



被低估的全球压滤机龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 压滤机市场规模快速增长。环保政策趋严叠加产业升级, 促进国内压滤机传统市场规模快速增长, 2017-2019年复合增速高达24.2%, 预计2021年为91.5亿元。2) 公司是压滤机全球龙头, 技术实力雄厚。公司非标定制化能力强, 能够快速切入机制砂等新兴行业, 满足客户的多样化需求, 国内市占率近40%。3) 重点发展配件业务, 打造新增长点。公司重点发力配件业务, 技术优势明显, 且配件业务毛利率较高, 随着产能逐渐释放, 配件业务有望成为公司新增长点, 收入结构不断优化。
- **政策趋严+产业升级是压滤机市场规模不断增长的底层逻辑。** 1) 节能环保是我国长期发展方向, 近年来政策法规密集出台, 大力提倡节能减排、清洁生产、绿色制造。压滤机是相关行业达到国家环保要求的重要设备, 是实现节能环保目标的装备保障。2) 产业升级背景下, 越来越多的新兴细分行业使用压滤机替代原有的大型分离设备, 带动压滤机行业市场容量进一步扩大。其中, 机制砂行业预计带来至少132.6亿元新增压滤机市场空间。国内压滤机市场规模2017-2019年复合增速高达24.2%, 预计2021年达91.5亿元。
- **公司是压滤机全球龙头, 具备快速切入机制砂等新兴行业能力。** 公司已连续18年位列压滤机全球龙头, 多项产品达到国际领先或先进水平, 产品竞争力强。得益于成熟、完善的技术研发、创新体系, 公司具备极强的新产品开发能力, 能够快速抓住新兴行业机遇。公司在2020年推出智能砂石废水零排放系统, 充分受益于砂石行业的需求爆发。此外, 压滤机等设备在锂电池生产及回收利用、煤泥及尾矿处理、颜料染料、食品添加剂、淀粉加工等行业的应用正在不断拓展, 新行业发展使公司持续受益。
- **着力提升配件业务收入占比, 优化公司收入结构, 耗材业绩贡献将成为公司新增长点。** 2019年公司利用募投资金建设“年产200万米高性能过滤材料项目”; 2020年投资4.2亿元建设“环保专用高性能过滤材料产业化项目”。公司滤板滤布技术优势明显, 产品竞争力强, 且毛利率水平较高, 2020年配件业务毛利率为38.3%, 随着产能逐渐释放, 有望成为公司新增长点。
- **盈利预测与投资建议:** 景津环保是全球压滤机龙头企业, 技术实力强劲, 产品市占率高, 并具备快速切入新兴行业能力, 有望充分受益环保政策趋严与产业升级带来的压滤机需求增加, 重点发力的配件业务有望打造公司的第二成长曲线, 业绩确定性强。预计2021-2023年公司归母净利润复合增长率为25.9%, 公司中长期成长能力强, 理应享受估值溢价, 给予2021年30倍PE, 目标价45.90元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、公司新产品开发不及预期、市场竞争加剧等。

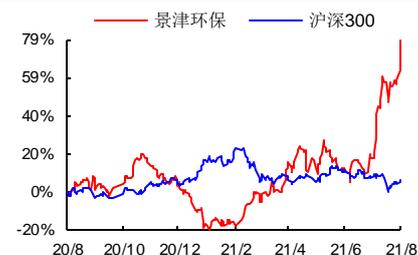
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3329.30	4218.84	5161.85	6228.76
增长率	0.56%	26.72%	22.35%	20.67%
归属母公司净利润(百万元)	514.68	628.72	833.75	1026.05
增长率	24.60%	22.16%	32.61%	23.06%
每股收益EPS(元)	1.25	1.53	2.02	2.49
净资产收益率ROE	17.32%	18.14%	19.97%	20.38%
PE	28	23	17	14
PB	4.88	4.18	3.47	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn
联系人: 王宁
电话: 021-58351893
邮箱: wn@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.12
流通A股(亿股)	1.90
总市值(亿元)	16.31-35.19
总资产(亿元)	144.97
每股净资产(元)	55.80

相关研究

目录

1 压滤机行业全球龙头，盈利能力持续提升	1
1.1 公司专注于压滤机研发生产，逐渐成为全球龙头	1
1.2 业绩快速增长，盈利能力持续提升	2
1.3 股权结构清晰稳定，实控人产业背景深厚.....	5
2 政策趋严、产业升级促动压滤机需求，公司市占率高	6
2.1 压滤机应用领域广泛，隔膜压滤机优势明显	6
2.2 政策趋严、产业升级催生压滤机需求，机制砂行业发展潜力大.....	7
2.3 中低端市场竞争激烈，高端市场集中度高.....	11
3 具备快速切入新兴行业能力，配件业务发展潜力大	13
3.1 技术实力强劲，快速切入机制砂等新兴行业	13
3.2 配件业务有望成为新增长点，海外市场发展潜力大.....	15
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 相对估值.....	17
5 风险提示	17

图目录

图 1: 景津环保专注于压滤机行业超 33 年	1
图 2: 2020 年, 公司压滤机整机营收占比达 81.1%	2
图 3: 公司营业收入稳步增长	3
图 4: 公司归母净利润快速增长	3
图 5: 海外收入占比较低, 拓展空间大	3
图 6: 2017 年以后公司毛利率逐渐向上修复	4
图 7: 2019 年, 公司配件毛利率高于压滤机整机	4
图 8: 公司期间费用率逐渐下降	4
图 9: 公司净利率持续提升	4
图 10: 公司 ROE、ROA 稳步提升	5
图 11: 2017 年之后, 公司现金流稳定增长	5
图 12: 实控人合计持有公司 49.09% 股权	5
图 13: 压滤机属于固液分离机械设备	6
图 14: 2018 年公司压滤机在环保、矿物及加工、化工等领域应用占比分别为 43.8%、17.7%、20.4%	6
图 15: 隔膜压滤机优势明显	7
图 16: 机制砂行业催生近百亿压滤机市场空间	10
图 17: 近年来, 国内压滤机整机市场规模在环保政策+产业升级带动下快速增长	11
图 18: 公司压滤机国内市占率近 40%	12
图 19: 国内压滤机进口震荡下降, 出口震荡上升	12
图 20: 公司重视研发创新, 2020 年略受到疫情限制	13
图 21: 公司授权专利数量大幅增长	13
图 22: 景津智能砂石废水零排放处理系统	15
图 23: 公司滤布销售收入稳步增长	16
图 24: 2020 年公司滤板销售收入有所下降	16

表目录

表 1: 公司产品可细分为压滤机整机、配件、配套设备三部分	2
表 2: 国家密集出台环境保护、污水污泥处理等相关政策法规	8
表 3: 政策促进砂石行业有序、优质、绿色发展	9
表 4: 机制砂湿法工艺制得的砂级配较高	10
表 5: 国内压滤机高端市场竞争压力较小	12
表 6: 公司掌握三大核心技术	13
表 7: 公司多项产品达到国际领先或先进水平	14
表 8: 分业务收入及毛利率	16
表 9: 可比公司估值 (截至 2021 年 8 月 10 日)	17
附表: 财务预测与估值	18

1 压滤机行业全球龙头，盈利能力持续提升

1.1 公司专注于压滤机研发生产，逐渐成为全球龙头

公司自成立以来，始终专注于压滤机领域的研发生产。公司的发展历史可划分为 3 个阶段：

- 1) 1988-1996 年：以生产滤板起家。**公司最早可追溯至 1988 年在河北省景县孙镇曹村成立的“景县东风压滤机板框厂”，景津的第一块滤板在此诞生；1993 年，该厂更名为河北省景县景津压滤机厂，自主生产聚丙烯厢式滤板和板框滤板。
- 2) 1997-2018 年：压滤机产品多点开花，逐渐成为全球龙头。**1997 年，压滤机厂更名为河北景津压滤机有限公司，开始自主生产机械自动压滤机；1998 年，公司成功生产首台全自动压滤机并在首钢成功应用；2001 年，成功开发聚丙烯高压隔膜滤板，打破了中国市场聚丙烯高压隔膜滤板被德国垄断的局面，产品进入欧洲市场；2005 年，研发了第一代智能悬梁式压滤机，景津牌压滤机全球年产量第一，年销售额突破 8 亿元人民币；2008 年，成功开发了节能高效外水洗压滤机，在染料、钛白粉、白炭黑成功应用；2012 年，成功开发出环保高效压榨机，在矿业及干排法处理达到世界领先；2018 年，被国家工信部认定为“制造业单项冠军示范企业”。
- 3) 2019 年-至今：登陆资本市场，开启新征程。**2019 年，公司成功于上交所主板上市，规模实力与品牌知名度进一步提升。

