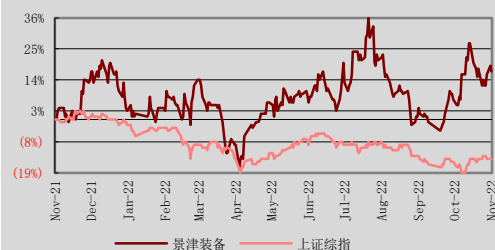


**603279.SH**
**买入**

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 31.51

板块评级: 中性

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.1	9.6	(3.5)	17.4
相对上证指数	16.0	8.0	2.3	31.2

发行股数(百万)	577
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	18,171
3个月日均交易额(人民币 百万)	93
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
景津投资有限公司	31

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2022 年 11 月 22 日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**
**建筑装饰: 环保设备**
**证券分析师: 陈浩武**

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

**证券分析师: 陶波**

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

**联系人: 林祁楨**

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

## 景津装备

**传统市场扩容, 新兴市场扩张, 压滤龙头受益**

景津装备为国内压滤机行业龙头, 受益于政策提标、产品替代, 原有行业渗透率提高, 新兴行业需求打开, 压滤机下游需求快速扩张。2022年1-3Q, 公司营收同增 24.0%, 归母净利润同增 30.6%, 维持高速增长。考虑需求扩张下公司持续推进产能建设, 订单承接能力不断增强, 首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

**经营持续向好的压滤机龙头。** 景津装备主要从事各式压滤机整机及配套设备、配件的生产和销售, 是压滤机行业龙头企业。上市以来公司盈利能力持续提高, 在维持毛利率稳定的同时不断改善费用率, 促使净利率、ROE 稳步提升。

**政策提标、产品替代助力压滤机需求扩张。** 一方面, 随着环保政策提标, 压滤机在环保、砂石骨料等传统领域的市场空间进一步扩大。另一方面, 随着隔膜压滤机的工艺提高, 在滤饼含水率、节能、处理效率等方面显现出比较优势, 从而替代其他行业使用的过滤分离设备, 打开新的市场, 例如新能源新材料领域。

**龙头地位稳固, 持续完善产能布局。** 公司作为行业龙头, 对下游具备较强定价能力, **成本转嫁能力强**, 在原材料价格走强时可以及时调价, 维持毛利率水平, 而在原材料价格走弱时可以通过相对滞后的调价获取较高的盈利弹性; 公司注重研发投入, **技术工艺领先**; 公司“环保专用高性能过滤材料产业化项目”将于 2022 年年底完工, “过滤成套装备产业化一期项目”预计于明年下半年投产, 公司**持续优化生产布局、扩大产能**, 为未来发展提供了强有力支撑。

### 估值

考虑需求扩张下公司盈利能力不断改善, 订单承接能力增强, 预计公司 2022-2024 年收入分别为 60.0、75.6、90.8 亿元, 归母净利润分别为 8.4、11.2、14.6 亿元; EPS 分别为 1.46、1.95、2.53 元。首次覆盖, 给予**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

原材料价格短期大幅波动, 政策推进不及预期, 技术创新风险, 产能建设不及预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	3,329	4,651	6,004	7,555	9,075
变动(%)	1	40	29	26	20
净利润(人民币 百万)	515	647	841	1,122	1,460
全面摊薄每股收益(人民币)	0.892	1.122	1.458	1.945	2.532
变动(%)	17.0	25.7	30.0	33.4	30.1
市场预期每股收益(人民币)			1.470	1.910	2.370
全面摊薄市盈率(倍)	34.9	27.7	21.3	16.0	12.3
价格/每股现金流量(倍)	22.6	73.7	24.0	17.4	13.3
每股现金流量(人民币)	1.38	0.42	1.30	1.79	2.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	14.4	15.5	11.9	9.3
每股股息(人民币)	0.00	0.57	1.17	1.56	2.03
股息率(%)	0.0	1.8	3.8	5.0	6.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

