



# 抓对环保先机 小公司抢大市场

增持 下调

## 投资要点:

- 早于对手布局环保市场，今年环保占比有望达 60%
- 大型政府项目经验丰富，系统集成优势显著利发展
- 狠抓销售，扩能建设，抢市场

## 报告摘要:

- 早于对手布局环保市场，今年环保占比有望达 60%。**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》，要求污泥处理含水率降至 50%以下，隔膜压滤机是唯一满足条件的。目前正在使用压滤机 65%用的是带式压滤机处理，隔膜压滤机只占 6%，环保产业逐步成为压滤机市场的主要增长动力。最大的竞争对手景津主要从事选煤、污水处理、食品制药等领域，公司提前布局环保市场。
- 大型政府项目经验丰富，系统集成优势显著。**公司目前承接了 15 个大型政府项目，尤其亚洲最大的上海白云港项目采用隔膜压滤机（26 套），其中公司供应 10 套系统，景津 10 套，其余 2 家海外企业各 3 套，与海外龙头企业的竞争中体现了极强的市场和产品竞争力。
- 狠抓销售、扩能建设，抢市场。**预计 2014 年压滤机国内市场规模约 100 亿元，加上配件和出口市场规模超 120 亿元。行业 20-30%增速情况下，公司目标由 6%市占率提升至 10%。募投项目一期 800 台已经生产，2013 年预计能够释放 40%左右。产能弹性比较大，不再制约公司。公司未来将重点狠抓销售，包括激发现有销售团队销售潜能，扩大销售、培养后备销售团队、加强华东地区以外区域销售拓展、高级管理人员重点向市场营销系统倾斜等政策，全面抢占市场。
- 估值与评级。**我们看好十二五污泥处理行业蓬勃发展及公司的后续拿单能力，预测 13、14 和 15 年 EPS 为 0.41、0.52 和 0.67 元，对应动态 PE31、24 和 19 倍，下调至“增持”评级。

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	294.14	386.26	528.47	772.24
增长率(%)	-5.85%	31.32%	36.82%	46.13%
净利润	38.66	47.53	60.53	78.40
增长率(%)	-16.57%	22.95%	27.34%	29.52%
每股收益(EPS)	0.33	0.41	0.52	0.67

## 机械研究组

### 分析师:

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

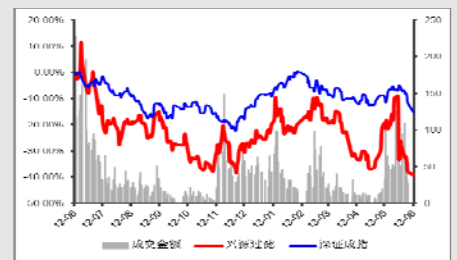
### 研究助理:

朱颖

电话: 010-67885963

Email: zhuying@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

压滤机新兴应用市场的领军企业

2011.9

## 我们的判断:

早于对手布局环保市场，今年环保占比有望达 60%。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》，要求污泥处理含水率降至 50% 以下，隔膜压滤机是唯一满足条件的。目前正在使用压滤机 65% 用的是带式压滤机处理，隔膜压滤机只占 6%，环保产业逐步成为压滤机市场的主要增长动力。最大的竞争对手景津主要从事选煤、污水处理、食品制药等领域，公司提前布局环保市场。

大型政府项目经验丰富，系统集成优势显著。公司目前承接了 15 个大型政府项目，尤其亚洲最大的上海白云港项目采用隔膜压滤机（26 套），其中公司供应 10 套系统，景津 10 套，其余 2 家海外企业各 3 套，与海外龙头企业的竞争中体现了极强的市场和产品竞争力。

狠抓销售、扩能建设，抢市场。预计 2014 年压滤机国内市场规模约 100 亿元，加上配件和出口市场规模超 120 亿元。行业 20-30% 增速情况下，公司目标由 6% 市占率提升至 10%。募投项目一期 800 台已经生产，2013 年预计能够释放 40% 左右。产能弹性比较大，不再制约公司。公司未来将重点狠抓销售，包括激发现有销售团队销售潜能，扩大销售、培养后备销售团队、加强华东地区以外区域销售拓展、高级管理人员重点向市场营销系统倾斜等政策，全面抢占市场。

我们看好十二五污泥处理行业蓬勃发展及公司的后续拿单能力，预测 13、14 和 15 年 EPS 为 0.41、1.08 和 1.40 元，对应动态 PE31、24 和 19 倍，下调至“增持”评级。

## 一、行业情况:

### 1、行业未来发展方向:

**(1) 市政污水处理领域广阔。**国内环保投入不足，国外压滤机市场中市政污水领域应用比例较高，显示未来将孕育较大的压滤机市场；

**(2) 系统化集成发展。**国外压滤机系统化集成的特点成为国内压滤机行业的发展方向。能源化工产业向精细化方向发展；

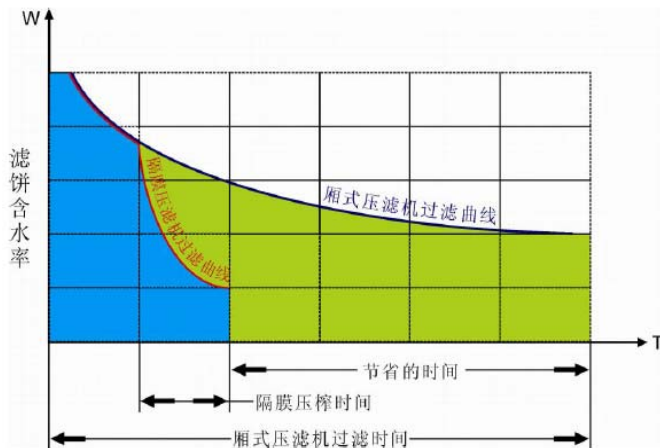
**(3) 国家对污泥含水率要求提高，隔膜压滤机逐渐替代传统的带式压滤机。**2010 年 11 月 26 日，环保部发布《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》，要求污泥处理含水率降至 50% 以下，隔膜压滤机是唯一满足条件的。目前正在使用压滤机 65% 用的是带式压滤机处理，隔膜压滤机只占 6%。污泥处理处置标准的提高及污泥处理设备的强制性使用，将新增大量的污泥处理设备的投资，从而形成压滤机的新增市场。

