

## 主攻污泥处理市场 精耕新兴细分领域

**兴源过滤**  
**300266**

### 转型压滤系统集成服务商

公司已初步实现由压滤机单机制造商向系统集成服务商的转型。公司的压滤机产品主要应用于环保和矿物及加工、化工、食品和生物医药等工业生产过程，具备节能减排和提高资源综合利用率两大主要优势，是国家政策大力扶持的行业发展方向。08至10年公司营业收入年复合增长27.73%，净利润年复合增速57.03%，盈利成长性良好。

### 环保领域成为压滤机行业未来最主要市场

预计未来三年来自工业废水污泥、城镇污水污泥、自来水污泥和江河湖库疏浚污泥等环保领域的压滤机市场容量年复合增速在30%-35%之间，14年环保领域压滤机市场容量52亿元，占整个压滤机行业市场容量的43%。

### 公司发展战略明确：主攻污泥处理市场 精耕新兴细分领域

隔膜压滤机是各种脱水机械中唯一符合环保部污泥处理含水率50%以下强制性指标的产品，可实现污泥有效减量处理，相较其他脱水机械具有明显节能优势，而目前市场使用占比仅为6%。作为公司主营产品，隔膜压滤机有望分享行业高速增长和市场替代带来的双重收益。11年上半年来自环保行业收入占整机比重达45.4%，呈现逐年稳步增长态势。

公司凭借自身在压滤机系统集成领域的优势地位，精耕食品、精细化工及生物医药新兴细分市场，在啤酒麦汁过滤、油脂分提等多个细分市场市场占有率第一，避开传统领域激烈市场竞争的同时通过产品服务的个性化、高端化巩固高毛利水平。

### 募投项目将显著提高优势产品产能 有助于巩固细分市场优势

此次公司拟发行1400万股，投资3.37亿元用于年产800台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目。以上项目完全达产后将新增收入5.67亿元，为公司贡献利润1.23亿元。中高端型号大中型隔膜压滤机产能释放将显著提高优势产品产能，进一步优化主营产品结构。

### 盈利预测与估值

预计公司2011-2013年EPS分别为0.80元、1.17元、1.52元，结合公司盈利成长性和可比上市公司估值情况，对应2011年EPS0.8元，给予28-30倍PE估值，公司询价区间为22.40-24.00元。

**不评级** **首次**

分析师：应晓明

投资咨询执业证书编号：

S0630511010018

联系人：赵语涛

021-50586660-8637

zhaoyt@longone.com.cn

机械行业

联系人：王青

021-50586660-8617

wangqing@longone.com.cn

机械行业

日期

分析：2011年9月13日

询价区间

22.40元—24.00元

公司数据

发行股数(万股)：1400

发行日期：2011/9/19

发行方式：网下发行+网上申购

主承销商：齐鲁证券

公司估值

	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	0.52	0.70	0.80	1.17	1.52
PE					
PB					

注：EPS为最新股本摊薄后数据

## 正文目录

二、转型压滤系统集成服务商 .....	4
1、公司概况 .....	4
二、主攻污泥处理市场 精耕新兴细分领域 .....	4
1、环保领域成为压滤机行业未来最主要市场 .....	4
2、隔膜压滤机有望分享行业高增长和市场替代带来的双重收益 .....	5
3、凭借系统集成优势，精耕新兴细分领域 .....	6
三、公司募投项目分析 .....	7
四、盈利预测与估值 .....	7
1、 盈利预测:未来三年净利润复合增长率为 37.44% .....	7
2、 估值: 建议询价区间 22.40-24.00 元 .....	7
五、风险因素 .....	9

## 图表目录

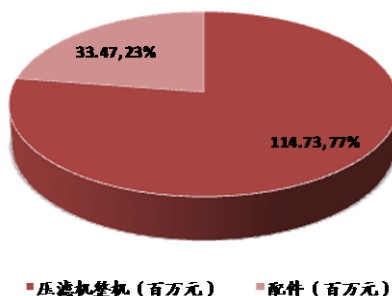
图 1. 2011H1 主营产品结构.....	4
图 2. 2010 年压滤机整机下游需求分布 .....	4
图 3. 2011H1 公司系统集成服务产品收入占整机销售收入比.....	4
图 4. 公司盈利成长性良好 .....	4
图 5. 预计 14 年环保领域压滤机市场容量 .....	5
图 6. 不同类型脱水机械使用占比 .....	5
图 7. 预计 14 年环保领域压滤机市场容量 .....	6
图 8. 压滤机整机毛利率和食品领域毛利比较 .....	6
表 1. 各种脱水机械主要技术经济指标的比较.....	5
表 2. 公司新兴细分市场地位（截至 09 年末） .....	6
表 3. 募集资金项目用途 .....	7
表 4. 主要可比上市公司 .....	7
表 5. 公司财务预测 .....	9