图 1：景津环保专注于压滤机行业超 33 年



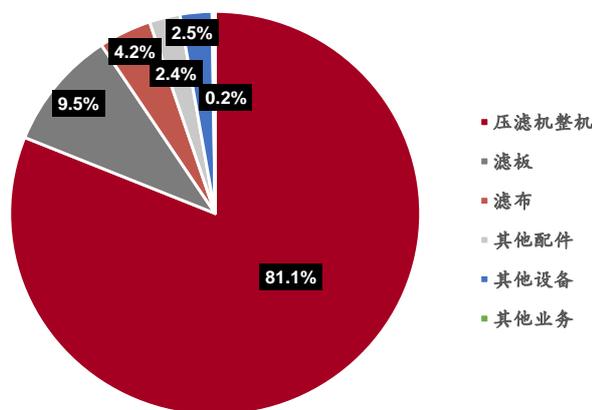
数据来源：公司官网，公告，西南证券整理

公司产品可细分为压滤机整机、配件、配套设备三部分，压滤机整机营收占比超过 80%。公司可根据客户需求，提供涵盖策略沟通、研发设计、设备及配套设施生产运输、施工安装、设备调试的整体解决方案。具体产品中，压滤机整机可分为隔膜压滤机、厢式压滤机；压滤机配件主要为各型号滤板、滤布等；配套设备主要为搅拌机、加药机、输送机、破碎机等过滤配套设备。压滤机整机是公司最主要的产品，2020 年营收 27.0 亿元，营收占比 81.1%。

表 1：公司产品可细分为压滤机整机、配件、配套设备三部分

类别	产品	简介	图例
压滤机整机	隔膜压滤机	隔膜压滤机相较于真空过滤机、带式压榨机和离心机，由于过滤压力高、可以选用致密的滤布，能够获得更清澈的滤液和含水率更低的滤饼，且隔膜压滤机更节能环保。	
	厢式压滤机	适用于液固混合物的过滤分离。广泛适用于不同颗粒度、浓度的物料；能耗低；过滤效果好；维护简单。	
配件	滤板	与内排液滤板相比过滤面积更大；减少洗涤用水量及洗涤时间。密封性能好、不渗漏、进洗涤水快速、出液通畅。	
	滤布	在恒温恒湿织造环境下，公司织出的滤布每平方米透气量均匀，单丝及单复丝滤布能够使滤饼自动脱落。公司能够生产各种密度和不同孔形的滤布，过滤效果稳定，使用寿命长。	
配套设备		包括搅拌机、加药机、输送机、破碎机等过滤过程辅助设备，保证过滤效果，提高过滤效率。	

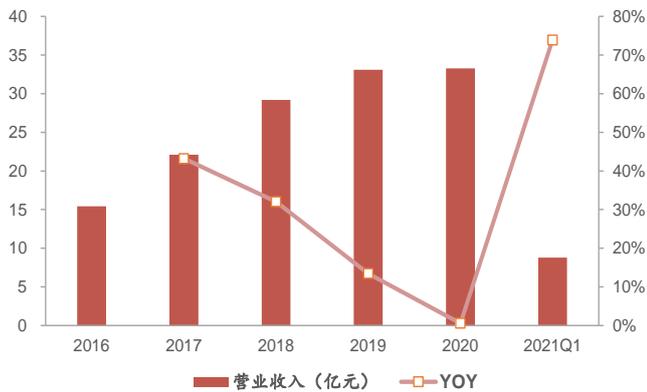
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 2：2020 年，公司压滤机整机营收占比达 81.1%


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 业绩快速增长，盈利能力持续提升

营业收入稳步增长，归母净利润快速增长。受疫情影响，2020 年公司仅实现营业收入 33.3 亿元，同比微增 0.6%；得益于管理效率提升，归母净利润为 5.2 亿元，同比增长 24.6%。2018-2020 年，公司营收复合增速为 14.6%，归母净利润复合增速为 35.7%。随着新冠疫情逐渐得到控制，2021Q1，公司生产经营恢复正常，实现营收 8.8 亿元，同比增长 73.9%；归母净利润为 1.0 亿元，同比增长 56.2%。

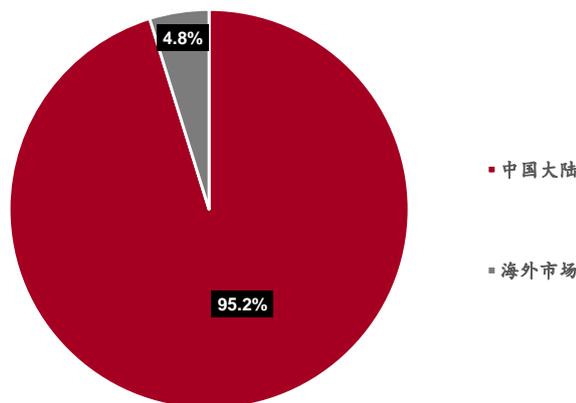
图 3：公司营业收入稳步增长


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司归母净利润快速增长


数据来源：Wind, 西南证券整理

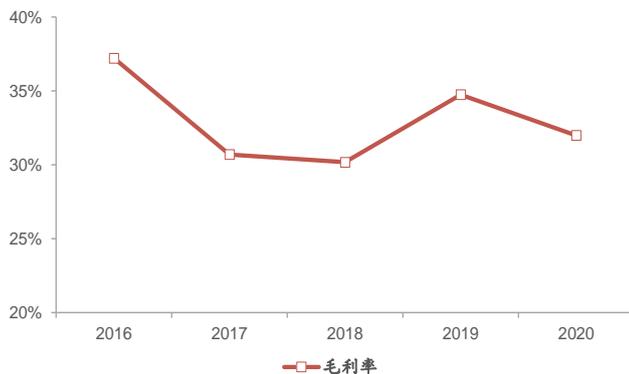
海外收入占比较低，拓展空间大。公司营业收入主要来源于中国大陆，2020 年国内营收为 31.7 亿元，占比高达 95.2%，海外市场营收仅 1.6 亿元，占比 4.8%。公司技术实力雄厚，产品性能国际领先，随着公司加大对海外市场的开拓力度，海外营收有较大的增长空间。

图 5：海外收入占比较低，拓展空间大


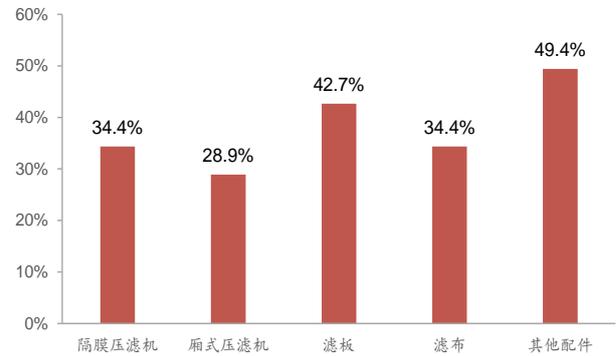
数据来源：Wind, 西南证券整理

毛利率水平较高，2017 年以后逐渐向上修复。公司压滤机产品及配件技术壁垒较高，因此公司整体毛利率一直保持较高水平。2016 年，公司整体毛利率为 37.2%，2017 年大幅下降至 30.8%，同比减少 6.4 个百分点，毛利率下降原因在于：1) 上游钢材等原材料价格大幅上涨，生产成本上升；2) 市场竞争加剧，公司适当下调产品价格以保持产品竞争力。2017 年以后，公司毛利率开始逐渐修复，2020 年公司毛利率为 32.0%，同比减少 2.8 个百分点，主要因为新收入准则将运输费调整至营业成本核算，去除运输费的话，2020 年公司整体毛利率为 35.2%，同比增加 0.4 个百分点。

