



受益治水热潮，高成长消化高估值

——兴源过滤（300266）调研快报

2014年05月20日

推荐/维持

兴源过滤

调研快报

关注 1：迎接“五水共治”机遇

浙江省 14 年开展“五水共治”行动，14 年浙江省“411”重大项目计划共安排“五水治理”项目 125 个，总投资 4680 亿元，其中计划 2014 年度投资超过 650 亿元。其中，治污水项目共安排项目 19 个，总投资 1721 亿元，计划完成 2014 年度投资 308 亿元；防洪项目共安排项目 48 个，总投资 1593 亿元，计划 2014 年度完成投资 200 亿元。浙江环保厅表示 14 年将完成 676 个重点治理项目，今年重中之重是治理臭河道，基本消灭垃圾河，有效治理黑河、臭河。资金来源明确，基本来自财政投资。“五水共治”行动对公司子公司浙江疏浚的环保疏浚业务以及本部的污泥处理压滤机等业务均有显著的拉动作用。

关注 2：隔膜压滤机在环保领域快速渗透，产能释放承接订单增长

公司的隔膜压滤机主要应用于环保、化工、医药等盈利。13 年下游化工、生物医药领域收入减少，环保收入持续增长，13 年环保领域的销售占比达到 56.13%，较 12 年增加 4 个百分点。公司的污泥处理隔膜压滤机应用于城镇污水厂污泥、工业污泥、自来水排泥、江河湖库疏浚淤泥等高效脱水，脱水污泥含水率可达到 40~58%，大幅提高压滤机的脱水效率，不需再进行后续干化处理，可以直接填埋、焚烧发电、水泥窑炉协同焚烧、制砖和作绿化肥料等。相对于其他污泥分离机械，隔膜压滤机技术优势明显，可以获得低于 60% 的含水率，而离心机、带式压榨机和真空过滤机一般只能获得 75~83% 的含水率。在国家现有环保政策之下，隔膜压滤机是目前污泥深度脱水的首选设备。隔膜压滤机在污泥脱水领域对离心机、带式压滤机的替代已成趋势。新建污水处理厂多采用隔膜压滤机，老水厂集中建造的污泥处理项目也倾向采用隔膜压滤机。

13 年公司净利润下滑 44%，主要原因是竞争有所增强、折旧因素和营业外收入大幅下滑。毛利率下滑了 4.45 个百分点，实际上压滤机整机下滑幅度不大，下滑了 1.9 个百分点，至 23.4%，主要是配件下滑了 13.7 个百分点，至 32.7%，原因是去年滤板产能富余，部分滤板卖给同行，价格下降了一些。今年一季度盈利能力有所回升，预计全年盈利能力保持稳定，营业外收入（政府补助为主）大幅回升。环保需求快速增长的同时，公司压滤机产能也在迅速提升。其中，临平厂区一期（募投项目，年产 800 台大中型隔膜压滤机）

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

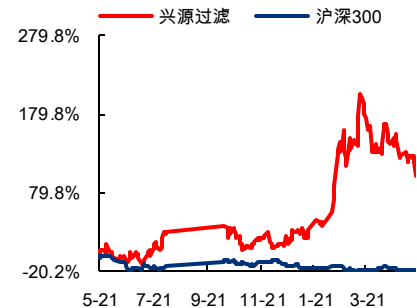
执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间（元）	26.04-15.75
总市值（亿元）	36.4
流通市值（亿元）	7.58
总股本/流通 A 股（万股）	13978/2912
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	7.37

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《兴源过滤（300266）：期待环保市场春天到来》2012-02-14

产能已开始释放，临平厂区二期（年产 2000 台隔膜压滤机）下半年将投入试生产，产能的释放将承接需求快速增长带来的订单。

关注 3：浙江疏浚订单饱满，14 年近翻番增长

兴源过滤在今年 3 月份完成收购浙江疏浚公司 95%的股权，浙江疏浚是国内最早专业从事水利疏浚工程施工的企业之一，其前身可追溯于 1964 年成立的隶属于浙江省水利厅的浙江省水利疏浚工程处，专注于水利疏浚工程近 50 年。浙江疏浚处于水系发达的浙江省境内，因此业务拓展以长三角地区为主，主要业务集中于浙江省、江苏省、安徽省等地区，河北、贵州业务也在拓展。公司去年收入 3 个亿，目前有 79 条挖泥船，已有的设备可以支撑 10 个亿收入，且自身有造船厂，可根据需要随时增加设备投入。此外，除了河道环保疏浚，公司希望能做流域总包，如此则有利于快速上规模。

浙江疏浚 13 年前三季度毛利率 27.8%，净利率 12.7%。浙江疏浚环保水利疏浚业务较多，该类业务毛利率高于同行业平均水平。此外，从公司今年中标的几个大的清淤项目来看，并不是最低价中标，也能看出公司具有一定的技术优势，利润率高有合理性。

今年 5 月份以来，浙江疏浚先后中标湖州苕溪清水入湖河道整治导流港清淤工程（湖州市区段+德清段）施工项目以及乐清市乐琯运河清淤工程施工项目，合计金额达 2.16 元，加上滇池、太湖等其他订单以及之前结转的订单，测算累计接近 5 个亿，预计公司今年有望做到 6 个亿收入，按 10%的净利率即 6000 万净利润（远超过 3019 万元的业绩承诺），按公司持股比例，并表三个季度算，可贡献净利润 4275 万元，贡献 EPS0.31 元。