## 一、转型压滤系统集成服务商

### 1、公司概况

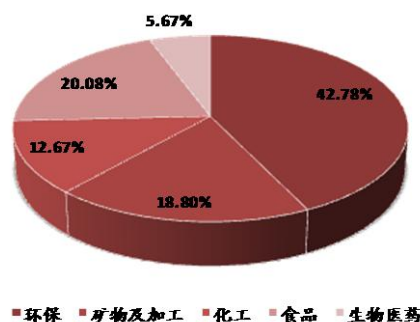
公司主营业务为压滤机制造和压滤机系统集成服务以及配件服务，已初步实现由压滤机单机制造商向系统集成服务商的转型。公司的压滤机产品主要应用于环保和矿物及加工、化工、食品和生物医药等工业生产过程，具备节能减排和提高资源综合利用率两大主要优势，是国家政策大力扶持的行业发展方向。08至10年公司营业收入年复合增长27.73%，净利润年复合增速57.03%，盈利成长性良好。

图 1. 2011H1 主营产品结构



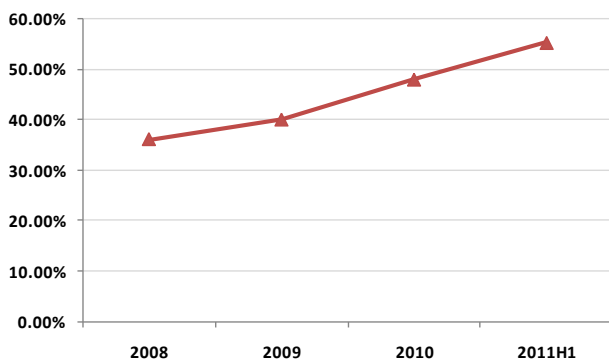
资料来源：东海证券研究所，招股意向书

图 2. 2010 年压滤机整机下游需求分布



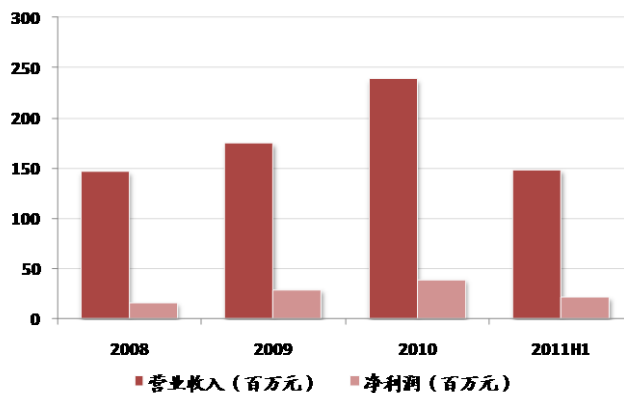
资料来源：东海证券研究所，招股意向书

图 3. 2011H1 公司系统集成服务产品收入占整机销售收入比



资料来源：东海证券研究所整理，招股意向书

图 4. 公司盈利成长性良好



资料来源：东海证券研究所，招股意向书

## 二、主攻污泥处理市场 精耕新兴细分领域

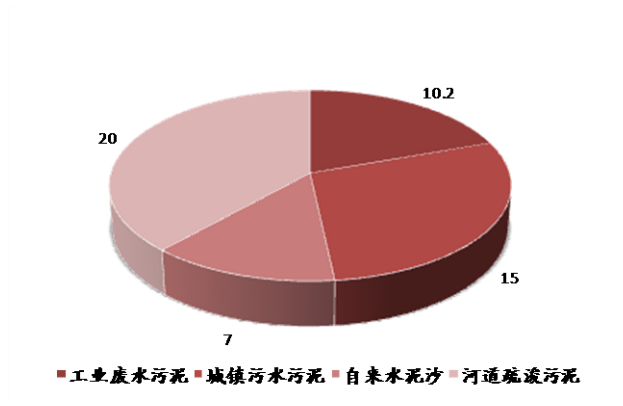
### 1、环保领域成为压滤机行业未来最主要市场

长期以来“重污水处理、轻污泥处理”的环境治理格局正得到逐步扭转，工业废水污泥、城镇污水污泥、自来水污泥和江河湖库疏浚污泥都需借助压滤机来处理处置，环保领域将成为压滤机行业未来最主要