隔膜压滤机毛利率高于厢式压滤机，配件毛利率高于压滤机整机。公司细分产品中，隔膜压滤机高于厢式压滤机，2019 年分别为 34.4% 和 28.9%；同时，配件的毛利率普遍高于压滤机整机，2019 年滤板和滤布的毛利率分别为 42.7% 和 34.4%。

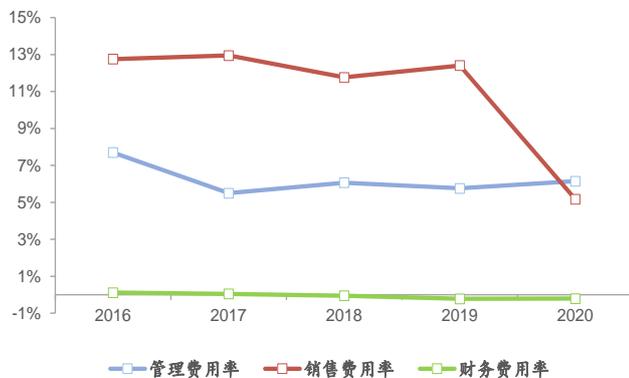
图 6：2017 年以后公司毛利率逐渐向上修复


数据来源：Wind，西南证券整理

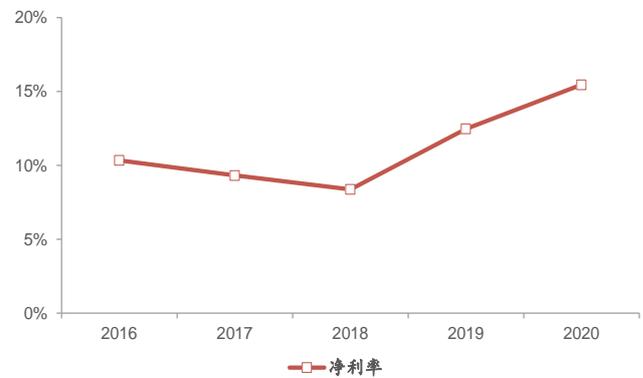
图 7：2019 年，公司配件毛利率高于压滤机整机


数据来源：Wind，西南证券整理

管理效率提升，规模效益显现，公司期间费用率逐渐下降，净利率持续改善。2020 年公司管理费用率为 6.2%，同比增加 0.4 个百分点；销售费用率为 5.2%，同比减少 7.2 个百分点，销售费用率大幅下降的原因在于，新收入准则将运输费调整至营业成本核算，加上运输费的话，2020 年公司销售费用率为 8.4%，同比下降 4.0 个百分点；财务费用率为 -0.2%，同比基本不变。整体来看，2020 年公司期间费用率为 11.1%，同比下降 6.8 个百分点，主要系销售费用率下降所致；剔除掉运输费影响，2020 年公司期间费用率为 14.3%，同比降低 3.6 个百分点。2020 年公司净利率为 15.5%，同比增加 3.0 个百分点，随着管理效率提升、规模效应显现，公司盈利能力将持续改善。

图 8：公司期间费用率逐渐下降


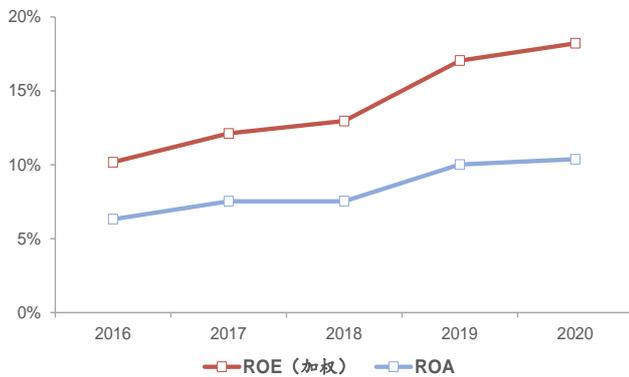
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司净利率持续提升


数据来源：Wind，西南证券整理

资产利用效率不断增强，ROE（加权）、ROA 稳步提升。随着公司管理效率逐步提升，资金的利用效率也在不断增强，ROE（加权）和 ROA 处于稳步增长态势，2020 年分别为 18.2%、10.4%，同比分别增加 1.2、0.4 个百分点。公司 2019 年上市，2020 年新增资产还未能完全产生效益，随着新产能的逐渐释放，公司 ROE、ROA 将进一步增长。

公司现金管理能力较强，现金流较为充裕。公司现金流较为稳定充裕，经营性现金流净额与净利润的比值一般在 100% 以上。2017 年，该比例较低，仅为 14.6%，主要原因在于使用大量营收票据支付采购款导致现金流入减少，以及订单大幅增长、原材料采购规模相应增加且原材料价格上升导致采购款等现金流出较大。2020 年公司经营性现金流量净额为 6.1 亿元，与净利润的比值为 118.6%。

图 10：公司 ROE、ROA 稳步提升


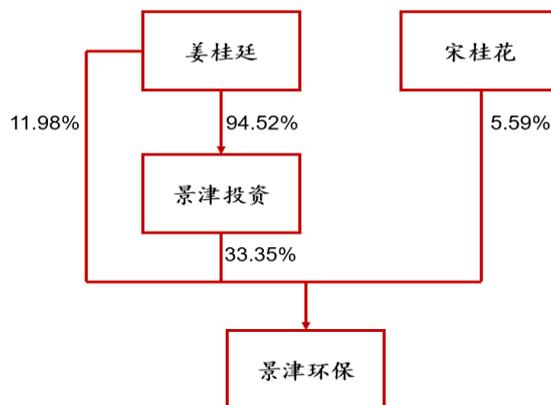
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2017 年之后，公司现金流稳定增长


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，实控人产业背景深厚

公司控股股东为景津投资，实际控制人姜桂廷和宋桂花夫妇合计持有公司 49.09% 股权。景津投资直接持有公司 33.35% 股权，是公司的控股股东；姜桂廷和宋桂花分别直接持有公司 11.98% 和 5.59% 股权，其中姜桂廷持有景津投资 94.52% 股权。姜桂廷和宋桂花为夫妻关系，共同成为公司的实际控制人，合计直接或间接持有公司 49.09%。公司股权结构清晰稳定，管理决策效率较高。

图 12：实控人合计持有公司 49.09% 股权


数据来源：Wind, 西南证券整理

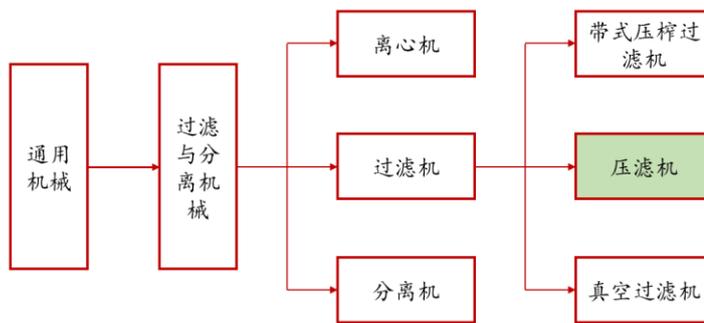
实控人产业背景深厚，股权激励调动员工积极性，保障公司健康长远发展。姜桂廷先生是享受国务院政府特殊津贴的高级工程师，中国通用机械工业协会分离机械分会第七届理事会理事长，自 1988 年便担任景县孙镇东风压滤机橡胶板框厂的厂长，深耕压滤机行业，拥有丰富的产业经验，被山东省人民政府认定为“泰山产业领军人才”，把舵企业快速发展。2020 年 11 月，公司对董事、高级管理人员、核心技术/业务人员等 393 人实施股权激励，彰显了公司对未来发展的信心，同时将公司业绩与员工利益绑定，有利于激发员工的积极性和创造力，共同促进公司健康成长。