**表 1: 不同脱水设备脱水效果和分布情况表**

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%

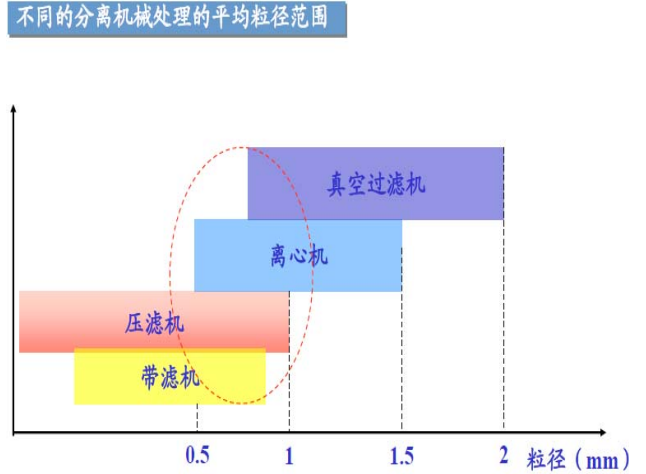
资料来源：公司公告、宏源证券

图 1: 压滤机脱水效率比较示意图



资料来源：公司公告、宏源证券

图 2: 压滤机处理效果比较示意图



资料来源：宏源证券

## 2、市场空间规模预测:

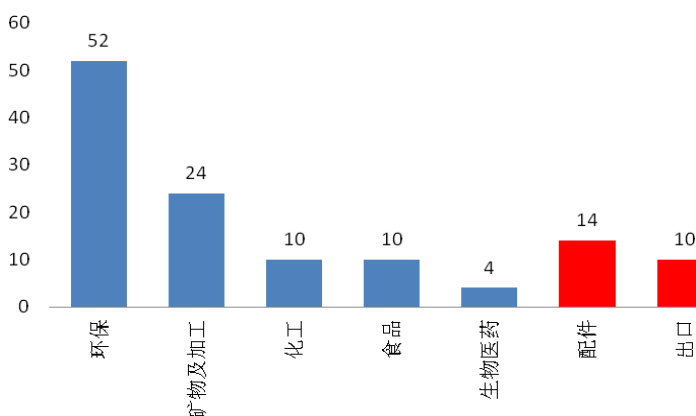
2012 年市场规模 60 多亿元，预计到 2014 年环保及其他领域的市场规模总约 100 亿元，加上配件市场和出口市场规模超 120 亿元。

表 2: 压滤机具体应用领域分类情况

应用领域	传统应用领域	新兴细分领域
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：公司公告、宏源证券

图 3: 压滤机 2014 年市场规模预测



资料来源：招股说明书、宏源证券

## (1) 环保领域

随着对城镇污水污泥处理的强制性要求逐步实施将会对工业废水污泥、自来水污泥、江河湖库疏浚淤泥的处理带来示范效应，并成为这些污泥处理领域制定相关政策的重要参考，加速隔膜压滤机在这些污泥处理领域的应用。保守估计，2014 年压滤机在环保领域需求总规模将不低于 52 亿元。

目前市政污泥处理启动的并不理想（北京 0%，天津 4%，江苏 10%，北京、上海审批慢）。污水完成的很好。最近江苏启动的很快（江苏市场公司重点要进去）。广州完成的很好。

**表 3：压滤机在各污泥处理领域的市场需求**

污泥处理领域	市场需求
城镇污水污泥处理领域	环保部《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》的出台对城镇污泥处理作出了强制性规定，压滤机在城镇污泥处理的应用前景广阔，保守估计，2011 年市场需求量将不低于 6 亿元，2014 年市场需求量将不低于 15 亿元。“十三五”期间仍将保持快速增长。
工业废水污泥处理领域	环保部环境规划院、国家信息中心《2008-2020 年中国环境经济形势分析与预测》，“十一五”后的未来十年，国家用于工业废水处理的投入仍将保持持续增长。工业废水治理投资的增加，必将带来对压滤机的大量需求。保守估计，2014 年该领域压滤机需求规模将不低于 10 亿元，2020 年将达到更高水平。
自来水污泥处理领域	随着我国自来水用量的增长以及自来水污泥处理率的提高，自来水污泥的处理量将快速增长，保守估计，2014 年自来水污泥处理领域的压滤机需求量将不低于 7 亿元。“十三五”期间，压滤机在该领域的需求仍将保持稳定增长。
疏浚淤泥处理领域	预计到 2015 年，我国沿海港口的疏浚量将达 50-70 亿立方米，长江、黄河、海河、辽河、淮河等流域江河湖库泥沙淤积总量超过 140 亿立方米，我国流域疏浚工作任重道远。“十二五”期间，中央财政将投入 3,000 亿元用于流域淤泥治理。大小流域的综合治理活动，将对压滤机产生较大的需求。保守估计，2014 年压滤机在流域疏浚领域的市场需求量将不低于 20 亿元，2020 年将达到更高水平。

资料来源：宏源证券

## (2) 其他领域

除环保领域外，压滤机市场需求还包括矿物及加工、化工、食品和生物医药等行业的整机新增和替代需求，配件需求和出口需求等，应用空间广阔。保守估计，2014 年压滤机在这些市场的需求总规模将不低于 72 亿元。