的市场。

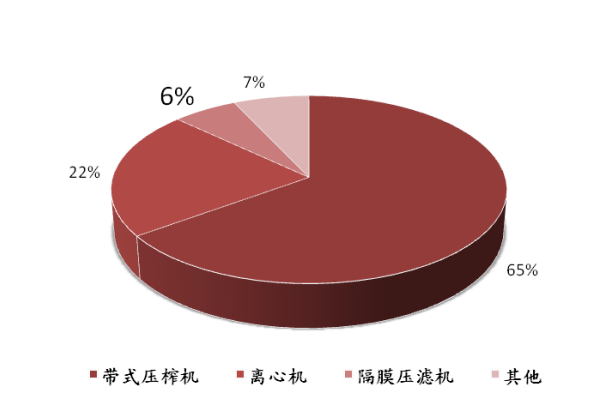
2011年11月环保部印发的《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》，要求新建、改建和扩建的污水处理厂应同时规划、建设并运行污泥处理设施；目前不具备污泥处理能力的污水处理厂应在2年内建成并运行污泥处理设施。同时提出了污泥必须脱水至含水率50%以下的强制性指标。“十二五”期间中央财政将投入1000亿元用于自来水的污泥处理，投入3000亿元用于流域污泥治理。预计未来三年来自工业废水污泥、城镇污水污泥、自来水污泥和江河湖库疏浚污泥等环保领域的压滤机市场容量年复合增速在30%-35%之间，14年环保领域压滤机市场容量52亿元，占整个压滤机行业市场容量的43%。

图 5. 预计 14 年环保领域压滤机市场容量



资料来源：东海证券研究所，分离机械分会

图 6. 不同类型脱水机械使用占比



资料来源：东海证券研究所，招股意向书

## 2、隔膜压滤机有望分享行业高增长和市场替代带来的双重收益

隔膜压滤机是各种脱水机械中唯一符合环保部污泥处理含水率50%以下强制性指标的产品，在泵压过滤的基础上进行二次高效隔膜过滤，可实现污泥减量有效处理，相较其他脱水机械具有明显节能减排优势，而目前市场使用占比仅为6%。远低于带式压榨机和离心机的市场使用占比。作为公司主营产品，隔膜压滤机有望分享行业高增长和市场替代带来的双重收益。

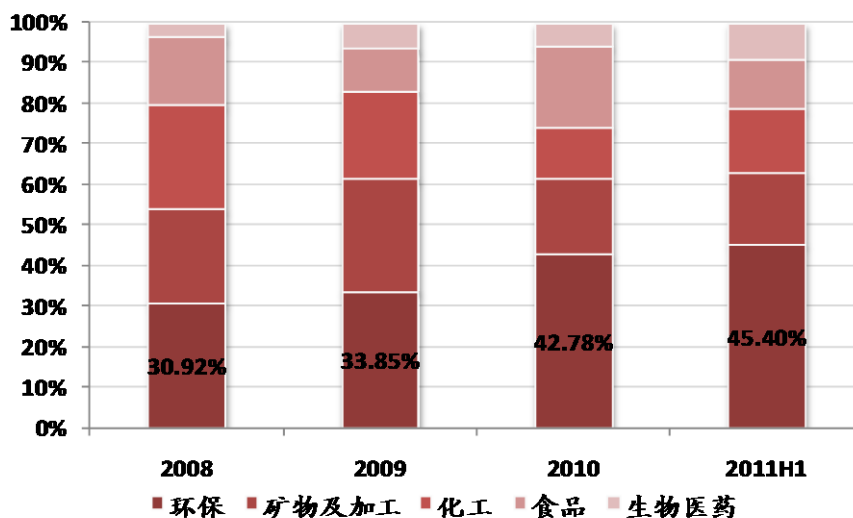
表 1. 各种脱水机械主要技术经济指标的比较

项目名称	普通板框压滤机	带式压滤机	离心机	隔膜压滤机
过滤形式	间歇式	连续式	连续式	准连续式
泥饼含水率 (%)	75~80	75~83	75~80	40~58
电能消耗 (kWh/t, 80%含水率)	5~15	5~20	30~60	2~5
现场环境	中等 (卸饼时有异味)	差 (全程接触空气, 异味重)	较好 (密闭工作)	较好 (泥饼基本无异味)