2 政策趋严、产业升级促动压滤机需求，公司市占率高

2.1 压滤机应用领域广泛，隔膜压滤机优势明显

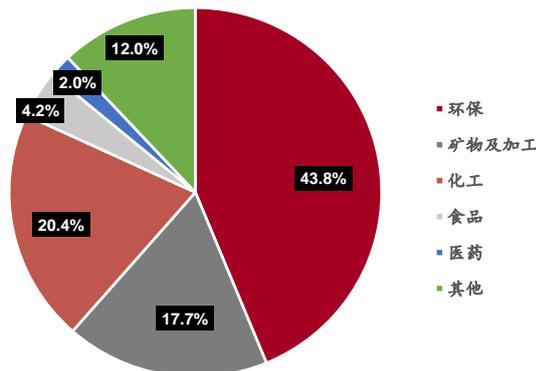
压滤机属于固液分离机械设备，应用范围广泛。过滤与分离机械是应用领域广、使用数量大的通用机械，主要用于固液、液液、气液和气固等物质的分离和提纯。其中，固液分离机械按照分离原理可划分过滤机、离心机和分离机等类别。过滤机又可划分为压滤机、带式压榨过滤机和真空过滤机等三种。过滤机应用范围较广，在环保、化工、煤炭、冶金、轻工、医药、食品、船舶、军工等各个领域均有应用。公司压滤机主要用于环保（市政生活污水污泥、工业废水污泥和江河湖库疏浚淤泥处理）、矿物及加工（有色金属、非金属矿、金属尾矿）、化工、食品和医药等领域，目前在机制砂行业和新能源领域加速拓展。

图 13：压滤机属于固液分离机械设备



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2018 年公司压滤机在环保、矿物及加工、化工等领域应用占比分别为 43.8%、17.7%、20.4%

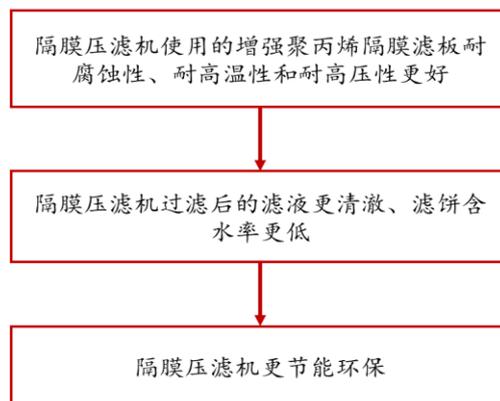


数据来源：公司公告，西南证券整理

固液分离设备的总体发展追求是滤液的高澄清度和滤渣的低含水量，隔膜压滤机优势明显。1) 隔膜滤板性能优秀：根据滤板结构不同，压滤机先后经历了板框压滤机、厢式压滤机和隔膜压滤机三个阶段，上世纪 90 年代，国内出现增强聚丙烯隔膜滤板，该滤板的耐腐蚀性、耐高温性和耐高压性更好。2) 隔膜压滤机使滤液更清澈、滤饼含水量更低：相比

于真空过滤机、带式压榨机和离心机，隔膜压滤机在处理细粒物料时，由于过滤压力高、可以选用致密的滤布，能够获得更清澈的滤液和含水率更低的滤饼，在污泥脱水领域，隔膜压滤机能够将污泥含水率一次性降低至 40-58%，而厢式压滤机的含水率为 75-80%，带式压榨机的含水率为 75-83%，离心机的含水率为 75-80%，隔膜压滤机优势较为明显。**3) 隔膜压滤机更节能：**隔膜压滤机由于采用可变滤室隔膜压榨技术，可以大幅缩短过滤周期，电能消耗比厢式压滤机和离心机降低 30% 以上，并且由于滤饼含水率更低，可以大幅节省后续烘干和焚烧工艺段的能源消耗，节能效果明显。**4) 隔膜压滤机更环保：**经隔膜压滤机处理后的脱水污泥与带式压榨机和离心机处理后的脱水污泥相比，体积减少 50% 以上，而且脱水污泥呈固态，减少了堆放、运输过程中渗滤液的“二次污染”，有效实现了污泥减量化。目前压滤机市场的主流产品是隔膜式压滤机。

图 15：隔膜压滤机优势明显



数据来源：公司公告，西南证券整理

压滤机非标定制化要求高，考验生产商创新设计能力。由于压滤机广泛应用于环保、矿物及加工、化工、食品、医药等诸多行业，且受场地不同、作业环境不同以及客户对过滤效果、过滤面积、滤饼含水率等指标要求的不同，压滤机产品的型号、参数众多，难以实现标准化生产和计量，因此生产商的非标定制化设计能力非常重要，景津环保产品基本全部定制化生产，具备强大优势和竞争力。

滤室是压滤机的核心环节，滤布决定过滤效果与效率。压滤机的滤室是决定压滤机产品质量、使用寿命、过滤效果以及运行成本的核心环节，物料在滤室里通过挤压、过滤并形成滤饼，实现滤液和滤饼的分离。滤室由滤板和滤布组成，其中，滤布的材质、纺织方式和透气率等决定过滤效果和效率，滤板为滤布提供压力支撑。

2.2 政策趋严、产业升级催生压滤机需求，机制砂行业发展潜力大

绿水青山就是金山银山，节能环保是我国长期发展方向，近年来政策法规密集出台。近年来国家对各行业的环境保护和资源利用要求越来越高，大力提倡节能减排、清洁生产、绿色制造。国家重视环境保护，支持优先发展节能环保产业，鼓励使用先进环保技术装备。**压滤机是相关行业达到国家环保要求的重要设备，是实现节能环保目标的装备保障。**

表 2：国家密集出台环境保护、污水污泥处理等相关政策法规

发布时间	发布部门	政策法规	主要内容
2021.07	发改委	《“十四五”循环经济发展规划》	加强对低品位矿、共伴生矿、难选冶矿、尾矿等的综合利用，推进有色组分高效提取利用。进一步拓宽粉煤灰、煤矸石、冶金渣、工业副产石膏、建筑垃圾等大宗固废综合利用渠道，扩大在生态修复、绿色开采、绿色建材、交通工程等领域的利用规模。加强赤泥、磷石膏、电解锰渣、钢渣等复杂难用工业固废规模化利用技术研发。建设园区污水集中收集处理及回用设施，加强污水处理和循环再利用。
2021.06	发改委、住建部	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》	加快补齐城镇污水收集处理、资源化利用和污泥处置设施短板，推进城镇污水管网全覆盖，提升设施处理能力。到 2025 年，全国城市生活污水集中收集率力争达到 70% 以上，城市污泥无害化处置率达到 90% 以上。
2021.05	发改委	《污染治理和节能减碳中央预算内投资专项管理办法》	本专项重点支持污水垃圾处理等环境基础设施建设、节能减碳、资源节约与高效利用、突出环境污染治理等四个方向。重点支持各地污水处理、污水资源化利用、城镇生活垃圾分类和处理、城镇医疗废物危险废物集中处置等环境基础设施项目建设。
2021.03	中华人民共和国	《中华人民共和国长江保护法》	国务院生态环境主管部门根据水环境质量改善目标和水污染防治要求，确定长江流域各省级行政区域重点污染物排放总量控制指标。长江流域水质超标的水功能区，应当实施更严格的污染物排放总量削减要求。企业事业单位应当按照要求，采取污染物排放总量控制措施。
2021.01	发改委等十部门	《关于推进污水资源化利用的指导意见》	加快推动城镇生活污水资源化利用，以现有污水处理厂为基础，合理布局再生水利用基础设施；积极推动工业废水资源化利用，完善工业企业、园区污水处理设施建设。
2020.12	财政部	《财政部办公厅关于印发污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目合同示范文本的通知》	推动污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目规范运作，加强项目前期准备和合同管理工作。
2019.04	生态环境部、发改委和住建部	《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》	把污水处理提质增效作为关系民生的重大问题和扩大内需的重点领域，全面提升城市生活污水收集处理能力和水平，提升优质生态产品供给能力，推进污泥处理处置及污水再生利用设施建设。
2019.03	国务院	《政府工作报告》	壮大绿色环保产业，加大城市污水管网和处理设施建设力度。
2018.06	国务院	《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	打好城市黑臭水体治理攻坚战。实施城镇污水处理“提质增效”三年行动，加快补齐城镇污水收集和处理设施短板，尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理。完善污水处理收费政策，各地要按规定将污水处理收费标准尽快调整到位，原则上应补偿到污水处理和污泥处置设施正常运营并合理盈利。
2017.10	工信部	《工业和信息化部关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》	重点推广低成本高标准、低能耗高效率污水处理装备；推进黑臭水体修复、农村污水治理、城镇及工业园区污水厂提标改造，以及工业及畜禽养殖、垃圾渗滤液处理等领域高浓度难降解污水治理应用示范。重点推广低能耗污泥脱水、深度干化技术装备；针对生活垃圾、危险废物焚烧处理领域技术装备工艺稳定性、防治二次污染，以及城镇污水处理厂、工业废水处理设施污泥处理处置等重点领域开展应用示范。
2016.12	环境保护部、发改委等多部门	《水污染防治行动计划实施情况考核规定（试行）》	考核各省（区、市）人民政府水环境质量目标完成情况和水污染防治重点工作完成情况。
2016.09	发改委	《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》	促进环保技术装备、产品和服务基本满足环境治理需要，绿色环保产业不断增长，产值年均增长 15% 以上，到 2020 年，环保产业产值超过 2.8 万亿元。
2015.04	国务院	《水污染防治行动计划》	提出推进污泥处理处置。污水处理设施产生的污泥应进行稳定化、无害化和资源化处置，禁止处理处置不达标的污泥进入耕地。非法污泥堆放点一律予以取缔。现有污泥处理处置设施应于 2017 年底前基本完成达标改造，地级及