景津装备：压滤机行业龙头，二十年销量第一 .....	5
压滤机行业：政策提标、产品替代助力需求扩张 .....	8
政策提标，加速应用渗透 .....	10
产品替代，拓展新兴市场 .....	13
公司优势：龙头地位稳固，盈利能力持续改善 .....	18
龙头地位稳固，成本转嫁能力强 .....	18
注重研发投入，配件工艺领先 .....	19
持续完善产能布局，增强订单承接能力 .....	20
盈利预测 .....	22
财务分析 .....	22
盈利预测 .....	24
估值分析 .....	24
风险提示 .....	26

图表目录

图表 1. 公司大事记.....5

图表 2. 姜桂廷和宋桂花夫妇为第一大股东（截至 2022 年 9 月 30 日） .....5

图表 3. 2016-2021 年，营收与归母净利年复合增长率分别达 24.7%、32.3%.....6

图表 4. 2018 年以来公司经营性现金流净额表现向好.....6

图表 5. 压滤机整机营收占比在 80%上下 .....6

图表 6. 压滤机整机利润占比在 80%左右 .....6

图表 7. 压滤机整机产销稳步增长.....7

图表 8. 2017 年以来压滤机单机创收持续提高 .....7

图表 9. 公司主要产品一览.....7

图表 10. 公司持续推进产能建设 .....7

图表 11. 过滤和分离机械分类.....8

图表 12. 相比于其他通用机械产品，分离机械市场规模较小，2019 年占通用机械产值比重仅 1.4%.....8

图表 13. 根据分离机械行业“十四五”发展规划，到 2025 年行业总产值预计达 250 亿元.....8

图表 14. 隔膜压滤机通过压差过滤、隔膜压榨、高压吹气置换三道工序完成固液分离 .....9

图表 15. 2016-2018，环保、矿物及加工、化工占景津装备下游需求超过 80% .....9

图表 16. 2020 年以来，景津装备新能源新材料需求持续增长，截至 2022H1，新能源新材料占其营收比重 20.2% .....9

图表 17. 2018 年以来我国压滤机出口金额稳步提高 .....10

图表 18. 压滤机出口数量远高于进口 .....10

图表 19. 压滤机平均进口单价远高于出口 .....10

图表 20. 景津装备海外营收占国内压滤机出口总额 25%以上 .....10

图表 21. 近年来，随着国家绿色发展战略的推进，对污水污泥处置提出更高要求.....11

图表 22. 近年来我国污水处理率持续提高.....12

图表 23. 砂石骨料发展历程.....12

图表 24. 机制砂产销近年来持续增长 .....13

图表 25. 机制骨料使用率 2010 年以来持续提高.....13

图表 26. 碳达峰碳中和目标下，新能源行业指导政策不断出台.....14

图表 27. 近年来锂电池产量快速增长 .....14

图表 28. 2020 年以来新能源汽车产销两旺.....14

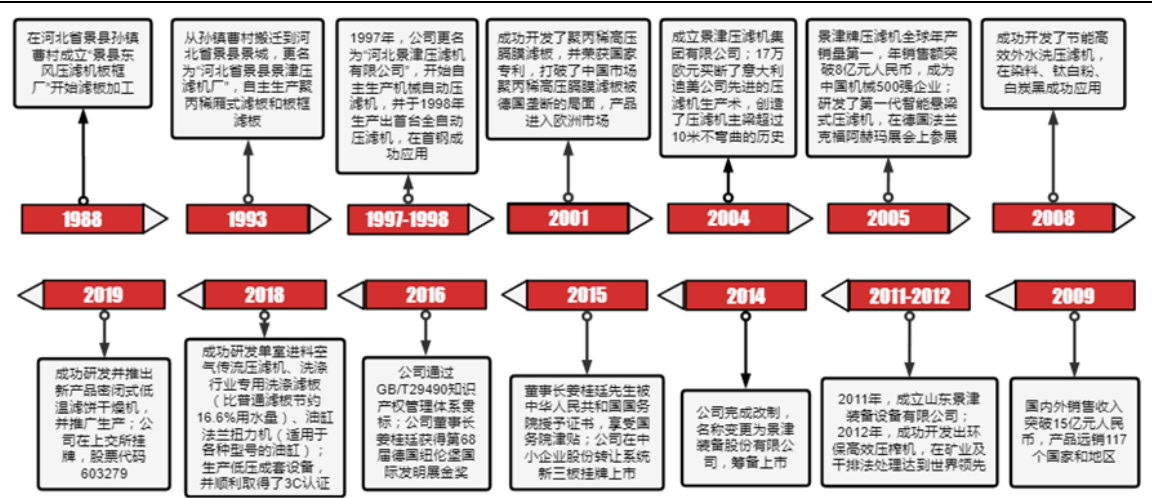
