

## 兴源过滤：压滤机系统集成服务供应商，受益于节能减排

分析师：黄平

执业证书编号：S0300511010009

Email: huangping@lxzq.com.cn

日期：2011年12月29日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

要点：

1、公司主营压滤机过滤设备制造及系统集成服务，其压滤机产品主要应用于环保、矿物及加工、化工、食品和生物医药等领域。其中，环保领域是公司最大的收入来源，在主营收入中占比高达46%。

2、根据分离机械协会的统计数据，2006年国内压滤机行业销售规模约为25亿元，2010年行业销售规模已接近42亿元，保守估计，未来几年我国压滤机行业市场容量将会以每年25%-35%的速度增长。

3、近几年，公司通过差异化竞争战略，依靠传统的技术研发优势，以系统集成服务为特色，迅速抢占城镇污水污泥处理、自来水污泥处理、啤酒麦汁过滤、油脂分提和高岭土洗涤过滤等压滤机新兴细分市场 and 高端市场，整体市场占有率稳居行业前三名。

4、2008年、2009年和2010年公司分别实现营业收入1.47亿元、1.75亿元和2.39亿元，年复合增长率达27.73%；分别实现净利润1585万元、2918万元和3909万元，年复合增速达57.03%。我们预计，2011年全年公司收入和净利润有望保持30%左右的增速。

5、2008年至2010年，公司综合毛利率分别为28.20%、33.73%和35.84%，毛利率呈逐步上升趋势，主要是受公司原材料价格变动、产品价格调整以及自行生产滤板等因素的影响。2011年1-9月，公司毛利率为34.21%，预计未来两年公司毛利率仍将维持在34%左右。

6、根据我们的模型，我们预计公司2011、2012和2013年将分别实现营业收入3.19亿元、4.55亿元和6.32亿元，分别实现每股收益0.91元、1.33元和1.88元。截止2011年12月28日收盘，公司股价为26.92元，对应2011-2013年EPS的动态PE分别为30倍、20倍和14倍，估值基本合理。近期A股市场整体氛围仍然较弱，因此，尽管我们看好公司长期发展前景，但短期而言并非最佳介入时机，暂不对其进行评级，建议投资者保持谨慎。

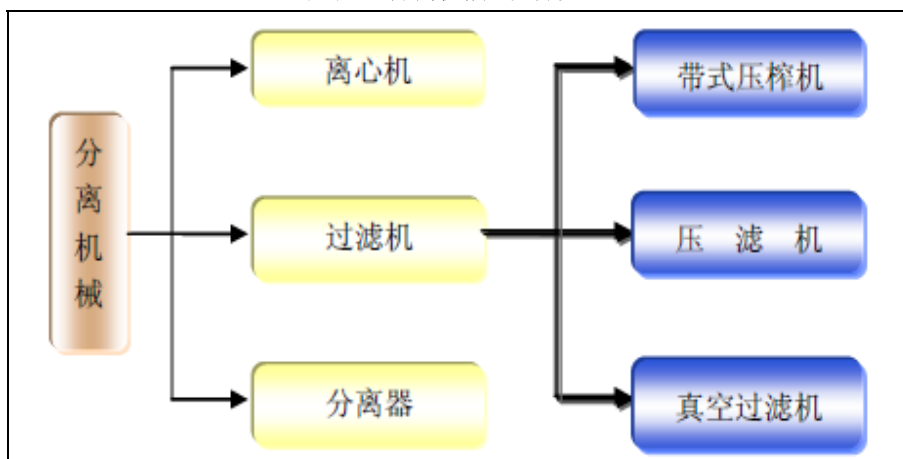


联讯证券

### 一、公司基本情况

公司主营压滤机过滤设备制造及系统集成服务，其压滤机产品主要应用于环保、矿物及加工、化工、食品和生物医药等领域。压滤机属于分离机械的一种，主要由机架、滤板、滤布、电控箱、液压站等五部分组成，在工业生产中，压滤机结合控制系统、预处理系统、进料系统、滤饼输送系统，一起构成完整的压滤机过滤系统。根据滤板形式的不同，压滤机可分为隔膜压滤机、厢式压滤机、板框压滤机。