发布时间	发布部门	政策法规	主要内容
			以上城市污泥无害化处理处置率应于2020年底前达到90%以上。
2014.12	财政部、国家发改委、住房和城乡建设部	《污水处理费征收使用管理办法》	提出污泥处置费用纳入污水处理费，污水处理费是按照“污染者付费”原则，由排水单位和个人缴纳并专项用于城镇污水处理设施建设、运行和污泥处理处置的资金。
2014.04	第十二届全国人大常委会	《中华人民共和国环境保护法》	鼓励使用节能环保的产品、设备和设施。
2013.08	国务院	《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》	开发新型水处理技术装备，节能环保产业产值年均增速在15%以上，到2015年，总产值达到4.5万亿元，成为国民经济新的支柱产业。重点发展高浓度难降解工业废水成套处理装备，污泥减量化、无害化、资源化技术装备。提出开发新型水处理技术装备，推动形成一批水处理技术装备产业化基地。
2012.07	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	突破一批环保产业技术瓶颈，形成一批拥有自主核心技术的骨干企业和一批比较优势明显、产业配套完善、有序集聚发展的先进环保产业基地，城镇污水、垃圾和脱硫、脱硝处理设施运营基本实现专业化、市场化。提出要大力推广应用国家鼓励发展的环保产业设备和产品，推进先进环保产品和技术装备产业化；全面推行污泥处理处置、垃圾焚烧、燃煤电厂脱硝与钢铁行业烧结脱硫等。加快实施水体污染控制与治理科技重大专项，重点开发膜技术、生物脱氮、重金属废水污染防治、污泥处理处置等污水处理关键技术。
2011.10	原环境保护部	《全国地下水污染防治规划(2011-2020年)》	未经稳定化处理且含水率超过60%的城镇污水厂污泥不得进入生活垃圾填埋场填埋。规范污泥处置系统建设，严格按照污泥处理标准及堆存处置要求对污泥进行无害化处理处置。

数据来源：各部委官网，西南证券整理

政策促进机制砂行业产业升级，加大砂石废水装备需求。建设用砂石是构筑混凝土骨架的关键原料，是消耗自然资源众多的大宗建材产品。近两年，国家对砂石行业有序发展的重视程度越来越高，对砂石废水的治理要求也逐渐重视，砂石行业迎来产业升级和绿色发展的重要阶段。2019年11月4日，工信部等十部委联合下发文件《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》；2020年3月25日，国家发改委等十五部门和单位联合印发了《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》，对砂石矿山资源环境的管制力度逐步加大，对传统砂石骨料产业转型升级提出了更高要求，各地将陆续整合石矿资源，淘汰落后生产线，不达标企业要更新和改造设备，建设高性能、低能耗、高环保的生产线。小型砂石矿山的落后产能被大型企业的优质产能整合取代后，政府监管难度降低，并且大型企业也更有能力进行设备更新升级，促使砂石废水装备的应用需求增加。

表 3：政策促进砂石行业有序、优质、绿色发展

发布时间	发布部门	政策法规	相关内容
2021.08	四川省	《四川省进一步做好砂石保供稳价工作十项措施》	加强砂石产能科学布局；加快释放砂石现有产能，对手续不齐全、安全保障能力差、能耗水平高、环保不达标、产品质量不合格的企业和项目，要求限期整改，到期未完成整改的依法予以关停。
2021.05	广东省	《广东省促进砂石行业健康有序发展的实施方案》	优化机制砂开发布局，制定统一的机制砂生产、使用、质量检测标准，集中力量突破机制砂颗粒整形、级配调整、节能降耗、综合利用等关键共性技术，坚持推行绿色生产。
2020.12	浙江省	《关于促进我省砂石行业健康有序发展的通知》	大力发展和推广应用机制砂石，优化机制砂石产业布局，加快形成机制砂石优质产能，依法严厉查处违规生产、污染破坏环境等违法违规行为。
2020.09	河南省	《关于促进砂石行业健康有序发展的实施意见》	深入推进砂石产业供给侧结构性改革，逐步提升机制砂石等替代砂源利用比例，努力构建供需平衡、价格合理、绿色环保、优质高效的砂石产业体系，优

发布时间	发布部门	政策法规	相关内容
			化产业布局, 研究制定我省机制砂石行业超低排放改造标准, 促进机制砂石产业绿色发展。
2020.03	国家发改委等十五部门和单位	《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》	大力发展和推广应用机制砂石; 优化机制砂石开发布局; 加快形成机制砂石优质产能。
2019.11	工信部等十部委	《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》	要求砂石生产线配套建设抑尘收尘、水处理和降噪等污染防治以及水土保持设施, 推进清洁生产, 满足达标排放等环保要求; 对工艺废水、细粉和沉淀泥浆等加强回收再利用。

数据来源: 各部委官网, 西南证券整理

机制砂湿法工艺或催生压滤机近百亿需求。我国砂石年产量高达 200 亿吨, 是世界最大的砂石生产国和消费国。随着天然砂石资源约束趋紧和环境保护日益增强, 机制砂占国内总供应量的比例持续攀升。根据智研咨询数据, 我国机制砂占比由 2009 年的 46.6% 大幅上升至 2018 年的 78.3%, 保守估计 2021 年机制砂占比为 85%, 则每年的机制砂产量约为 170 亿吨。机制砂主要有干法和湿法两种工艺, 湿法工艺通过水洗使砂达到建筑砂的标准, 降低人工砂中的含粉量, 提高砂的级配, 应用比例高达 65%, 则每年湿法机制砂产量约为 102 亿吨。据工程经验, 1 亿吨机制砂将对应产生至少 1.2 亿元压滤机需求, 则国内机制砂行业压滤机市场空间至少为 132.6 亿元。

图 16: 机制砂行业催生近百亿压滤机市场空间



数据来源: 西南证券整理

表 4: 机制砂湿法工艺制得的砂级配较高

	湿法工艺	干法工艺
工作原理	应用洗砂机水洗制砂, 通过水洗大量去除砂粒中泥粉含量, 使机制砂含粉量较低。	采用除尘箱负压除粉或选粉机正压除粉或两者相结合方式, 借助风力方式除粉。
适用场合	适用于多水地区, 距离水源地较近的地方。	适用在缺水的地区, 或为了保护环境节约用水砂厂。
相对优势	工作面基本无扬尘, 配合细砂回收设备, 机制砂的颗粒级配合理, 形态良好。	不受水源和环境的限制, 可较大程度保证供应, 后期投入较少。
相对缺陷	生产过程中需要消耗大量水资源, 1 吨砂石料需耗水约 2-3.5m ³ , 运行费用较高。	对砂石原料要求较高, 生产出的骨料、机制砂表面不如湿法生产出来的清洁, 表面观感性差。