**表 4：压滤机在环保领域以外的市场需求**

污泥处理领域	市场需求
矿物及加工行业	压滤机是矿物洗选及加工过程的重要设备，加上近年隔膜压滤机先进技术的应用推广，矿物及加工领域对压滤机的需求将会显著增加。压滤机在矿物及加工领域的市场需求量主要包括有色金属、非金属矿、金属尾矿三个部分，保守估计，未来 3-5 年内压滤机在以上三个部分的市场需求量平均每年分别

	不低于 10 亿元、10 亿元和 4 亿元。
化工	压滤机作为固液分离过程装备广泛应用于化工行业，对优化化学工业的加工工艺起到了重要的作用。压滤机主要是应用于钛白粉、氟化工、锂化工、镍钴化工、白炭黑、无机盐、PVC、染料、颜料等子行业，这些行业的不断发展将对压滤机形成持续增长的需求。保守估计，2014 年压滤机在该行业的市场需求量将不低于 10 亿元，2020 年将达到更高水平。
食品	压滤机在食品行业的应用包括啤酒、淀粉、油脂、海藻、果汁果胶和酒精等产品的加工处理。保守估计，2014 年压滤机在食品行业的需求量将不低于 10 亿元，2020 年将达到更高水平。
生物医药	压滤机可广泛应用于生物医药行业的医药中间体、原料药、中成药、发酵液、酶制剂等物料的过滤，随着医药、医药中间体、保健品、食品添加剂、酶制剂等市场的发展，对符合 GMP 规范的压滤机需求也将呈现持续稳定发展的趋势，压滤机在生物医药行业的应用市场前景广阔。保守估计，2014 年该行业的压滤机市场需求量将不低于 4 亿元，2020 年将达到更高水平。
压滤机配件市场	压滤机工作环境较差，一些物料具有高温、高压、强腐蚀性，易损耗滤板等配件，为了确保压滤机能够安全、有效、稳定的工作，客户需要持续更换配件。随着压滤机市场存量的不断扩大，相应的压滤机配件市场以及售后服务市场也会不断增加。预计 2014 年压滤机配件市场的需求量将不低于 14 亿元，“十三五”期间仍将保持快速增长。
压滤机出口市场	近几年国内压滤机制造技术获得突飞猛进的发展，国内骨干压滤机企业生产的压滤机装备水平与国际先进水平的差距已经越来越小，而价格与国外相比较低，国产压滤机正以其较高的性价比赢得国际市场的青睐。随着我国压滤机产品的性价比优势不断增强，出口市场将迎来新的发展空间，未来十年内我国压滤机的出口需求将保持快速增长，保守估计，2014 年将不低于 10 亿元。

资料来源：宏源证券

## 二、行业竞争情况：

### 1、国内市场竞争格局：

#### (1) 国外竞争对手：

**a.不是专门的压滤机制造商：**安德里茨（耐驰、LENSER、R&B）、西门子（USFilter）等。

（安德里茨固液分离设备包括离心机、压滤机和带式压榨机，产品主要用于市政污水处理、采矿等；安德里茨集团收入 32 亿欧元，其中环保业务即固液分离设备收入为 3.22 亿欧元。2009 年，西门子总收入为 766 亿英镑，其中工业总收入 350 亿英镑；西门子脱水设备包括带滤机、压滤机、离心机；公司 2009 年末收购了 IPM，在采矿领域占有更多市场。）

**b.三大只做滤板的顶级制造商：**连思舍、克林高、JVK。代表滤板滤板质量的国际水平，产品销往世界各地。他们在国内承接了订单后，找国内的制造商（公司、景津、中环厂）来做压滤机。

（连思舍是安德里茨的一家子公司，世界知名滤板制造商之一，引领世界滤板发展；在上海设有代表处，国内年销售滤板 6000 多万人民币。克林高世界知名滤板制造商之一，与 LENSER 产品同类，引领世界滤板发展；在上海设有代表处，国内年销售滤板 3000 多万人民币。JVK 世界知名滤板制造商之一，与 LENSER、KLINKAU 产品略有差异，引领世界滤板发展，其橡胶隔膜更具特点。在上海设有代表处，国内年销售滤板 3000 多万人民币。）

（2）国内三大滤板制造商——景津（制造能力现有的是公司十倍。公司募投项目上去后，技术能力和系统集成能力和景津差不多）、兴源、海江（衡水地区，景津之前也是在那里的，主要地区）。代表着国内压滤机的水平，产品销往国外。

还有其他内资制造商，如中大贝莱特、金鸟（防腐）（老牌企业，发展比较平稳。杭州地区公司）、禹州大张。

## 2、内资品牌竞争情况：

目前国内压滤机企业约 100 多家，且基本分布在较为低端和较为小型化的竞争细分市场，其中绝大部分是仅提供滤板、或者压滤机单体设备的中小型企业。

国内收入过亿的企业共 4 家，据《中国通用机械工业年鉴》数据，2009 年这 4 家共占近 70% 市场份额，市场集中度高。除这 4 大国内竞争企业外，目前包括德国安德里茨和西门子（西门子于 2006 年 8 月收购美国联合压滤机公司，将其与西门子原有压滤部门进行了整合）在内的全球性的企业业已进入中国市场。相对于国内企业，海外企业竞争优势在于能根据客户所处行业的不同，综合选择最为合适的滤板材质、过滤工艺、预处理和控制系统集成，满足客户的个性化需求。这点上国内除 4 大龙头企业外，其他中小型企业基本不能达到这一高度。

表 5：国内压滤机四大骨干企业地域分布

公司	地域
景津压滤机集团有限公司	山东省德州市
衡水海江压滤机集团有限公司	河北省衡水市
杭州兴源过滤科技股份有限公司	浙江省杭州市
中大贝莱特压滤机有限公司	山东省德州市