资料来源：东海证券研究所，分离机械分会

11年上半年公司来自环保行业收入占整机比重达45.4%，呈现逐年稳步增长态势。近年来，公司重点进行了压滤机污泥处理技术研究，“城市污泥高效脱水关键设备和工艺研发及示范”项目列入2009年国家863计划；公司疏浚污泥深度脱水固化一体机（技术）被列入2009年水利部先进实用技术，相关技术储备为进一步拓展污泥处理领域业务打下了良好的基础。

图 7. 预计 14 年环保领域压滤机市场容量



资料来源：东海证券研究所，招股意向书

### 3、凭借系统集成优势，精耕新兴细分领域

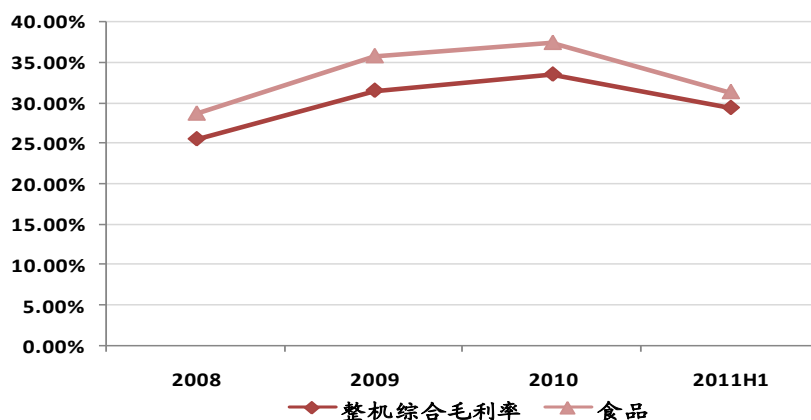
公司凭借自身在压滤机系统集成领域的优势地位，精耕食品、精细化工及生物医药新兴细分市场，在啤酒麦汁过滤、油脂分提等多个细分领域市场占有率第一，在避开传统领域激烈市场竞争的同时通过产品服务的个性化、高端化巩固高毛利水平。

表 2. 公司新兴细分市场地位（截至 09 年末）

应用领域	兴源过滤市场地位	应用领域	兴源过滤市场地位
啤酒麦汁过滤	第一	高岭土洗涤过滤	第一
油脂分提	第一	海藻胶过滤	第一
钛白粉洗涤过滤	第二	海水淡化污泥处理	第一

资料来源：东海证券研究所，分离机械分会

图 8. 压滤机整机毛利率和食品领域毛利比较



资料来源：东海证券研究所，分离机械分会

### 三、公司募投项目分析

此次公司拟发行1400万股,投资3.37亿元用于年产800台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目。以上项目完全达产后将新增收入5.67亿元,为公司贡献利润1.23亿元,中高端型号大、中型隔膜压滤机产能释放将显著提高优势产品产能,进一步优化主营产品结构。

表 3. 募集资金项目用途

序号	项目名称	预计总投资 (万元)	投资进度计划					使用募集资金额
			第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	
1	年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发	33,717	10,744	14,157	6,555	1,796	464	30,000

资料来源: 东海证券研究所, 招股意向书

### 四、盈利预测与估值

#### 1、盈利预测: 未来三年净利润复合增长率为 37.44%

预测假设: (1) 募投项目顺利达产; (2) 新增产能被市场充分消化; (3) 各项费率保持基本稳定, 基于以上假设, 我们预计公司未来三年净利润年复合增长率 37.44% (表 5. 公司财务预测)。

#### 2、估值: 建议询价区间 22.4.00-24.00 元

我们选取了盛运股份、金通灵、南方泵业等五家可比上市公司。

表 4. 主要可比上市公司

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE	2013PE
300090	盛运股份	79.28	33.86	25.87	20.33
300091	金通灵	66.01	32.89	21.43	15.65
300145	南方泵业	46.08	25.01	18.38	14.32
002598	山东章鼓	28.39	33.04	27.38	21.79
601369	陕鼓动力	39.12	24.66	19.76	16.28
均值		51.78	29.89	22.56	17.67