数据来源: 红星机器官网, 西南证券整理

政策趋严、产业升级是压滤机市场规模快速增长的底层逻辑，预计 2021 年为百亿规模。国内压滤机市场规模经历了 V 型走势，2013 年国内市场规模为 46.4 亿元，达到阶段性峰值；2015-2016 年，由于国内压滤机传统下游行业如煤炭、有色金属、化工等市场需求大幅下滑，压滤机整体产销量下降明显；2016 年之后，随着国家对环境保护重视程度的不断增强，环保、污水污泥处理等新兴行业对压滤机的需求呈上升趋势，国内压滤机整机市场规模保持高速增长，2019 年达到 69.2 亿元，同比增长 20.8%，2017-2019 年复合增速高达 24.2%。近年来，化工、冶金、煤炭、食品等行业日益提高的过滤、提纯比例和提取精度要求，越来越多的新兴细分行业使用压滤机替代原有的大型分离设备，带动压滤机行业产品品种和市场容量进一步扩大。保守假设 2020-2021 年压滤机整机市场规模的复合增速为 15%，则 2021 年国内压滤机整机的市场规模约为 91.5 亿元。在各行各业环保政策趋严以及产业升级的背景下，机制砂、锂电池、颜料染料、食品添加剂、淀粉加工等行业对压滤机的需求不断涌现，压滤机的市场规模具备非常强的开拓性。

图 17：近年来，国内压滤机整机市场规模在环保政策+产业升级带动下快速增长



数据来源：中国通用机械工业协会，西南证券整理

2.3 中低端市场竞争激烈，高端市场集中度高

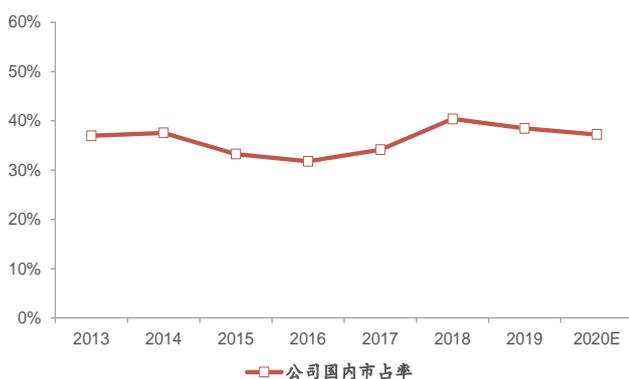
压滤机中低端市场竞争激烈，高端市场集中度高。国内压滤机生产中小企业众多，但产品技术水平和质量上存在较大差异。1) 洗煤、选矿、酿酒等行业在压滤机产品应用成熟，对过滤效果要求相对简单，客户多以压滤机单机及配件为标的，产品价格是主要的竞争手段。2) 在污水污泥处理、新兴化工、制糖等压滤机新兴细分应用行业，过滤物料更为复杂，过滤要求更加严格，技术、产品质量和品牌是客户考虑的关键因素。在压滤机高端市场，仅有国内领先的几家企业、外资企业和国际品牌开展竞争，参与企业相对较少，竞争程度较低，市场集中度较高。

表 5：国内压滤机高端市场竞争压力较小

国家	公司名称	公司简介	2020 年压滤机业务收入 (亿元)
中国	景津环保	公司是全球压滤机行业龙头，国内压滤机市占率较高。产品主要包括压滤机整机、配件及配套设备等。	33.3
	兴源环境	兴源环境科技股份有限公司位于浙江省杭州市，为创业板上市公司，股票代码 300266，主营业务包括环保装备及工程、江河湖库的疏浚及治理、市政污水及工业废水治、生态环境建设和水质监测物联网管控平台。	3.7
奥地利	安德里茨 (ANDRITZ)	安德里茨集团是全球领先的工业集团，其业务广泛涉及水电、制浆造纸、金属行业以及市政和工业领域的固/液分离，为上述各行业提供一流的工厂、设备和服务。安德里茨集团是一家上市公司，位于奥地利格拉茨，其分离机械产品业务范围涉及环保、市政和工业污水污泥处理、煤炭、矿业、化工、食品等领域的各个行业。	51.7 (整个分离设备板块，包括设备和服务)
芬兰	美卓公司 (Metso)	美卓公司的供货范围包括设备、系统、项目和服务，服务于矿山、石油、天然气、骨料，以及纸浆、造纸等加工行业的客户。尤其是为向矿山行业客户交付大型项目，为骨料和石油天然气行业客户交付单机设备和产品组合。在压滤机产品方面，美卓公司开发了矿物加工用 VPA 吹气压滤机、管式压滤机等。	30.7 (整个金属设备板块)

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司是全球压滤机行业龙头，国内市占率近 40%。国内部分压滤机生产企业近十年来发展迅速，技术、质量和服务等均取得了较大进步，已经与国际品牌企业实力相当。国内自主品牌的压滤机凭借着较高的性价比越来越赢得客户的青睐，不仅在国内高端市场占有率方面超过进口品牌，在国际市场上的竞争力也逐渐增强，出口份额震荡上升。公司是全球压滤机行业龙头，产品已达到国际领先或先进水平，在产品性能、技术水平等方面得到了客户的广泛认可，与国内外同行相比，具有较强的竞争实力，在国内压滤机市场拥有较高的市占率，被中华人民共和国工业和信息化部和中国工业经济联合会认定为“制造业单项冠军示范企业”。2019 年，公司在国内压滤机市场的占有率达 38.5%。

图 18：公司压滤机国内市占率近 40%


数据来源：中国通用机械工业协会，Wind，西南证券整理

图 19：国内压滤机进口震荡下降，出口震荡上升


数据来源：中国海关，西南证券整理

3 具备快速切入新兴行业能力，配件业务发展潜力大

3.1 技术实力强劲，快速切入机制砂等新兴行业

公司重视研发创新，授权专利大幅增长。公司十分重视产品研发工作，每年均投入大量资金用于产品开发与技术工艺优化，2020年研发支出为6167.9万元，同比减少10.1%，主要是研发活动受疫情影响所致。在公司持续不断进行研发投入的背景下，公司授权数量也在稳步增长，截至2020年累计获得308项，2020年新获得授权专利109项，专利数量取得大幅增长。未来公司将继续推动技术创新，不断提高产品竞争力，满足客户新需求。

图 20：公司重视研发创新，2020 年略受到疫情限制



图 21：公司授权专利数量大幅增长



数据来源：Wind, 西南证券整理

数据来源：公司公告, 西南证券整理

参与制定国家与行业标准，承担国家重点科研项目，掌握压滤机核心技术。公司系中国通用机械协会分离机械分会理事长单位，参与起草、修订了4项国家标准以及8项行业标准，并于2016年10月荣获纽伦堡国际发明展金奖和银奖。公司技术中心承担了国家水体污染控制与治理科技重大专项等科研项目，2016-2018年分别承担山东省技术创新计划项目19项、8项、8项。2020年公司承担了国家重点研发计划“固废资源化”重点专项子课题，目标是实现污泥的高效资源化。经过多年自主研发，公司已掌握压滤机过滤系统及污泥处理工艺技术、压滤机功能配置技术、压滤机加工工艺等三大核心技术。

表 6：公司掌握三大核心技术

核心技术	具体技术	技术简介
压滤机过滤系统及污泥处理工艺技术	物料过滤预处理技术	在过滤前，对物料进行物理、化学处理以及生物技术预处理，改善物料的过滤特性，提高固液分离效率，使其达到一定的过滤条件。
	过滤工艺设计技术	建立过滤参数数据库，并将特定过滤参数数据库固化在过滤控制系统中，该系统根据物料性能变化情况，自动调节过滤工艺参数，获得优化的过滤性能和稳定的过滤效果。按照特定的过滤工艺，有机地集成各部件和配套设备，并选用合理的工艺参数，达到最佳的过滤效果。
	试验检测装备技术	用于各种物料过滤性能试验研究，为用户压滤机及过滤工艺提供选型依据，并不断补充、更新过滤工艺参数数据库。公司建有固液分离实验室，拥有国际先进的实验设备，利用小型压滤机模拟现场的过滤工艺，进行设备的选型及新行业过滤技术的开发。
压滤机功能配置技术	系统控制技术	一个由过程控制和过程监控组成的以通信网络为纽带的多计算机系统，综合了计算机、通讯、显示和控制等技术。既控制压滤机单机动作的协调性，又将工艺系统中的泵、搅拌系统、加药系统、管路阀、流量计、压力传感器等设备和仪表联系在一起，按照预定的程序