资料来源：公司公告、宏源证券

## 3、公司市占率：

5%，污泥压滤机行业第三。

## 4、公司最主要的竞争对手：

最主要竞争对手是山东景津（主要集中于煤炭行业污水处理），其制造能力比公司强，销售规模比公司大，在非标产品制造中规模优势比较明显。

外资竞争对手安德里茨由于价格太高和响应时间长竞争力不足。

国内第二梯队的海江和中大目前因为自身管理方面的原因对公司形成的竞争较小。

## 5、公司与景津对比：

**景津：**是目前国内最大的压滤机生产和销售商，年销售收入规模超 20 亿元，2011 年市场占有率 67.2%，产品主要运用于选煤、污水处理、食品制药等领域。景津的发展主要得益于煤炭行业“黄金十年”，但由于煤炭投资下降，现在也开始转向新的领域如污水处理。

公司技术优势是做四化“**大型化、自动化、专业化、系统化**”。公司优势在于技术服务指导（系统集成的优势）。发明专利每年十几项，在创业板公司里兴源过滤排在前面。

### 兴源与景津对比：

（1）景津是行业内绝对老大，制造能力远强于上市前的兴源，一些关键部件兴源还需要外协（如注塑隔膜片），而景津都实现自给。机架、滤板及整体外观上，兴源与景津也有一定差距。兴源上市后产能规模迅速扩大，通过自建和引进核心设备，制造能力和制造水平总体差距迅速缩小；

（2）兴源的优势主要体现在系统集成方面：兴源更早进入污泥深度脱水领域，在污水预处理技术、参数控制以及自动化控制领域均有自身优势，景津注重设备产品生产，在环保系统集成方面储备相对不足；

2004 年兴源亏损，当时是无奈之举，2005 年扭亏为盈，主要对付小厂商精神。如果仅仅和景津比，也是很难活的，专业化系统化去对付景津的。不仅是活下来，而且要做到更大。

（3）兴源目前与景津还有一定差距，但兴源已上市而景津上市至少还需要两三年，景津原来主打工业过程装备领域已步入成熟期，在环保设备领域兴源与景津站在了同一起跑线。以上海白龙港项目为例，兴源和景津都中标 10 台，安德里茨和台湾卜力斯分别只中标 3 台。公司目前产能 1600 台，募投项目 800 台已经投产，另外还有 2000 台生产线在建，将于 2015 年投产，借助行业东风和首先进入资本市场的优势公司将快速缩小和景津的差距。（广州滤油能拿到单子，然后再给景津，因为景津做不了系统，景津也做污泥处理，他在生产上很强，但全面铺开没有公司的能力强，产品的标准化水平不高，公司的技术上还是有很。单机的制造和交货能力公司与景津没法比，但公司主要打销售牌）

## 三、压滤机简介：

### 1、过滤机分类：

带滤机（致命的弱点是敞开的，不密闭，极限是一个大气压，过滤不了太细微的东西；同时滤布也受限度，不能做的很细，容易堵。带机也在运行，现在客户将压滤机放在其后面继续处理）、真空过滤机（极限是负的一个大气压）、压滤机（理论上没有上限，上限取决于材料，目前主推 20 公斤，公司可以做到 40 公斤，与材料有关）。带滤机 60% 份额，真空，压滤机不到 10%。带式压滤机 80%，后二次脱水（现在都要做二次脱水），重复投资，国家政策，没有办法。南京正在谈。拿下来洗滤布要 2 天时间。

与离心机和带式机相比，隔膜压滤机能够将污泥含水率一次性降低至 40-58%，有效实现污泥减量化。目前离心机应用最广，市场占比 65%，而隔膜压滤机市场占比仅 6%，在环保政策对污泥含水率要求越来越高的背景下，预计将取代离心机和带式机，成为主流。

**注意：**公司压滤机上了，但老设备还在，带滤机还在继续用，二次脱水用，隔膜压滤机数量不断增加。

## 2、压滤机种类：

据滤板结构的演变和发展，压滤机大致经历了板框式压滤机、厢式压滤机和新一代隔膜压滤机 3 个阶段。板框压滤机（10%份额）、厢式压滤机（40%不到）、隔膜压滤机（目前占比 50%以上，主流，毛利率更高点，但还是看单子。污泥肯定是要隔膜的。现在竞争激烈，玖龙纸业采购量比较大，几十台，毛利率反而会下降下来。中型，10 多 w 的均价。板框比隔膜加上自动化大概便宜一半）。

