



## 增势迅猛，构建大环保平台

——兴源过滤（300266）半年报点评

2014年08月22日

推荐/维持

兴源过滤

财报点评

张雷	分析师	执业证书编号：S1480514040001
	zhang-lei@dxzq.net.cn	010-66555445

### 事件：

2014上半年，公司实现营业收入2.57亿元，同比增长68.05%；实现营业利润2158.77万元，同比增长64.65%；实现归属母公司净利润2061.01万元，同比增长70.34%。实现EPS0.145元。

### 公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	60.98	75.06	59.09	94.13	73.84	95.03	78.96
增长率（%）	-26.43%	-7.23%	-17.60%	8.96%	21.09%	26.60%	33.63%
毛利率（%）	28.03%	34.82%	29.51%	26.30%	27.93%	22.32%	26.75%
期间费用率（%）	16.74%	24.62%	21.12%	12.72%	19.57%	18.83%	15.59%
营业利润率（%）	10.99%	9.13%	7.56%	9.18%	7.09%	3.84%	10.71%
净利润（百万元）	5.75	10.30	3.88	8.21	5.26	4.24	8.08
增长率（%）	-67.19%	37.00%	-65.93%	-26.72%	-08.44%	-58.86%	108.02%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.11	0.04	0.07	0.05	0.04	0.06
资产负债率（%）	17.46%	26.67%	17.10%	18.50%	20.20%	24.16%	28.39%
净资产收益率（%）	1.11%	1.94%	0.73%	1.53%	0.97%	0.78%	0.86%
总资产收益率（%）	0.91%	1.42%	0.60%	1.25%	0.78%	0.59%	0.62%

### 观点：

- 业绩大幅增长主要原因：**1) 公司合并报表范围增加控股子公司浙江疏浚（合并期间为2014年4-6月），浙江疏浚贡献水利疏浚工程收入6431.21万元，实现净利润525.78万元；2) 母公司加强市场开拓，压滤机销售订单有所增长。母公司实现主营业务收入1.91亿元，同比增长25.62%；其中，压滤机整机收入1.47亿元，同比增长24.48%；压滤机配件收入4467.77万元，同比增长29.52%。母公司实现营业利润1762.56万元，同比增长34.43%；实现净利润1713.1亿元，同比增长41.58%。3) 上半年政府补助341.6万元，较去年同期增长了262万元，营业外收入助力净利润增长。
- 盈利能力基本稳定。**上半年公司综合毛利率27.83%，同比微升0.3个百分点；压滤机整机及配件的毛利率分别为24.23%、31.40%，较2013年同期分别下降0.13%和4.98%；水利疏浚工程毛利率32.62%，同比呈上升态势。费用管控良好：在收入大幅增长的同时，销售费用和管理费用分别小幅增长22%、27%，期间费用率12.29%，同比下降3.7个百分点。销售净利率8.07%，同比微升。

- **水利疏浚业务订单饱满。**浙江疏浚业务以长三角地区为主, 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。现有设备可以支撑10个亿收入。今年5月份以来, 浙江疏浚先后多个河道疏浚项目, 合计金额达3.4亿元, 预计累计订单约6亿元。预计全年将实现6亿元收入, 按公司95%的持股比例, 并表三个季度算, 全年可贡献净利润4275万元。
- **压滤机产能快速释放, 向多个污泥处理处置市场领域拓展。**公司临平厂区一期(募投项目, 年产800台大中型隔膜压滤机)产能已开始释放, 临平厂区二期(年产2000台隔膜压滤机)也将投入试生产, 产能的释放将承接需求快速增长带来的订单。公司在拓展全国城市污泥处理处置市场的同时, 开拓小城镇污泥处理市场, 并已初现规模; 造纸污泥处理处置市场开拓较快, 产品已进入国内几大知名造纸企业。

### 结论:

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, 公司并购整合预期强烈, 大环保平台正在快速构建。公司已停牌筹划重大资产重组。我们维持公司2014-2016年每股收益分别为0.49元、0.71元、0.90元的盈利预测, 按照停牌前28.85元的股价计算, 对应动态市盈率分别为58倍、41倍、32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
<b>流动资产合计</b>	443	367	941	1,185	1,481	<b>营业收入</b>	294	322	845	1,278	1,644
货币资金	244	150	431	416	493	<b>营业成本</b>	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	89	134	173
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
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	34	22	82	121	155
无形资产	63	62	60	57	55	营业外收入	10	3	8	8	10
其他非流动资产	0	10	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	723	720	1,275	1,524	1,801	<b>利润总额</b>	44	25	90	129	165
<b>流动负债合计</b>	190	128	208	318	490	所得税	6	3	12	17	21
短期借款	92	25	0	0	62	<b>净利润</b>	39	22	78	112	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	108	138
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	41	39	102	147	185
<b>非流动负债合计</b>	3	45	45	45	45	<b>BPS (元)</b>	0.43	0.19	0.49	0.71	0.90
长期借款	0	42	42	42	42	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>负债合计</b>	193	174	253	364	535	<b>成长能力</b>					
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	154	154	154	营业利润增长	-25.55	-35.42	272.51	47.84%	27.51%
资本公积	304	277	550	550	550	归属于母公司净利润	-16.57	-44.13	251.90	42.71%	27.26%
未分配利润	123	136	182	247	329	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	530	546	909	985	1,082	毛利率(%)	30.54%	26.09%	27.61%	27.46%	27.39%
<b>负债和所有者权</b>	723	720	1,165	1,355	1,628	净利率(%)	13.14%	6.71%	9.26%	8.79%	8.71%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E							
<b>经营活动现金流</b>	28	24	63	78	89	<b>偿债能力</b>					
净利润	39	22	78	112	143	资产负债率(%)	27%	24%	22%	27%	33%
折旧摊销	11	20	20	23	25	流动比率	2.33	2.86	4.53	3.72	3.02
财务费用	-3	-3	0	3	5	速动比率	1.88	2.21	3.72	2.93	2.36
应收账款减少	-20	-9	-157	-131	-110	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	1	9	25	38	49	总资产周转率	0.42	0.45	0.90	1.01	1.10
<b>投资活动现金流</b>	-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	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.19	0.49	0.71	0.90
<b>筹资活动现金流</b>	8	-16	263	-36	16	每股净现金流(最新)	-0.80	-0.64	1.82	-0.09	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.92	4.69	5.91	6.41	7.04
长期借款增加	-21	42	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	34	27	37	0	0	P/E	67.09	151.84	58.36	40.89	32.13
资本公积增加	-34	-27	273	0	0	P/B	4.87	6.16	4.88	4.50	4.10
<b>现金净增加额</b>	-72	-75	280	-15	77	EV/EBITDA	59.00	83.98	39.76	27.58	21.90

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工商管理硕士学位, 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。