图表 29. 过滤分离设备在锂电池产业链中应用广泛 .....15

图表 30. 四种常见正极材料容量 .....	15
图表 31. 过滤分离设备应用于三元前驱体生产中的压滤、洗涤工序 .....	16
图表 32. 2020 年以来三元材料动力电池产量快速增长 .....	16
图表 33. 2020 年以来三元前驱体产量快速增长 .....	16
图表 34. 四种前驱体过滤洗涤设备优劣对比 .....	17
图表 35. 公司毛利率稳定，净利率、ROE 稳步提高 .....	18
图表 36. 公司费用率持续改善，逐年下降 .....	18
图表 37. 滞后一季度的中板价格与当季毛利率呈负相关 .....	18
图表 38. 滞后一季度的聚丙烯价格与当季毛利率呈负相关 .....	18
图表 39. 公司研发投入稳定增长 .....	19
图表 40. 研发人员数量、占比稳步提升 .....	19
图表 41. 公司授权专利数量持续增长，生产技术不断改进 .....	19
图表 42. 公司滤板、滤布工艺优势 .....	20
图表 43. 公司滤板产销稳步增长 .....	20
图表 44. 产能扩张之下，公司滤布产销持续增长 .....	20
图表 45. 公司在建项目一览 .....	20
图表 46. 部分公司配套设备、成套设备产品 .....	21
图表 47. 与同业企业相比，公司多项指标处于领先水平 .....	22
图表 48. 2015 年以来公司 ROE 持续改善 .....	22
图表 49. 近年来公司综合毛利率维持行业较高水平 .....	22
图表 50. 近年来公司净利率稳步提升 .....	22
图表 51. 公司费用率持续改善 .....	22
图表 52. 2015 年以来公司应收账款周转持续加快 .....	22
图表 53. 受发出商品增长影响公司存货周转天数有所下降 .....	23
图表 54. 公司净营运周期相比同业企业较为稳定 .....	23
图表 55. 目前发出商品在存货中占比超过 50% .....	23
图表 56. 目前发出商品在总资产中占比较高 .....	23
图表 57. 2015 年以来公司资产负债率维持在较低水平 .....	23
图表 58. 预收款、合同负债在总负债中占比持续上升 .....	23
图表 59. 公司盈利预测拆分 .....	24
图表 60. 转板以来，与上证指数市盈率对比，公司目前比值低于 48% 的历史水平 .....	25
图表 61. 纵向来看，公司目前市盈率低于上市以来 41% 的历史水平 .....	25

## 景津装备：压滤机行业龙头，二十年销量第一

专注主业的压滤机行业龙头。景津装备前身为1988年成立的“景县孙镇东风压滤机橡胶板框厂”，2004年，公司买断意大利先进压滤机生产技术。2015年，公司于新三板挂牌上市，2019年，转板至上交所挂牌。经历三十余年发展，公司致力于提供固液提纯、分离的专业成套解决方案，主要从事各式压滤机整机及配套设备、配件的生产和销售，是压滤机行业龙头企业，连续二十年世界压滤机产销量第一。