图表1 分离机械主要分类



资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

图表2 压滤机主要应用领域介绍

	传统应用领域	新兴应用领域
环保	工业废水污泥、工业固体废弃物	城镇污水污泥、自来水污泥、疏浚淤泥
化工	氯碱、无机盐、人造丝粘胶、甘油、白炭黑	染料、颜料、硅酸、硫酸钠、硫酸锰、氢氧化铁、钛白粉、氟化工、锂化工、碳化硅、镍钴化工
矿物及加工	有色金属、金属尾矿、精煤、尾煤	非金属矿
食品	葡萄酒、黄酒、酒精、食用油、柠檬酸、果汁果胶、酱油、糖浆、各类淀粉、浓缩汤料	海藻胶、啤酒麦汁、棕榈油、甜菜糖、蔗糖
生物医药	医药中间体、原料药、中成药	发酵液、酶制剂

资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

### 二、压滤机相比其它分离机械的优势

#### 1、适合粒径较小物料的分，且物料特性要求不高

离心机、带式压榨机、真空过滤机和压滤机都可以用于细粒物料的固液分离，其中，离心机和真空过滤机更适合处理粒径较大和粒度分布相对集中的细粒物料，带式压榨机和压滤机更适合处理粒径较小的细粒物料。但是，带式压榨机要求物料具有较好的可压缩性，而压滤机对物料粒度分布和可压

缩性基本没有要求。

图表3 主要分离机械适用范围

	可压缩性	粒径	粒度分布
压滤机	无要求	较小	无要求
带式压榨机	较好	较小	无要求
离心机	无要求	较大	较集中
真空过滤机	无要求	较大	集中

资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

## 2、压滤机更符合节能减排要求

压滤机的发展先后经历了板框滤板压滤机、厢式滤板压滤机、隔膜滤板压滤机三个阶段，目前，隔膜压滤机是压滤机的主流产品。隔膜压滤机脱水工艺中，进料泵的电能消耗较大，隔膜压滤机通过采用可变滤室隔膜压榨技术，大幅缩短过滤周期，加上对进料泵的压力、流量进行变频控制，电能消耗大幅下降。在滤饼烘干或焚烧过程中，隔膜压滤机通过可变滤室隔膜压榨技术降低物料的含水率，大幅节省后续烘干和焚烧工艺中的能源消耗。

## 三、压滤机行业现状及发展趋势

### 1、行业集中度较高

目前，国内压滤机行业约有100家企业，兴源过滤，景津压滤机集团有限公司、衡水海江压滤机集团有限公司以及中大贝莱特压滤机有限公司四家骨干企业在国内总销售规模中的占比接近70%，行业集中度较高。

### 2、出口与进口替代持续推进

近年来，国内骨干企业压滤机和滤板制造水平已接近或达到国际先进水平，并以较高的性价比，逐步赢得国际市场的青睐，产品已出口至南美、北美、东南亚、中东、欧洲等地，同时，国内市场的进口替代也在持续推进。

### 3、大型化和自动化成为行业发展趋势

由于设备大型化可以提高生产效率、减少基建投资、降低原材料消耗，经济效益更为明显，我国压滤机行业正呈现大型化发展趋势。与此同时，国产压滤机自动化水平也在不断提高，行业内骨干企业已掌握PLC自动控制、自动隔膜压榨、自动拉板、滤布自动水冲洗、自动卸饼以及自动接液翻板等多项自动化技术。

### 4、系统集成模式是未来发展方向

目前，我国压滤机行业仍以提供压滤机单机及配套销售为主要经营模式，这一模式通常以价格手段进行竞争。随着压滤机越来越多地应用于新兴领域，具有较强研究设计能力的企业，充分发挥其在技术方面的优势，有针对性地设计过滤工艺和控制系统，为客户提供过滤解决方案，这一模式逐步显

现出优势。此外，由于压滤机传统应用领域竞争较为激烈，而系统集成服务能带来更大的附加值，毛利率较高，这也使得系统集成服务模式成为行业未来的发展趋势。

#### 四、压滤机行业发展潜力巨大

压滤机广泛应用于环保领域，矿物及加工、化工、食品和生物医药等领域，其中，环保领域是我国压滤机未来增长的最大看点。环保部2010年颁布的《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》要求，污水处理厂应对污水处理过程产生的污泥承担处理处置责任，加快污泥处理设施建设，污水处理厂新建、改建和扩建时，污泥处理设施应当与污水处理设施同时规划、同时建设、同时投入运行。不具备污泥处理能力的现有污水处理厂，应当在该通知发布之日起2年内建成并运行污泥处理设施。污水处理厂以贮存（即不处理处置）为目的将污泥运出厂界的，必须将污泥脱水至含水率50%以下。目前，我国的污泥处理设备主要有带式压榨机、离心机、压滤机，其中只有隔膜压滤机能够满足《通知》中关于脱水率的要求，而目前我国隔膜压滤机在污泥处理中的使用比例仅为6%，未来仍有巨大增长空间。

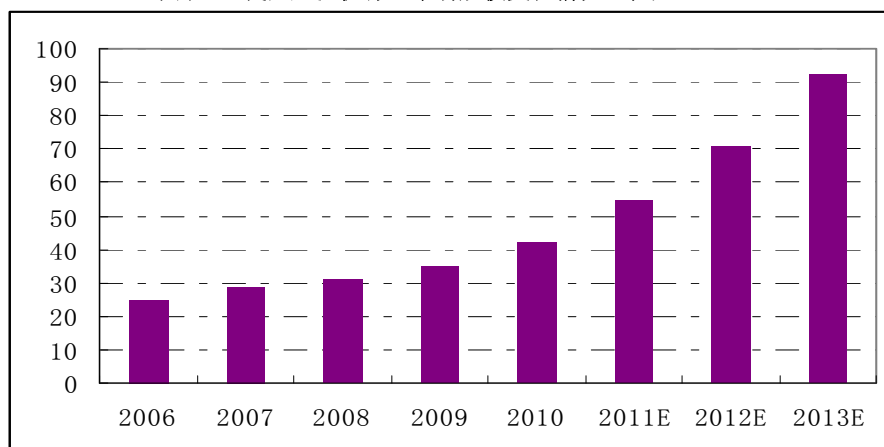
图表4 压榨机、离心机、压滤机脱水率比较

设备名称	脱水方法	脱水后滤饼含水率	目前使用占比
带式压榨机	带式挤压法	75-83%	65%
隔膜压滤机	隔膜压榨法	40-58%	6%
离心机	离心脱水法	75-80%	22%

资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

另据环保部环境规划院报告的预测，未来五年我国污水治理累计投入将达到1.06万亿元，这也极大拉动压滤机的市场需求。根据分离机械协会的统计数据，2006年国内压滤机行业销售规模约为25亿元，2010年行业销售规模已接近42亿元，保守估计，未来几年我国压滤机行业市场容量将会以每年25%-35%的速度增长。

图表5 我国压滤机行业市场规模变化情况（亿元）



资料来源：分离机械协会、联讯证券投研中心

### 五、公司的行业地位

近几年，公司通过差异化竞争战略，依靠传统的技术研发优势，以系统集成服务为特色，迅速抢占城镇污水污泥处理、自来水污泥处理、啤酒麦汁过滤、油脂分提和高岭土洗涤过滤等压滤机新兴细分市场和高端市场，整体市场占有率稳居行业前三名。

图表6 2007-2009年我国压滤机行业市场占有率排名情况

	排名	公司名称
2007	1	景津压滤机集团有限公司
2008	2	衡水海江压滤机集团有限公司
2009	3	兴源过滤

资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

图表7 公司在新兴细分市场的主要竞争对手

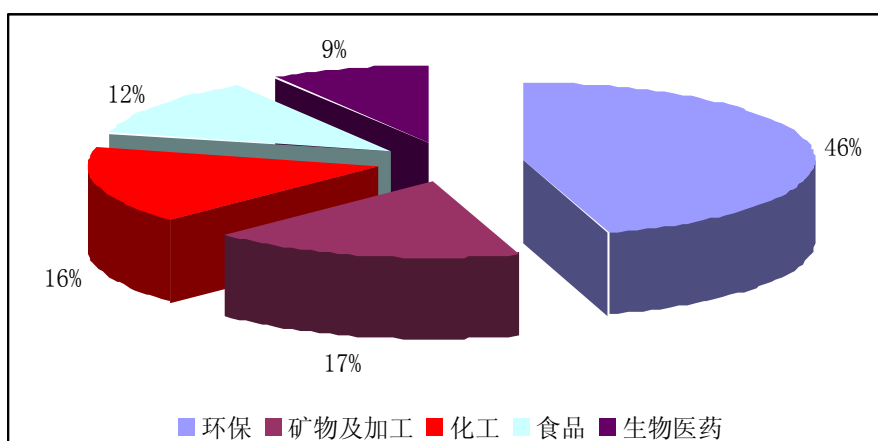
应用领域	主要竞争对手
高岭土洗涤过滤	景津压滤机集团有限公司
啤酒麦汁过滤	啤酒麦汁过滤安德里茨、吉曼（Ziemann）和莫拉（Meura）
油脂分提	安德里茨
自来水污泥处理	安德里茨、西门子
城镇污水污泥处理	无锡市通用机械厂有限公司、景津压滤机集团有限公司

资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

### 六、主营业务保持较快增长

公司收入主要来自于环保、矿物及加工、化工、食品和生物医药领域，其中，环保领域是公司最大的收入来源，在主营收入中占比高达46%。

图表8 公司产品下游需求分布情况

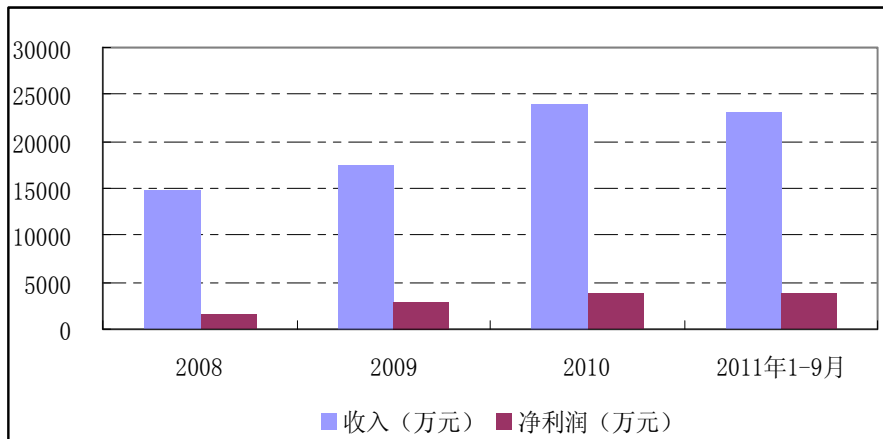


资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

2008年、2009年和2010年公司分别实现营业收入1.47元、1.75亿元和2.39亿元，年复合增长率达

27.73%；分别实现净利润1585万元、2918万元和3909万元，年复合增速达57.03%。2011年1-9月，公司分别实现营业收入和净利润2.32亿元和3882万元，分别同比增长31.43%和44.77%。我们预计，2011全年公司收入和净利润有望保持30%左右的增速。

图表9 公司收入和净利润增长情况

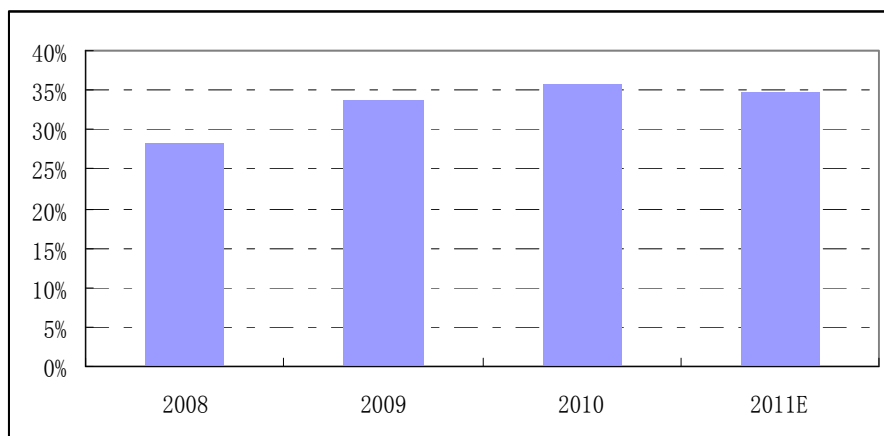


资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

### 七、毛利率保持稳定

2008年至2010年，公司综合毛利率分别为28.20%、33.73%和35.84%，毛利率呈逐步上升趋势，主要是受公司原材料价格变动、产品价格调整以及自行生产滤板等因素的影响。2011年1-9月，公司毛利率为34.21%，预计未来两年公司毛利率仍将维持在34%左右。