核心技术	具体技术	技术简介
		完成过滤过程。
	鼓膜压榨过滤技术	压滤机隔膜滤板与厢式滤板或隔膜滤板之间组成的滤室在外力作用下产生变化，可对滤饼进行二次压榨，提高固液分离效率。
压滤机加工制造工艺	压滤机机架加工技术	压滤机机座、压紧板、止推板，材质选用优质中板。用二氧化碳保护焊焊接成形，用高速气流抛丸机喷砂处理。不仅把表面的锈及氧化层除掉，同时去除内应力，并在其表面打出细小麻窝，使油漆附着力更强，不易脱落。具有耐腐蚀、硬度高、抗拉强度大、抗冲击性好等优点，经超压试验，可确保使用安全、稳定。
	隔膜滤板加工技术	热板焊接机上下两块加热板对衬板上、下密封面及上、下膜片背面同时加热，焊接一次完成；消除隔膜片应力集中，延长隔膜片的使用寿命。
	滤布加工技术	公司针对特殊行业自主研发的纺织技术，适应不同行业的需求。在恒温恒湿织造环境下，将最细的丝线织成密度最高和不同孔形的滤布，织出的滤布每平方米透风量均匀，单丝及单复丝滤布能够使滤饼自动脱落。
	液压系统加工技术	公司的液压系统结构设计合理、结构先进。液压系统运行可靠，便于维修与保养。压滤机运行平稳、可靠，压滤机操作方便、运行灵活、安全可靠

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

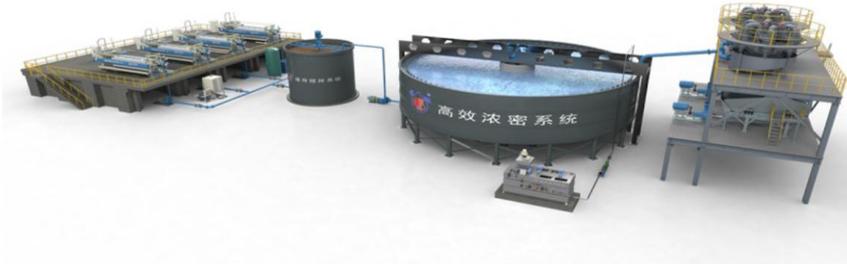
制造业单项冠军示范企业，产品竞争力强。公司于 2018 年被中国工业和信息化部和中国工业经济联合会认定为“制造业单项冠军示范企业”，过滤成套设备在产品性能、技术水平等方面得到了客户的广泛认可，多项产品已达到了国际领先或先进水平，与国内外同行相比，具有较强的竞争实力，2019 年压滤机国内市占率高达 38.5%。随着下游行业产业升级的持续进行以及公司持续推出新产品，预计公司市占率将进一步提升。

表 7：公司多项产品达到国际领先或先进水平

产品名称	技术评价	鉴定机构	鉴定时间
1600 型造纸污水处理专用高压隔膜压滤机	国际领先	山东省经济和信息化委员会	2014 年 5 月
矿山专用 3200x3200 型一次快开节能高效环保压滤机	国际先进	山东省经济和信息化委员会	2014 年 5 月
2000 型隧道污泥处理专用高压隔膜压滤机	国际先进	山东省经济和信息化委员会	2014 年 5 月
2000 型高效节能快速高压隔膜压滤机	国际先进	山东省经济和信息化委员会	2014 年 5 月
程控高压隔膜压滤机	国际先进	山东省经济和信息化委员会	2014 年 5 月
1500 型节能高效快速压滤机	国际领先	山东省经济和信息化委员会	2011 年 2 月
1250 型生物沥浸污泥处理专用压滤机	国际先进	山东省经济和信息化委员会	2011 年 2 月
压滤机清洗滤布装置	国际先进	山东省经济和信息化委员会	2011 年 2 月

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

非标定制能力强，能够快速进入并占领机制砂等新兴行业。1) 得益于成熟、完善的技术研发、创新体系，公司具备极强的新产品开发能力，对于潜在的新兴市场在技术储备方面保持行业领先地位；2) 并且公司在过往的项目研究与设计研发实践中，积累了丰富的经验，对于客户的个性化需求，能实现快速高效的业务分析与拆分、模块设计、试制品生产和测试，因此当新兴市场出现压滤机新需求时，公司能够凭借超强的个性化定制能力，快速响应并满足客户需求。近 2 年，机制砂行业对过滤成套装备的需求开始涌现，公司在 2020 年推出智能砂石废水零排放系统，该产品具备处理量大、高效、运行成本低、智能无人值守等特点，市场应用效果良好，推动了公司在砂石行业的快速发展。此外，压滤机等设备在锂电池生产及回收利用、煤泥及尾矿处理、颜料染料、食品添加剂、淀粉加工等行业的应用正在不断拓展，公司将充分受益。

图 22：景津智能砂石废水零排放处理系统


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 配件业务有望成为新增长点，海外市场发展潜力大

滤板滤布等压滤机配件属于耗材产品，公司具备较强技术优势。滤板的更换周期相对较长，一般为 3-4 年，滤布的更换周期较短，大约在半个月-3 个月之间。公司在滤板滤布生产方面的技术优势包括：

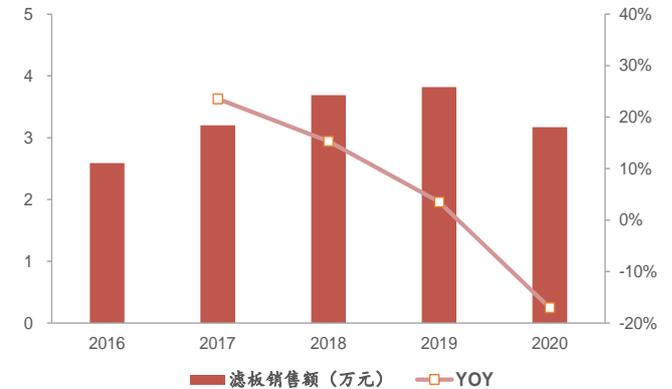
- 1) 在滤板方面，①**拥有自主滤板配方和注塑成型技术**：公司拥有完全自主知识产权的隔膜滤板配方和注塑成型技术，生产的滤板标准件在精度、耐磨和抗压等性能指标上在行业中有明显优势，并可以针对不同客户的物料及复杂过滤条件，对滤板配方进行调整，生产出具有耐强腐蚀、耐高温和耐高压等特殊性能的专业化滤板产品。②**注塑设备先进、注塑工艺领先**：公司拥有较为先进的注塑设备和领先的注塑工艺，生产自动化程度高，可显著提高生产效率和降低用工成本；滤板数控加工设备为公司自主研发，在产出效率和产品质量稳定性方面高于其他同行业使用的普通生产设备。③**隔膜滤板焊接技术领先**：公司自主研发隔膜滤板焊接技术，能保证隔膜滤板质量稳定性，且生产效率高。④**自主设计研发隔膜滤板鼓膜压力检验平台**：可对隔膜滤板的鼓膜压力进行测试，做到对产品质量的严格控制。
- 2) 在滤布方面，①**自动化拉丝生产线满足客户多样化需求**：公司的自动化拉丝生产线可根据不同客户需要，研发定制产品，较外购滤布的同行业企业更能满足客户的多样化需求。②**织造生产线先进，产品质量高**：公司从德国引进先进的织造生产线，并严格控制滤布的织造温度、湿度环境等生产条件，结合丰富的行业经验，可生产各种密度和不同孔形的滤布，过滤效果稳定，使用寿命长；③**自主研发滤布清洗装置，解决行业难题**：公司的单丝及单复丝滤布配置自主研发的滤布清洗装置，能够使滤饼长期自动脱落，解决了滤饼不能长期自动脱落的难题。

公司重点发展压滤机配件业务，其毛利率相对更高，将成为公司新的增长点。相对于压滤机整机，滤板滤布等压滤机配件的盈利能力更强，毛利率比压滤机整机高 8-10 个百分点，2020 年为 38.3%。因此，公司积极拓展配件业务：2019 年，将上市募投资金 0.5 亿元投入“年产 200 万平米高性能过滤材料项目”，该项目已于 2020 年 6 月完成结项；此外，公司于 2020 年 12 月决定终止实施“压滤机制造技术自动化改造项目”，并利用该项目结余募集资金和自有资金共 4.2 亿元投入到“环保专用高性能过滤材料产业化项目”的生产建设。