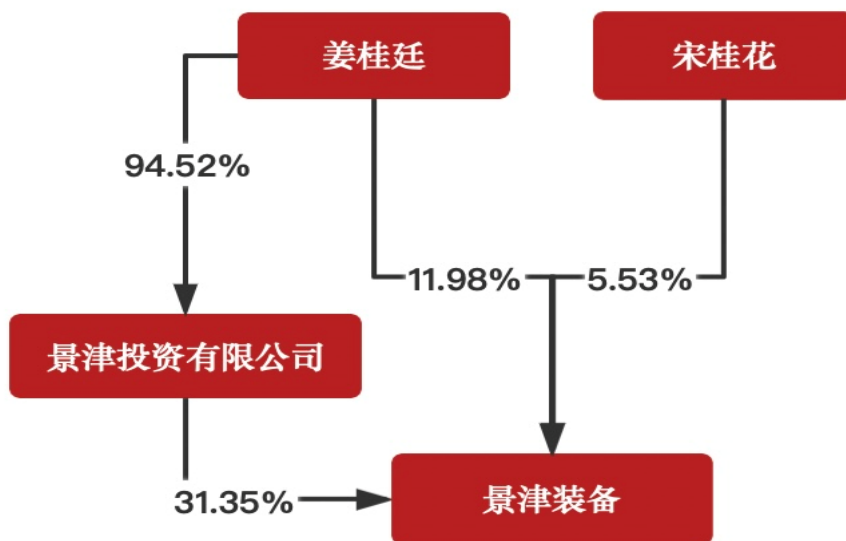
图表 1. 公司大事记



资料来源：公司公告、中银证券

公司股权结构稳定，实际控制人为姜桂廷和宋桂花夫妇。实控人夫妇直接或间接控制公司总股本的50.9%，股权相对集中。姜桂廷先生长期担任公司董事长、总经理，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，拥有丰富的产业经验。

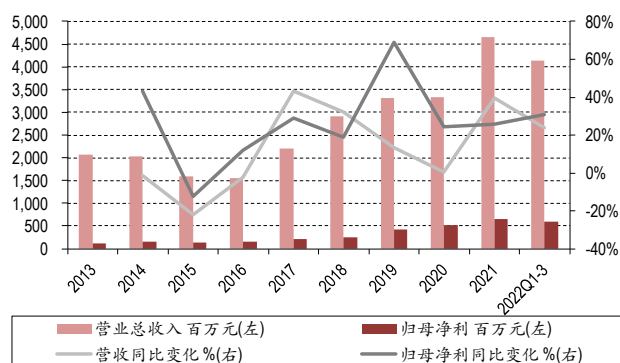
图表 2. 姜桂廷和宋桂花夫妇为第一大股东（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、中银证券

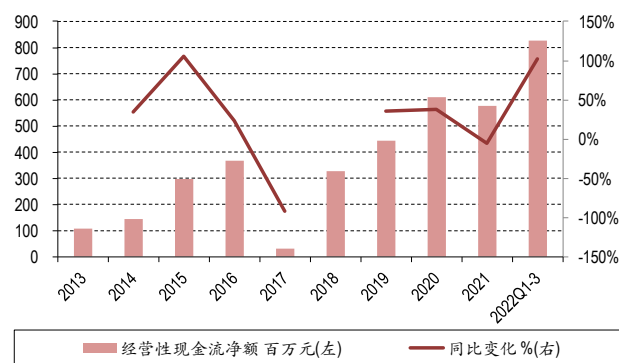
公司营收与归母净利润在经济下行背景下仍然保持高速增长，财务指标向好。2022 年前三季度，公司实现营收 41.4 亿元，同增 24.0%，归母净利润 5.9 亿元，同增 30.6%，经营性现金流净额 8.3 亿元，同增 102.5%，毛利率 29.8%，同比略涨，费用率 10.6%，同比略降，净利率 14.2%，同增 0.7pct。2016-2021 年，公司营收与归母净利润年复合增长率分别达 24.7%、32.3%，保持高速增长，经营性现金流净额自 2018 年以来持续向好，费用率持续改善的同时净利率稳步提高；公司资产结构健康，近年来，资产负债率维持在 40% 左右。