## 3、压滤机组成：

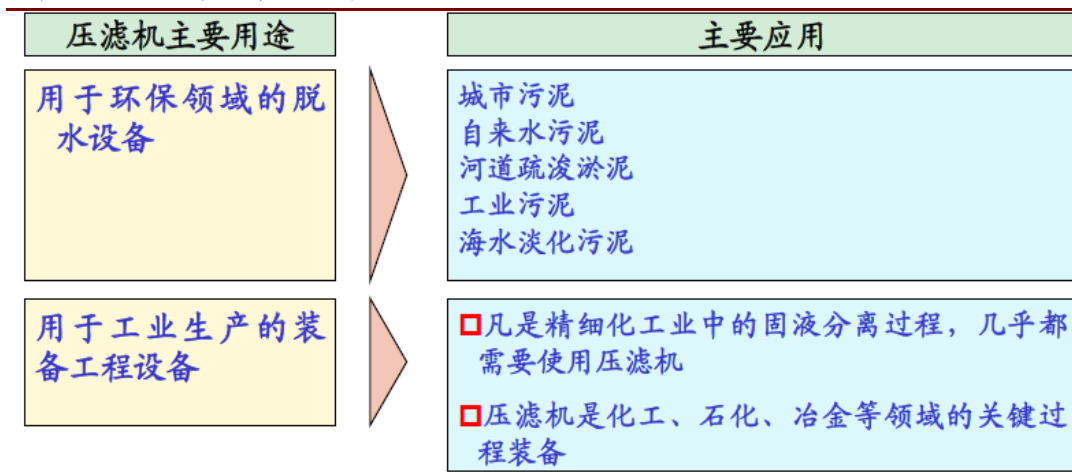
主要由机架、滤板、滤布、液压站、控制系统五个部分组成。

## 4、压滤机的应用：

玖龙纸业买了公司很多产品（有强制性规定要求的）；河道疏浚污泥部分城市用地紧张的用到；海水淡化污泥和维尼亚也在谈。

作为工艺过程装备用的压滤机滤布做的更密。

图 3：压滤机的主要用途及应用



资料来源：宏源证券

## 四、公司产品：

### 1、公司产品定位：

公司不仅做制造商，还做物料及过滤工艺的研究，环保、矿物及加工、食品、化工、生物医药的差别很大。根据不同特性物料的特点，设计不同的设备，如印尼煤泥、啤酒麦汁、钛白粉等需不同特性的设备。将通用的机械，做成不同行业的系统产品。与泵、阀不一样，技术更复杂，推出专用的系统，控制系统的设计。

## 2、新产品研发:

煤泥正在做实验,与物料工艺做结合。开辟新的市场。公司之前是聚丙烯隔膜,现在也在研发金属滤板,汽油是溶剂,需要研发金属材质的、铝合金材质的,PVC的会融化。

啤酒麦汁(丹麦企业以前产品售价1200w/台,公司已超过其性能,外观差点)、油脂分体、钛白粉等,滤布等方面的差别还是很大。公司的啤酒压滤机世界领先,国内唯一。

**表 6: 公司在新兴细分市场的地位**

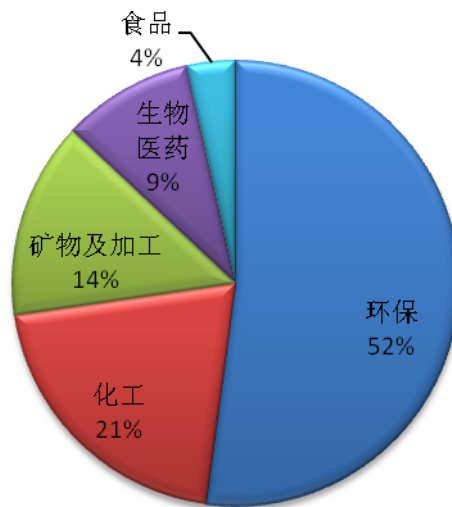
应用领域	兴源过滤市场地位	应用领域	公司市场地位
啤酒麦汁过滤	第一	高岭土洗涤过滤	第一
油脂分提	第一	海藻胶过滤	第一
钛白粉洗涤过滤	第二	海水淡化污泥处理	第一

资料来源:公司公告,宏源证券

## 3、公司产品结构:

公司产品下游2012年环保(占52%,希望2013年达60%)、矿物及加工(占14%)、化工(21%)、食品(4%)和生物医药(9%)。环保领域是今后市场拓展重点。

**图 4: 2012 年公司收入构成**



资料来源:公司公告,宏源证券

## 4、产品价格:

污泥预处理技术一是混凝,二是絮凝,三是助滤。隔膜式的,几家大的企业都在做。20公斤,主流的价格上海地区200万一套,各地有不同。

## 5、配件:

膜和滤板都是自己自制,技术含量还是比较高的。滤板也是配件销售的主要卖点。滤板价格占整机一半以上。滤板的毛利率高。这个一般都是还是买原厂家的。滤板占总销售14-15%,在配件里占比。在新厂区那边。去年已经卖了2800台套。超出公司理论产能。

滤板是标准产品的。

滤布价格较低。滤布可以自己做，但是滤板一定是要原厂配。

## 6、使用寿命：

公司滤板是自己生产，公司压滤机使用年限一般在 8-10 年，滤布是易耗品，约半年换一次，滤板是易损件，一般是 2-3 年。

## 四、公司经营情况：

### 1、2013 Q1 净利润下滑 66%原因：

(1) 补贴收入的减少，2013 Q1 取得补贴收入为 20 万元，同比减少 462 万元；(2) 收入的减少：受客户要求推迟发货的影响，2013 Q1 同比减少 17.60%，按 28%的毛利率计算，减少利润 353 万元；(3) 募集资金利息收入的减少，减少了 83 万元。

### 2、业绩下滑，公司具体怎么解决？

公司在销售体系改革，有如下计划：

(1) **激发现有销售团队销售潜能，扩大销售。** 出差天数作为销售人员考核的重要指标，改变部分销售人员，特别是老销售员等业务的习惯，鼓励到市场中去，掌握客户（潜在客户）第一手资料，提高项目投标率、中标率。

(2) **建立与设计院、工程公司的长期合作，实现整个产业链上的共赢。** 压滤机是过滤系统整体解决方案的核心装备，需要前期与设计院合作，需要与具有相应资质的工程公司合作，采取多种形式，为客户考虑一切，为客户创造最大价值。**加强公司市场部、技术服务部和销售服务部对销售的支持。** 市场部创新制订销售计划、销售价目表、信用政策，利用展会、网络、电话等信息交流平台，结合多种技术方式深挖市场信息，发现新的效益增长点；销售服务部配合销售员做好发货、客户管理工作，充分利用客户关系管理系统，加强与各部门的沟通；为了解决销售员的后顾之忧，同时也是再次合作的基础，技术服务部及时、周到、快速的售后服务是公司业务持续增长的前提。