公司持续发力配件项目，优化配置内部资源，随着产能逐渐释放，配件业务将成为公司新的增长点。

图 23：公司滤布销售收入稳步增长


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 24：2020 年公司滤板销售收入有所下降


数据来源：Wind, 西南证券整理

海外市场空间大，公司积极开拓海外市场。目前，公司产品已销往美国、日本、欧盟、印度、澳大利亚、巴西等多个国家和地区。公司年报称，将于 2021 年对全球市场进行调研分析，加强全球市场的营销布局，期望提高海外市场占有率，提高出口收入占营业收入的比重，推动公司全球化发展，预计海外市场将为公司进一步提供成长动能。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：压滤机市场规模稳步增长。在各行各业环保政策趋严+产业升级的背景下，压滤机行业有望继续保持高速增长，预计 2021-2023 年增速分别为 26%、20%、18%。

假设 2：公司市占率稳步提升。公司是压滤机行业全球龙头，产品竞争力强，预计国内市占率稳步提升，2021-2023 年分别为 38%、39%、40%。

假设 3：公司配件产品营收快速增长。公司重点发展配件业务，产品技术优势明显，预计 2021-2023 年增速分别为 18.87%、19.24%、19.26%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
压滤机整机	收入	2701.18	3476.09	4281.08	5181.20
	增速	1.47%	28.69%	23.16%	21.03%
	毛利率	30.38%	31.00%	31.50%	32.00%
配套设备及配件	收入	536.68	637.98	760.71	909.96
	增速	-16.32%	18.87%	19.24%	19.62%
	毛利率	38.34%	39.19%	39.46%	39.59%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
其他设备	收入	83.71	96.27	110.71	127.31
	增速	-	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	45.82%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	收入	7.73	8.50	9.35	10.29
	增速	5.44%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	6.51%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	3329.30	4218.84	5161.85	6228.76
	增速	0.56%	26.72%	22.35%	20.67%
	毛利率	32.00%	32.53%	32.93%	33.35%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

目前，A股上市公司中，与公司业务相近的主要有浙矿股份和盈峰环境，浙矿股份是国内中高端破碎、筛选成套设备供应商，盈峰环境主要包括智能环境装备与智慧环境服务两大业务板块，2家可比公司2021-2023年平均PE分别为20、15、11倍。公司作为全球压滤机龙头企业，技术实力强劲、产品市占率高，并具备快速切入新兴行业能力，有望充分受益环保政策趋严与产业升级带来的压滤机需求增加，此外公司正大力发展配件业务，有望打造公司的第二成长曲线，业绩确定性强。预计2021-2023年公司归母净利润分别为6.29、8.34、10.26亿元，未来三年归母净利润复合增长率为25.9%，公司中长期成长能力强，理应享受估值溢价，给予2021年30倍PE，目标价45.90元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值（截至 2021 年 8 月 10 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300837	浙矿股份	45.30	1.21	1.72	2.38	3.20	39	29	19	14
000967	盈峰环境	6.35	0.44	0.52	0.63	0.75	19	12	10	8
平均值							29	20	15	11
603279	景津环保	35.19	1.25	1.53	2.02	2.49	28	23	17	14

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

1) 宏观经济波动风险。公司产品应用广泛，公司发展与宏观经济形势具有较高的关联度，如果宏观经济出现较大波动，公司下游行业不景气或者发生重大不利变化，将影响公司产品的市场需求，可能造成公司订单减少，进而造成公司业绩下滑。

2) 公司新产品开发不及预期。公司正在研发更多产业链上下游的设备，并积极开拓适合新市场和新领域的产品，促进公司业务规模的不断扩大，若新产品开发不及预期，将对公司的业绩增长造成不利影响。

3) 市场竞争加剧风险。长期来看，随着国家越来越重视环境保护，将会有更多的环保政策出台并实施，环保产业广阔的市场前景必然会吸引有实力的公司加入环保治理行业的竞争行列，这些因素将加剧市场竞争的激烈化程度，公司将可能面临由于市场竞争加剧而导致市场占有率下降的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3329.30	4218.84	5161.85	6228.76	净利润	514.68	628.72	833.75	1026.05
营业成本	2264.07	2846.65	3461.89	4151.72	折旧与摊销	99.12	87.67	87.67	87.67
营业税金及附加	34.09	44.46	54.68	65.50	财务费用	-7.03	-9.28	-11.36	-13.70
销售费用	172.18	223.60	283.90	342.58	资产减值损失	-15.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	143.13	337.51	335.52	404.87	经营营运资本变动	239.77	-1570.08	-358.67	-417.83
财务费用	-7.03	-9.28	-11.36	-13.70	其他	-220.42	-3.81	-15.76	8.51
资产减值损失	-15.17	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	610.94	-866.78	535.65	690.70
投资收益	-1.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-92.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	298.74	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	206.35	0.00	0.00	0.00
营业利润	644.28	775.90	1037.21	1277.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.15	10.00	4.98	4.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	652.43	785.90	1042.19	1282.56	股权融资	145.09	0.00	0.00	0.00
所得税	137.75	157.18	208.44	256.51	支付股利	-240.02	-102.94	-125.74	-166.75
净利润	514.68	628.72	833.75	1026.05	其他	-28.98	-21.68	11.36	13.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-123.91	-124.62	-114.39	-153.05
归属母公司股东净利润	514.68	628.72	833.75	1026.05	现金流量净额	690.99	-991.40	421.26	537.65
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1624.58	633.18	1054.44	1592.09	成长能力				
应收和预付款项	575.35	825.82	986.23	1178.15	销售收入增长率	0.56%	26.72%	22.35%	20.67%
存货	1603.89	2025.95	2483.41	2970.15	营业利润增长率	27.43%	20.43%	33.68%	23.20%
其他流动资产	207.82	1.74	2.13	2.58	净利润增长率	24.60%	22.16%	32.61%	23.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.95%	16.02%	30.34%	21.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	894.19	830.63	767.08	703.53	毛利率	32.00%	32.53%	32.93%	33.35%
无形资产和开发支出	205.04	180.94	156.85	132.76	三费率	9.26%	13.08%	11.78%	11.78%
其他非流动资产	136.06	136.03	136.00	135.97	净利率	15.46%	14.90%	16.15%	16.47%
资产总计	5246.92	4634.30	5586.15	6715.22	ROE	17.32%	18.14%	19.97%	20.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.81%	13.57%	14.93%	15.28%
应付和预收款项	576.43	743.26	904.00	1080.60	ROIC	31.01%	26.30%	24.79%	27.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.12%	20.25%	21.57%	21.70%
其他负债	1698.84	424.57	507.68	600.86	营运能力				
负债合计	2275.27	1167.83	1411.68	1681.45	总资产周转率	0.67	0.85	1.01	1.01
股本	411.74	411.74	411.74	411.74	固定资产周转率	4.03	5.15	6.83	9.00
资本公积	1325.57	1325.57	1325.57	1325.57	应收账款周转率	6.52	7.65	7.13	7.24
留存收益	1328.15	1853.93	2561.94	3421.24	存货周转率	1.46	1.55	1.53	1.52
归属母公司股东权益	2971.65	3466.47	4174.47	5033.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.27%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2971.65	3466.47	4174.47	5033.77	资产负债率	43.36%	25.20%	25.27%	25.04%
负债和股东权益合计	5246.92	4634.30	5586.15	6715.22	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.79	3.09	3.30	3.50
					速动比率	1.08	1.30	1.49	1.69
					股利支付率	46.63%	16.37%	15.08%	16.25%
					每股指标				
					每股收益	1.25	1.53	2.02	2.49
					每股净资产	7.21	8.41	10.13	12.22
					每股经营现金	1.48	-2.10	1.30	1.68
					每股股利	0.58	0.25	0.31	0.40
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	736.36	854.29	1113.53	1351.77					
PE	28.17	23.06	17.39	14.13					
PB	4.88	4.18	3.47	2.88					
PS	4.35	3.44	2.81	2.33					
EV/EBITDA	17.29	16.06	11.94	9.44					
股息率	1.66%	0.71%	0.87%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
上海	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn