

期待环保市场春天到来

——兴源过滤（300266）调研快报

2012年2月14日

推荐/首次

兴源过滤

调研快报

王明德	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 史成波	shicb@dxzq.net.cn 010-6655 4022

事件:

近期我司实地调研了兴源过滤, 并与公司高管就当前行业和公司现状进行了深入探讨。

观点:

1、公司主营隔膜式压滤机, 是行业内领先企业。

公司主营隔膜式压滤机产品, 隔膜压滤机过滤压力高, 可以选用致密的滤布, 通过滤布截留和滤饼层过滤, 获得清澈的滤液, 滤饼含水率低, 分离彻底, 价格要低于离心机、高于带式机。

国内压滤机应用从化工行业等传统应用领域开始, 随着资源利用率和降耗要求的提高, 如碳化硅回收等领域开始逐步使用压滤机, 也有些领域原来使用其他分离设备, 但是随着外部环境对过滤要求的提高, 过滤物料粒径越来越小, 其他分离设备难以满足工艺需求, 开始改用压滤机, 如城镇污水污泥处理等。目前公司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。

图 1: 压滤机产业分类

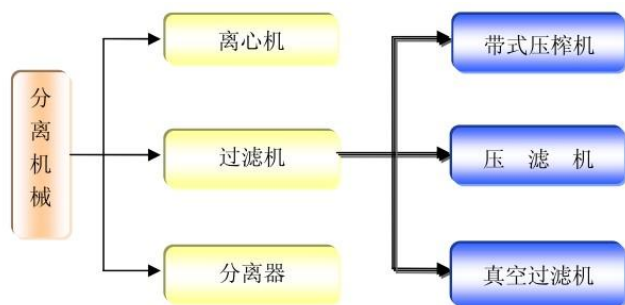
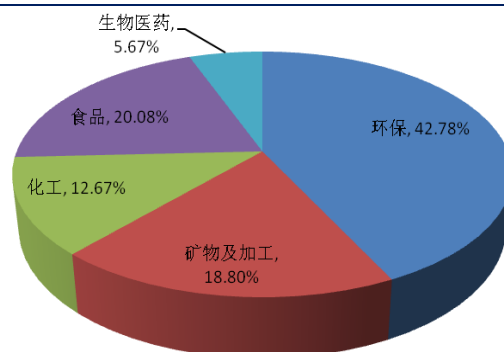


图 2: 公司产品主要下游应用领域



资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

表 1: 三种压滤机实用性能

设备	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%
离心机	离心脱水法	75-80%	22%
隔膜压滤机	隔膜压榨法	40-58%	6%

资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

表 2：公司产品主要应用领域的竞争对手及行业排名

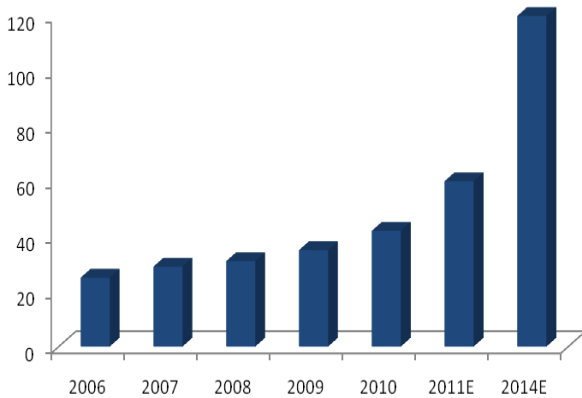
应用领域	竞争对手	行业内排名	2009 年
城镇污水污泥处理	无锡市通用机械、景津集团	第一名	景津集团
自来水污泥处理	安德里茨、西门子	第二名	衡水海江
啤酒麦汁过滤	安德里茨、吉曼 (Ziemann) 和莫拉 (Meura)	第三名	兴源过滤
油脂分提	安德里茨		中大贝莱特
高岭土洗涤过滤	景津集团		

资料来源：公司招股说明书；东兴证券研究所

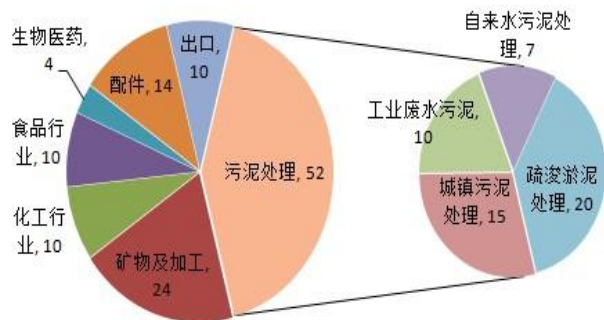
2、环保市场启动受益政策推动，市场进一步扩大。

2010 年 11 月，环保部发布《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》，要求新建、改建和扩建的污水处理厂，污泥处理设施应与污水处理设施同时运行，目前不具备污泥处理能力的，应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，目前脱水效果较好的就是隔膜式压滤机，而目前隔膜式压滤机普及率才 6%，未来成长空间较大。

以污水处理厂为例，2009 年，全国投运城镇污水处理厂 1,992 座，处理污水量 280 亿 m³，产生污泥（含水量 80%）2005 万吨，随着在建的 2,000 多座污水处理厂陆续投入运营，全国年污泥总产生量很快突破 300 万吨，污泥处理处置市场才刚刚起步。到 2014 年，工业废水污泥、城镇污泥、疏浚污泥以及自来水污泥处理对隔膜式压滤机的需求空间将达到 52 亿元，整个行业需求将超过 120 亿元。

图 3：压滤机行业规模（单位：亿元）

资料来源：公司招股说明书；东兴证券研究所

图 4：2014 年压滤机市场需求（单位：亿元）

资料来源：公司招股说明书；东兴证券研究所

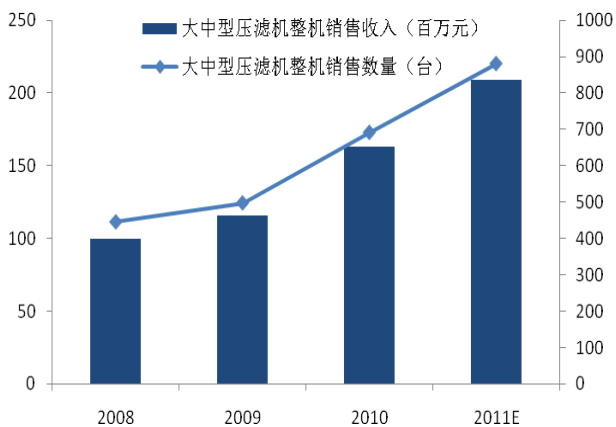
3、竞争力来源于技术领先，走系统化、大型化差异路线。

公司拥有有效授权专利 155 项，其中发明专利 26 项，实用新型专利 126 项，外观设计专利 3 项，并有 44 项发明专利申请、38 项实用新型专利申请和 1 项外观设计专利申请处于审查阶段，已形成涵盖压滤机产品、过滤系统、制造过程的专利体系，公司授权专利及授权发明专利数量均位居行业第一。公司 2011 年度发明专利授权量达到 15 项，创公司年发明专利授权量新高。

大中型压滤机产品由于过滤面积大，处理能力强，可以明显提高客户的使用效率，是未来市场需求的发展方向。近年来，公司产品坚持向大型化方向发展，公司滤板最大尺寸达到 2,450×2,450mm，单机最大过滤面积达到 1,000m²，均为行业领先水平。

公司设有浙江省高新技术企业研究开发中心和物料实验室，拥有化学、控制、电气等方面的专业人才，在预处理技术、压滤机过滤工艺、控制系统等方面形成了公司特有的竞争优势。经过多年的实验和发展，公司积累了大量的物料过滤参数，形成了全面的过滤工艺设计、控制技术参数库，可根据不同的作业要求进行个性化设计，实现过滤效果最优化。目前公司系统集成服务优势已转化为在一些新兴细分市场稳定的占有率和较高的盈利水平，公司在多个新兴细分应用领域排名位居行业首位。

图 5：公司大中型压滤机逐年增多



资料来源：公司招股说明书；东兴证券研究所

风险提示

- 1) 折旧增加导致公司利润下滑的风险。2010 年底公司固定资产净额合计为 5,071.22 万元。本次募集资金中固定资产投资 29,850 万元，每年固定资产折旧费用将大幅提高。
- 2) 行业竞争风险加剧。公司收入规模行业排名第三，龙头景津集团收入规模逾 20 亿元，不排除景津大规模进入环保领域，从而导致行业竞争加剧。

结论：

- 1) 工业污泥、城镇污泥、自来水污泥以及河道疏浚污泥市场刚刚启动，由于隔膜压滤机脱水率明显好于带式机和离心机，未来新增市场和替换市场空间广阔。
- 2) 公司是隔膜压滤机领先企业，凭借系统化及专业化能力在行业内获得了快速发展，未来内在增长动力来源于公司的技术优势、专家销售团队，外在来源于行业集中度的进一步提高。

我们预计公司 EPS 分别为 0.87、1.27、1.63 元，对应当前股价 PE 分别为 30.0X、20.4X、16.0X，按照 2012 年 25 倍 PE 估算，公司合理股价为 31.7 元，首次给予“推荐”评级。

表 4：公司盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	175.20	239.33	303.62	392.71	514.88
主营收入增长率	19.42%	36.61%	26.86%	29.34%	31.11%
EBITDA (百万元)	37.91	52.53	56.62	79.25	100.51

EBITDA 增长率	67.20%	38.56%	7.79%	39.97%	26.84%
净利润 (百万元)	29.01	39.09	48.46	71.18	91.15
净利润增长率	83.65%	34.72%	23.98%	46.88%	28.07%
ROE	48.51%	30.32%	9.76%	12.69%	14.16%
EPS (元)	0.518	0.698	0.865	1.271	1.628
P/E	50.13	37.21	30.01	20.43	15.95
P/B	15.63	8.46	2.93	2.59	2.26
EV/EBITDA	25.48	21.04	19.51	13.24	9.78

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

史成波

工学学士，经济学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。