(3) **培养后备销售团队。**

(4) **加强华东地区以外区域销售拓展。**

(5) **高级管理人员重点向市场营销系统倾斜。**

### 2、2013 年业绩预测：

预计收入 30%以上的增长。年中预计约 10%增长，2012 年下半年基数低。煤炭、有色、冶金市场目前都不行。景津还投了些电解锰。公司现在主要是看环保行业。

### 3、订单：

2013Q1 由于春节的影响，订单不太理想。Q2 好转。中报比一季报好，订单增速还可以。污水处理厂新增设备是政府买单。

#### 4、订单转化为收入周期:

7天-3个月。

中大型订单最长三个月，小型最短一个星期。

#### 5、销售有无季节性?

相对来说公司压滤机销售一季度差一点。

#### 6、销售区域:

公司销售分八个区域，每个区域都有销售经理。

#### 7、2013年政府补贴怎样?

公司2012年政府补贴1000万左右，预计2013年差不多，但不一定每个季度都均匀分布。Q2很难讲。去年Q1500万。Q2如果补贴没拿到，还有可能下滑。

#### 8、良渚厂区什么时候会搬迁?

估计在2014年上半年之前搬迁到临平新厂区。

### 五、产能及募投项目进展:

#### 1、产能:

公司现有产能约1600台。

#### 2、募投项目进展情况:

公司新募投产能共2期，“年产800台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目”和拟建项目“年产2000台压滤机建设项目”建设用地位于临平厂区，共占地近200亩。以后老厂区的产能将全部迁移过去。临平厂区规划上市前就规划好了。近五年来应该不会在建厂。

一期800台套大中型隔膜压滤机，至2012年年底该项目投资进度约为57.14%，并于2012年6月提前开始部分试生产，2013年内开始生产，2014年达产，2013年产能翻倍，原来一个滤板场已经搬迁完。本部厂房都会搬过去。产能不是主要问题，年底新厂房就会完工。2013年募投项目预计能够释放40%左右。产能弹性比较大，不是主要制约因素了。

二期年产2000台设备临平工厂预计2017年完全达产。（拿地分2次拿，上市之前就开工，但实施分2块实施，二期已经打桩，厂区面积建成后8800平米）。项目预计将于2015年起开始贡献营收和利润。

注塑以前全部都是外加工，一台设备约1000w。现在有自己的注塑车间。

### 六、公司发展战略?

公司在未来的五年，将继续专注于压滤机行业，以“国际固液分离专家”为企业愿景，公司确定了“做精、做强、做大”的战略发展脉络；建设募集资金投资项目“年产 800 台大中型隔膜压滤机及其技术研发中心建设项目”和自筹资金投资项目“年产 2000 台压滤机建设项目”，充分利用规模经济所带来的效益，做精、做强、做大公司主营业务，扩大公司主营业务在行业的影响度，达到国内行业排名第二。

进一步发挥公司在自主创新、系统集成、知识产权、产品先进性、高端客户、品牌、管理和区位等方面的综合竞争优势，以产品创新和系统集成作为公司发展的两大支柱，巩固公司行业技术领跑者地位，拓展和精耕新兴细分市场，不断扩大经营规模，优化产品结构，持续提升公司在国内外市场的份额，成为国内领先、国际知名的压滤机过滤系统集成商。

## 七、公司举措？

### 1、扩能建设，抢市场

行业 20-30%增速成长性不错的情况下，公司市占率目标是由 6%提升到 10%，对公司还是很不错的。同比增长还是很显著的，销售团队出去培训，抢占市场。市场容量增长，还可以抢占一部分份额。2012 年华东地区占 65%份额。激活现有团队。重兵布局销售。市场这边加大力度。销售摆在第一。新的团队、办事处建立。单子上来。华东地区，公司占到 60%的份额。

### 2、销售推广

增加领导和人员，倒逼生产管理。先保销售，再做利润。上规模。（都是自己的团队，或者与自己合作的环保公司，没有代理。）公司要管销售变动被主动，展会和推介都是销售，市场拓展再提升。

现有团队要分区域的，激励机制，提成方式（考核销售能力）、选拔一批讲师，技术交流，分片出去。

办事处要建立，北京。（内部标准化生产）（中大去年想被收购，放弃了，主要公司怕消化不了）

工业领域水处理工程做。设计资质。浙江博华公司也谈过，不是很好。兴源控股里面有个浙江水美（7000 多 w，技术实力很强），比浙江博华好多了。养个几年，再收到上市公司里面。（但不会变成一个水务公司）

### 3、系统集成方面

系统集成方面公司以后往水处理资格方面做。浙江博华，新界泵业收的，以前也和公司谈过。水美，收到了新源控股里面，比博华好很多，现在收入 7000 万。20 多年的历史，资质好。

### 4、海水淡化

《海水淡化产业发展“十二五”规划》提到 2015 年我国海水淡化产能达到 220 万方/日，比 2010 年底产能 60 万方/日提高三倍。《规划》并要求完善海水淡化产业链，装备制造自主化率达 70% 以上。大型隔膜压滤机广泛应用于在海水淡化污泥处理领域，目前公司市场地位第一，并被列入杭州海洋经济发展引导资金项目。可积极关注公司在此领域的业务拓展情况。