资料来源: 东海证券研究所, WIND

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.80 元、1.17 元、1.52 元, 结合公司盈利成长性和可比上市公司估值情况, 对应 2011 年 EPS0.8 元, 给予 28-30 倍 PE 估值, 公司询价区间为 22.40-24.00 元。

## 五、风险提示

(1) 行业竞争加剧风险; (2) 原材料价格波动风险。



表 5. 公司财务预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	16	47	315	238	272	营业收入	175	239	312	468	627
应收款项	54	71	65	95	124	增长率	19.4%	36.6%	30.5%	49.8%	34.1%
存货净额	34	60	59	86	126	营业成本	116	154	211	319	430
其他流动资产	2	4	4	6	10	营业成本/营业收入	66.3%	64.2%	67.4%	68.1%	68.5%
<b>流动资产合计</b>	<b>105</b>	<b>182</b>	<b>442</b>	<b>425</b>	<b>531</b>	营业税金及附加	1	2	2	3	4
固定资产	39	51	141	252	292	销售费用	9	14	18	27	35
无形资产及其他	2	29	29	28	28	销售费用/营业收入	5.4%	5.8%	5.8%	5.7%	5.6%
投资性房地产	1	5	5	5	5	管理费用	14	22	29	44	60
长期股权投资	0	0	0	0	0	管理费用/营业收入	7.9%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%
<b>资产总计</b>	<b>148</b>	<b>267</b>	<b>617</b>	<b>711</b>	<b>856</b>	财务费用	2	4	1	(1)	(1)
短期借款及交易性金融负债	47	61	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
应付款项	26	48	73	91	130	资产减值及公允价值变动	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他流动负债	15	25	38	48	68	其他收入	0	0	(0)	(0)	0
<b>流动负债合计</b>	<b>88</b>	<b>134</b>	<b>111</b>	<b>139</b>	<b>199</b>	营业利润	32	43	50	75	98
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	营业外净收支	2	2	2	2	2
其他长期负债	0	3	4	4	4	<b>利润总额</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>100</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	增长率	86.4%	31.9%	16.0%	46.8%	30.0%
<b>负债合计</b>	<b>88</b>	<b>138</b>	<b>115</b>	<b>143</b>	<b>202</b>	所得税费用	5	6	8	12	15
少数股东权益	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
股东权益	60	129	503	568	653	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>66</b>	<b>85</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>148</b>	<b>267</b>	<b>617</b>	<b>711</b>	<b>856</b>	增长率	83.7%	34.7%	14.4%	46.8%	30.0%

关键财务与估值指标						现金流量表(百万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股收益</b>	<b>0.52</b>	<b>0.70</b>	<b>0.80</b>	<b>1.17</b>	<b>1.52</b>	经营活动现金流	(23)	32	98	52	103
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(17)	(16)	(98)	(129)	(69)
每股净资产	1.07	2.30	8.97	10.15	11.67	投资活动现金流	(17)	(16)	(98)	(129)	(69)
ROE	49%	30%	9%	12%	13%	权益性融资	0	0	329	0	0
毛利率	34%	36%	33%	32%	32%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	20%	16%	16%	16%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	22%	19%	19%	20%	其它融资现金流	23	15	(61)	0	0
收入增长	19%	37%	31%	50%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>268</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净利润增长	84%	35%	14%	47%	30%	<b>现金净变动</b>	<b>(17)</b>	<b>31</b>	<b>268</b>	<b>(77)</b>	<b>35</b>
资产负债率	59%	52%	19%	20%	24%	货币资金的期初余额	33	16	47	315	238
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	16	47	315	238	272
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	企业自由现金流	(36)	23	(3)	(81)	31
EV/EBITDA	1.2	1.2	2.0	1.6	1.6	权益自由现金流	0	38	(64)	(81)	31

资料来源：东海证券研究所

**作者简介**

应晓明：东海证券研究所，节能环保行业分析师。证券从业经历10年。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%  
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

**行业指数评级** 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

**公司股票评级** 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%  
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间  
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间  
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责声明**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897