图表10 公司毛利率变化情况



资料来源：公司财务报表、联讯证券投研中心

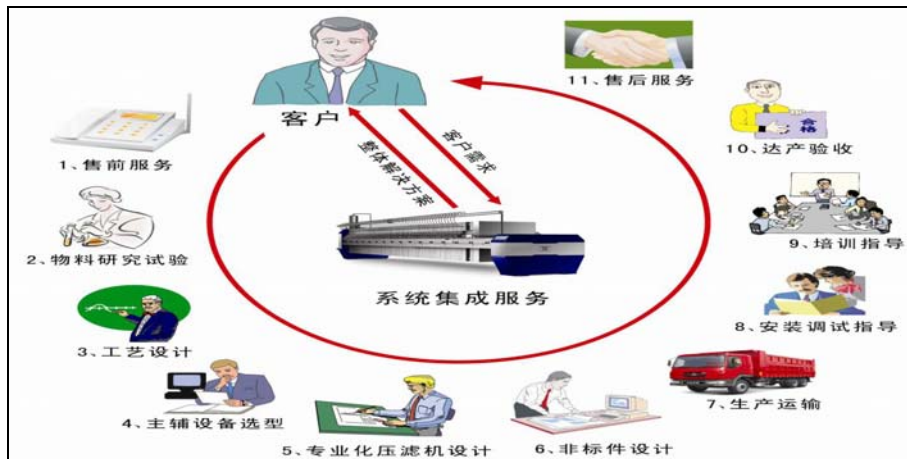
### 八、公司的核心竞争优势

#### 1、系统集成服务方面的优势

经过多年积累，公司初步完成了由压滤机制造商向系统集成商的转变。除压滤机制造外，公司积

极开展压滤机应用技术、过滤工艺、物料预处理、控制系统等以提高过滤效果为目标的过滤系统技术的研发，熟练掌握了压滤机系统集成服务各环节的技术。强大的系统集成能力，使得公司未来能够不断提高市场占有率，并维持较高的毛利率。

图表11 公司系统集成服务流程图



资料来源：公司招股意向书、联讯证券投研中心

## 2、专业化优势

公司充分发挥其自主创新和系统集成优势，针对中高端客户不同的专业化需求，增加产品的特殊功能，制造专业化产品。例如，针对啤酒行业的需求，公司设计制造出全自动啤酒麦汁压滤机；针对淀粉行业的需求，公司又设计制造出淀粉行业专用全自动悬梁式压滤机。专业化方面的优势，为公司树立起了高端品牌的形象，保证了中高端客户的持续增长。

## 九、盈利预测与估值

根据我们的模型,我们预计公司2011、2012和2013年将分别实现营业收入3.19亿元、4.55亿元和6.32亿元，分别实现每股收益0.91元、1.33元和1.88元。截止2011年12月28日收盘，公司股价为26.92元，对应2011-2013年EPS的动态PE分别为30倍、20倍和14倍，估值基本合理。值得注意的是，公司网下配售股份已于12月27日上市流通，可上市流通数量为280万股，公司目前股价略高于26元的发行价，限售股近期的解禁对于公司股价有一定压制作用，另外，近期A股市场整体氛围仍然较弱，因此，尽管我们看好公司长期发展前景，但短期而言并非最佳介入时机，暂不对其进行评级，建议投资者保持谨慎。

图表12 公司盈利预测表（万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	17520	23933	31933	45500	63200
营业成本	11610	15357	20800	29500	40900
营业税金及附加	113	161	214	306	425

销售费用	945.744834	1387	1788	2457	3286
管理费用	1385	2220	2874	4095	5688
财务费用	216	390	511	728	1011
资产减值损失	35	70	89	127	177
加：公允价值变动收益					
投资收益	16	0	0	0	0
营业利润	3231	4349	5656	8287	11713
加：营业外收入	231	217	287	410	569
减：营业外支出	25	32	43	61	85
利润总额	3437	4534	5900	8635	12196
减：所得税费用	519	626	830	1183	1643
净利润	2918	3909	5070	7452	10553
归属于母公司所有者的净利润	2901	3909	5070	7452	10553
少数股东损益	16	0	0	0	0
EPS（元）	0.52	0.70	0.91	1.33	1.88

资料来源：公司财务报表、联讯证券投研中心

## 十、主要风险

### 1、市场竞争加剧的风险

相比国内同行，公司的主要优势集中于新兴细分行业，未来如果国内其它压滤机厂商转向以新兴细分市场为主要目标，而公司又不能保持研发和系统集成服务方面的优势，其市场可能会受到一定的冲击。

### 2、募资项目的风险

2011年9月，公司首次公开发行1,400万股人民币普通股，募集资金主要用于年产800台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目。尽管公司此前对于募投项目进行过深入的可行性研究，但项目推进过程中和达产后仍然存在着一定的风险。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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。

## 风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。