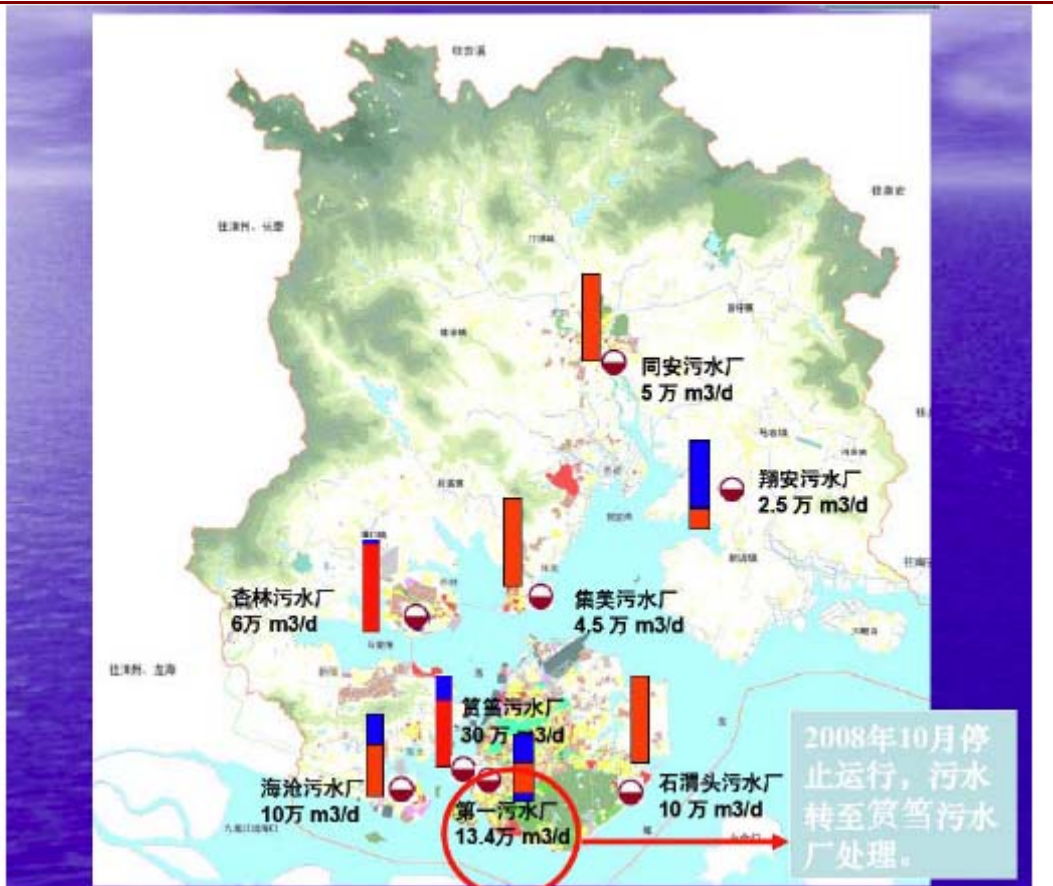
## 七、公司项目管理经验：

公司隔膜压滤机在国内市政和工业污水污泥处理处置市场享有十分好的声誉，至今公司隔膜压滤深度脱水系统已承接了厦门水务集团污水处理厂、上海市白龙港污泥深度脱水工程、昆山自来水厂、呼和浩特市市政污泥处理项目、无锡惠联热电（焚烧发电）等近 15 个大型项目。其中公司在厦门水务集团和上海白龙港两大项目中充分展示了技术优势，击败了全国性和全球性行业巨头，获得了极大的市场成功。

### 1、厦门水务项目：

公司研发的污泥深度脱水系统已在厦门水务集团筓筓、石渭头、杏林、集美等污水处理厂污泥脱水工艺中成功应用。厦门水务项目公司自己先掏钱。

图 5：厦门水务项目



资料来源：公司公告、宏源证券

### 2、上海白龙港项目：

2011 年底亚洲总体规模最大污泥处理消化系统——上海白龙港污泥处理工程正式开工。对上海白龙港污水厂 200 万吨立方米/天污水中产生的污泥进行浓缩、消化、脱水和干化。该工程是目前国内建设在软土地基上单体规模最大、数量最多的双向有粘结预应力蛋形消化池工程。

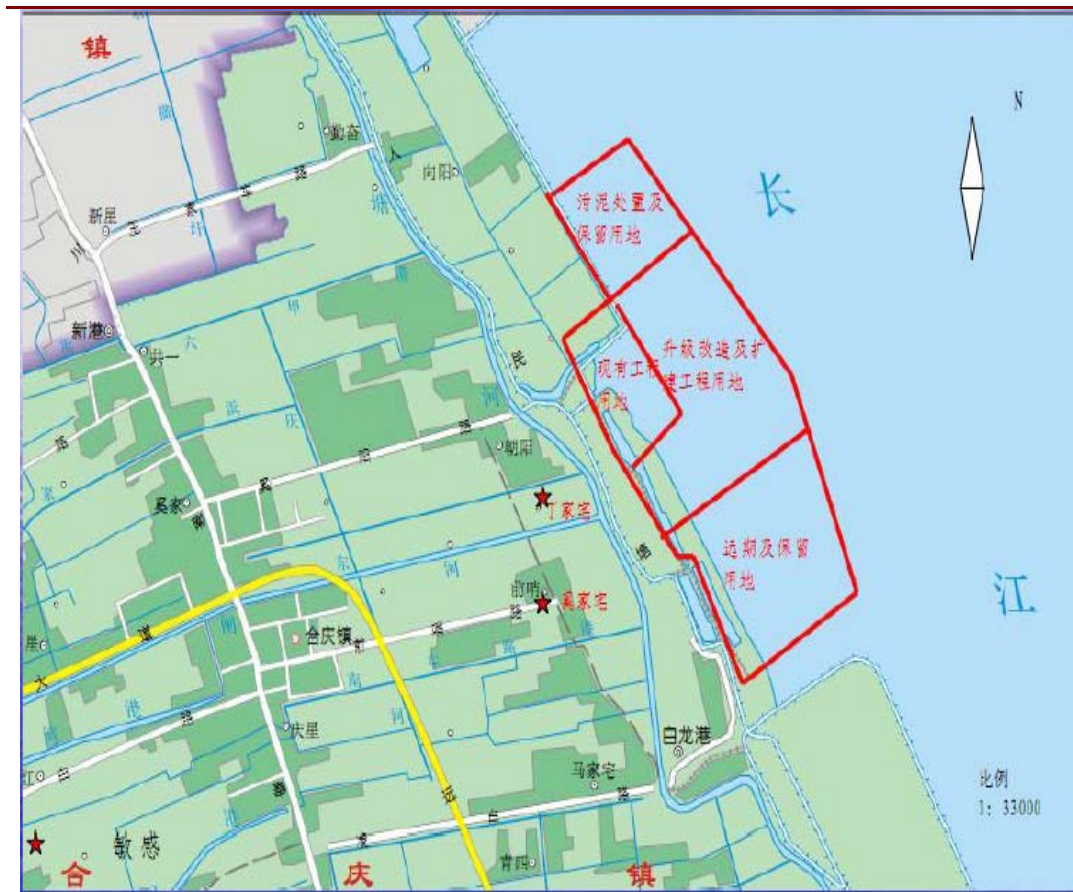
白龙港项目脱水设备全部采用隔膜压滤机（26 套），其中公司供应 10 套系统，山东景津 10 套，德国安德里茨 3 套，台湾卜力斯 3 套。充分显示了公司在于国内外企业竞争中具有鲜明的竞争优势。