关注 4：公司污泥处理模式正孕育成形，渐向其他环保领域渗透

目前污泥基本上是脱水后直接填埋，这种粗放的方式容易造成污染，不能根本上解决污染治理问题，因此理想的解决之道应该是对污泥进行无害化处理和资源化利用。污泥处理技术路线上主要有厌氧消化和高温好氧发酵，厌氧消化可产生沼气，是一种资源化利用，但需要配备沼气站等设施。公司拟采用好氧发酵处理技术路径，即：药剂预处理+压滤机深度脱水+制建筑材料或培育树苗。可通过 BOT 方式做污泥，把整个污泥处理产业链吃透。目前公司在药剂领域已经在跟国外合作研发，今年有望取得进展。除了污泥处理外，公司还在其他技术领域做积极的探索，目前已经与国外合作研发采用板式膜的水处理系统，跟国内企业合作开拓农村污水处理 MBR 市场，这些举措有助于公司进一步向污水处理领域渗透。此外，重金属污染治理、生态修复、流域治理等领域也是公司未来发展的着力点。

总结：

在环保政策的推动下，全国各地正掀起类似浙江的“五水共治”的热潮，公司环保压滤机业务和疏浚业务均显著受益。此外，公司仍有收购预期，大股东兴源控股旗下环保资产浙江水美亦存注入可能，公司的大环保平台正在快速搭建。值得注意的是公司 16 日公告包括控股股东在内的部分股东延长锁定期一年，表达了对公司发展的信心。我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.54 元、0.78 元、0.99 元，对应动态市盈率分别为 48 倍、33 倍、26 倍，维持“推荐”的评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	443	367	927	1,171	1,481	营业收入	294	322	845	1,278	1,644
货币资金	244	150	417	402	493	营业成本	204	238	612	927	1,193
应收账款	89	98	255	385	495	营业税金及附加	1	2	6	9	12
其他应收款	3	2	6	9	11	营业费用	18	20	51	77	99
预付款项	7	5	5	5	5	管理费用	37	39	86	130	168
存货	85	83	168	254	327	财务费用	-3	-3	0	3	5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	3	6	7	8
非流动资产合计	281	353	335	339	320	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	180	184	217	246	243	营业利润	34	22	84	125	159
无形资产	63	62	60	57	55	营业外收入	10	3	5	5	5
其他非流动资产	0	10	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	723	720	1,262	1,510	1,801	利润总额	44	25	89	130	164
流动负债合计	190	128	208	318	504	所得税	6	3	12	17	21
短期借款	92	25	0	0	0	净利润	39	22	78	113	143
应付账款	38	46	117	178	229	少数股东损益	0	0	2	4	5
预收款项	20	28	54	92	141	归属母公司净利润	39	22	76	109	138
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	41	39	104	151	190
非流动负债合计	3	45	45	45	45	BPS (元)	0.43	0.19	0.54	0.78	0.99
长期借款	0	42	42	42	42	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	193	174	253	364	549	成长能力					
少数股东权益	0	0	2	6	11	营业收入增长	-5.85%	9.50%	162.29%	51.31%	28.58%
实收资本(或股本)	90	116	140	140	140	营业利润增长	-25.55%	-35.42%	284.03%	47.95%	27.54%
资本公积	304	277	550	550	550	归属于母公司净利润	-16.57%	-44.13%	250.02%	44.43%	26.36%
未分配利润	123	136	181	247	330	获利能力					
归属母公司股东权	530	546	895	972	1,068	毛利率(%)	30.54%	26.09%	27.61%	27.46%	27.39%
负债和所有者权益	723	720	1,151	1,342	1,629	净利率(%)	13.14%	6.71%	9.22%	8.85%	8.70%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.34%	3.00%	5.99%	7.23%	7.66%
						ROE(%)	7.29%	3.96%	8.45%	11.24%	12.92%
经营活动现金流	28	24	63	78	89	偿债能力					
净利润	39	22	78	113	143	资产负债率(%)	27%	24%	22%	27%	34%
折旧摊销	11	20	20	23	25	流动比率	2.33	2.86	4.46	3.68	2.94
财务费用	-3	-3	0	3	5	速动比率	1.88	2.21	3.65	2.88	2.29
应收账款减少	-20	-9	-157	-131	-110	营运能力					
预收帐款增加	1	9	25	38	49	总资产周转率	0.42	0.45	0.90	1.03	1.11
投资活动现金流	-108	-82	-46	-57	-28	应收账款周转率	3.70	3.44	4.79	4.00	3.73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.27	7.68	10.35	8.66	8.08
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.19	0.54	0.78	0.99
筹资活动现金流	8	-16	249	-36	30	每股净现金流(最新)	-0.80	-0.64	1.90	-0.11	0.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.92	4.69	6.40	6.95	7.64
长期借款增加	-21	42	0	0	0	估值比率					
普通股增加	34	27	23	0	0	P/E	60.00	135.79	47.70	33.02	26.13
资本公积增加	-34	-27	273	0	0	P/B	4.36	5.51	4.03	3.71	3.38
现金净增加额	-72	-75	266	-15	91	EV/EBITDA	52.37	74.88	30.97	21.49	17.04

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学 MBA 学位，具有 3 年实业经验和 5 年以上行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

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。