随着本公司业务规模的不断扩大，未来存货余额有可能继续增加，较大的存货余额可能会影响到本公司的资金周转速度和经营活动的现金流量，降低资金运作效率。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	738	864	1294	1645	2013
现金	155	155	546	811	1074
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	66	60	68	76	86
应收款项	367	373	400	452	510
其它应收款	14	9	11	12	14
存货	111	191	203	230	259
其他	25	76	82	92	104
<b>非流动资产</b>	1241	1535	1418	1313	1219
长期股权投资	117	191	191	191	191
固定资产	23	22	22	22	22
无形资产	1049	1162	1046	942	847
其他	51	159	159	159	159
<b>资产总计</b>	<b>1979</b>	<b>2399</b>	<b>2712</b>	<b>2958</b>	<b>3232</b>
<b>流动负债</b>	414	624	620	682	757
短期借款	80	127	90	96	102
应付账款	139	250	277	313	353
预收账款	134	196	217	245	277
其他	61	51	48	48	49
<b>长期负债</b>	301	325	325	325	325
长期借款	13	10	10	10	10
其他	288	315	315	315	315
<b>负债合计</b>	<b>715</b>	<b>949</b>	<b>946</b>	<b>1007</b>	<b>1082</b>
股本	250	250	334	334	334
资本公积金	134	134	217	217	217
留存收益	855	1037	1268	1449	1646
少数股东权益	24	28	30	33	36
归属于母公司所有者权益	1240	1421	1736	1917	2114
<b>负债及权益合计</b>	<b>1979</b>	<b>2399</b>	<b>2712</b>	<b>2958</b>	<b>3232</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	125	101	261	236	238
净利润	185	181	231	251	272
折旧摊销	45	45	120	108	98
财务费用	18	18	4	1	(1)
投资收益	(61)	(73)	(96)	(96)	(96)
营运资金变动	(60)	(65)	(3)	(34)	(41)
其它	(3)	(6)	3	6	7
<b>投资活动现金流</b>	(66)	(146)	93	93	93
资本支出	(63)	(146)	(3)	(3)	(3)
其他投资	(3)	0	96	96	96
<b>筹资活动现金流</b>	(54)	42	38	(64)	(68)
借款变动	(64)	33	(41)	6	6
普通股增加	0	0	83	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(69)	(75)
其他	10	9	(4)	(1)	1
<b>现金净增加额</b>	<b>5</b>	<b>(4)</b>	<b>392</b>	<b>264</b>	<b>263</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	586	590	666	753	848
营业成本	333	344	381	431	486
营业税金及附加	8	7	8	9	10
营业费用	24	22	24	28	31
管理费用	36	30	34	38	43
研发费用	29	32	36	41	46
财务费用	18	18	4	1	1
资产减值损失	13	27	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	83	96	96	96	96
营业利润	208	206	269	293	320
营业外收入	9	5	5	5	5
<b>营业外支出</b>	0	6	6	6	6
利润总额	216	205	268	292	319
所得税	29	22	34	39	44
净利润	187	183	234	253	275
<b>少数股东损益</b>	2	2	2	3	3
<b>归属于母公司净</b>	<b>185</b>	<b>181</b>	<b>231</b>	<b>251</b>	<b>272</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8%	1%	13%	13%	13%
营业利润	57%	-1%	31%	9%	9%
净利润	44%	-2%	28%	8%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.2%	41.7%	42.7%	42.7%	42.7%
净利率	31.6%	30.7%	35.6%	34.6%	33.3%
ROE	14.9%	12.8%	13.3%	13.1%	12.9%
ROIC	13.0%	11.3%	11.8%	11.5%	11.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.1%	39.6%	34.9%	34.1%	33.5%
净负债比率	4.9%	5.9%	3.7%	3.6%	3.5%
流动比率	1.8	1.4	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.5	1.1	1.8	2.1	2.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	2.5	2.3	1.9	2.0	2.0
应收帐款周转率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
应付帐款周转率	2.5	1.8	1.4	1.5	1.5
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.74	0.72	0.69	0.75	0.81
每股经营现金	0.50	0.40	0.78	0.71	0.71
每股净资产	4.95	5.68	5.20	5.74	6.33
每股股利	0.00	0.00	0.21	0.23	0.24
<b>估值比率</b>					
PE	26.3	26.9	28.1	25.9	23.9
PB	3.9	3.4	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	30.0	30.2	17.5	17.1	16.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳：**中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨：**清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

**谢笑妍：**美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

**陈东飞：**美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**宋盈盈：**清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉：**《金牛奖》2019 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

**强烈推荐：** 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

**审慎推荐：** 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

**中性：** 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避：** 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

**A：** 公司长期竞争力高于行业平均水平

**B：** 公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C：** 公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

**推荐：** 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

**中性：** 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

**回避：** 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。