国内目前最大：1500 吨/日(以含水率 80%计)；深度脱水的污泥将满足直接焚烧要求。

进泥多样性：白龙港污水厂储泥池污泥、化学污泥；竹园第一、闵行、龙华、长桥和莘庄等污水处理厂经带机或离心机脱水污泥；

上海市白龙港污水处理厂位于上海浦东合庆镇，是亚洲最大规模的世纪环保项目，总投资 22.22 亿元，占地 120 公顷，日处理污水 200 万吨，远期增加到 280 万吨。

图 6：上海白龙港项目



资料来源：公司公告、宏源证券

## 八、公司基本情况：

兴源过滤是国内一家以提供压滤机过滤系统集成服务为特色的制造商和服务商，集物料及过滤工艺研发、控制系统设计、压滤机生产、系统调试服务提供于一体，向环保、矿物及加工、化工、食品和生物医药等领域客户提供专业的过滤系统整体解决方案，主营业

务包括压滤机制造和压滤机过滤系统集成服务。

公司作为中国压滤机行业的技术领跑者，保持了在国内压滤机行业的技术领先地位，专利及发明专利授权数量稳居行业第一名。近年来，公司从压滤机制造技术的研发，向物料预处理、系统控制研发延伸，形成了对压滤机过滤系统各环节先进技术的全面覆盖，在国内率先初步实现了由压滤机制造商向压滤机系统集成服务商的转型升级。

近年来，公司把握住了环保应用领域中强化污泥治理和新型工业化进程中压滤机产品与服务高端化的两大发展趋势，在产品开发、技术研发、市场定位等方面提前布局，在新增市场竞争中赢得先机，确立了竞争优势，高附加值环保、化工和矿产品等行业产品已占据公司 90%以上收入。公司市占率近年来稳居行业前 3，浙江省第一，是南方最大的压滤机制造企业。

2012 年公司在环保领域不仅进入目前全国最大的上海白龙港城市污泥治理项目，且成功位列该项目的主要污泥过滤系统提供商之列。

**附表 1: 盈利预测**

单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	294.14	386.26	528.47	772.24
增长率 (%)	-5.85%	31.32%	36.82%	46.13%
归属母公司股东净利润	38.66	47.53	60.53	78.40
增长率 (%)	-16.57%	22.95%	27.34%	29.52%
<b>每股收益 (EPS)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.41</b>	<b>0.52</b>	<b>0.67</b>
每股经营现金流	0.24	0.64	-0.18	0.37
销售毛利率	30.54%	32.08%	31.76%	31.37%
销售净利率	13.14%	12.31%	11.45%	10.15%
净资产收益率 (ROE)	7.29%	8.22%	9.48%	10.93%
投入资本回报率 (ROIC)	8.37%	8.59%	10.65%	11.76%
市盈率 (P/E)	38	31	24	19
市净率 (P/B)	3	3	2	2

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	294.14	386.26	528.47	772.24
减: 营业成本	204.32	262.33	360.65	529.97
营业税金及附加	0.91	1.35	2.11	3.48
营业费用	17.77	24.33	33.82	50.20
管理费用	37.47	50.21	71.34	108.11
财务费用	-3.46	-3.89	-5.67	-5.75
资产减值损失	3.06	3.00	3.00	3.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>34.07</b>	<b>48.92</b>	<b>63.21</b>	<b>83.23</b>
加: 其他非经营损益	10.38	7.00	8.00	9.00
利润总额	44.45	55.92	71.21	92.23
减: 所得税	5.79	8.39	10.68	13.83
<b>净利润</b>	<b>38.66</b>	<b>47.53</b>	<b>60.53</b>	<b>78.40</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>38.66</b>	<b>47.53</b>	<b>60.53</b>	<b>78.40</b>

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	239.56	202.38	195.24	253.42
应收和预付款项	112.97	122.50	199.81	271.41
存货	85.28	92.26	151.83	206.85
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	216.03	221.89	195.25	168.62
无形资产和开发支出	63.17	61.86	60.54	59.22
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>717.01</b>	<b>700.88</b>	<b>802.67</b>	<b>959.52</b>
短期借款	92.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	91.12	119.46	160.72	239.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.40	3.40	3.40	3.40
<b>负债合计</b>	<b>186.52</b>	<b>122.86</b>	<b>164.12</b>	<b>242.57</b>
股本	89.60	89.60	89.60	89.60
资本公积	303.72	303.72	303.72	303.72
留存收益	137.17	184.71	245.23	323.63
归属母公司股东权益	530.49	578.03	638.55	716.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>530.49</b>	<b>578.03</b>	<b>638.55</b>	<b>716.95</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>717.01</b>	<b>700.88</b>	<b>802.67</b>	<b>959.52</b>

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	28.18	74.59	-20.41	43.24
投资性现金净流量	-107.71	-24.05	6.80	7.65
筹资性现金净流量	7.86	-87.72	6.46	7.29
现金流量净额	-71.74	-37.18	-7.14	58.18

**作者简介:**

**朱颖:** 中央财经大学金融专业硕士, 南京理工大学机械工程及自动化专业学士, 2 年机械制造行业工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 巨星科技、长荣股份、康力电梯、江南嘉捷、华西能源、海陆重工、兴源过滤、开山股份等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。