图表 3. 2016-2021 年，营收与归母净利润年复合增长率分别达 24.7%、32.3%



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2018 年以来公司经营性现金流净额表现向好

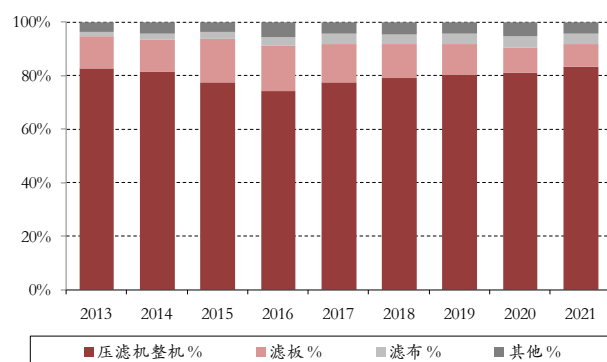


资料来源：万得，中银证券

注：由于 2017 年低基数影响，2018 年经营性现金流净额同增 991.9%，2017 年原材料价格上涨导致采购款等流出大幅增长，使得现金流净额下滑

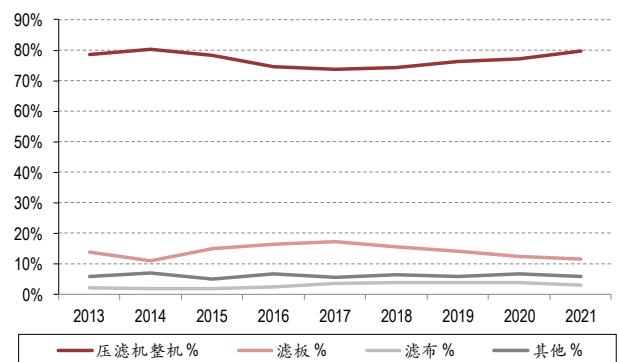
营收结构上看，压滤机整机是公司最主要的产品。上市以来，压滤机整机营收、利润占比保持在 80% 上下，滤板、滤布及其他配件占比较低。整机中，以高毛利的隔膜压滤机为主，厢式压滤机营收、利润仅占整机的 20% 左右。随着公司产能建设的持续推进，未来公司的营收结构仍将维持。

图表 5. 压滤机整机营收占比在 80% 上下



资料来源：万得，中银证券

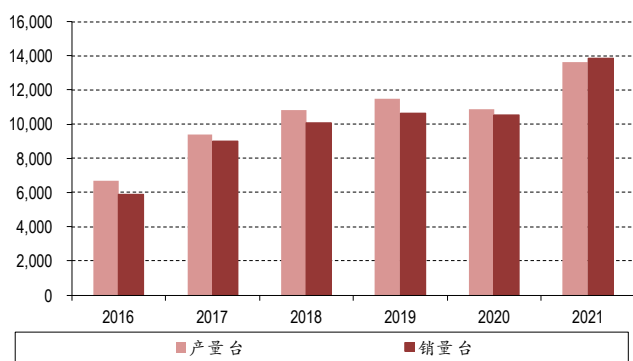
图表 6. 压滤机整机利润占比在 80% 左右



资料来源：万得，中银证券

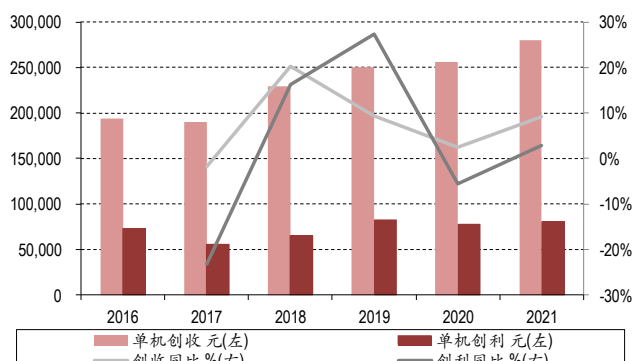
产销增长，产能建设持续推进。公司产量、销量持续增长，2016-2021 年，产量年复合增长率达到 15.2%。根据 2021 年年报，公司生产压滤机整机近 1.4 万台、滤板 116.5 万块、滤布 254.1 万套。由于整机、滤板为模块化生产，产量具备一定弹性，公司采用“以销定产”的生产方式。滤布属于配套耗材，生产上为流水线作业，近年来公司加强滤布产能建设，以更好地覆盖下游客户需求。目前，公司“环保专用高性能过滤材料产业化项目”项目进展顺利，预计将于 2022 年年底完工投产，主要产品为滤布。此外，公司“过滤成套装备产业化一期项目”已取得建设用地，预计 2023 年下半年可以投产，需求持续扩张之下，产能建设将有力支撑公司业绩。

图表 7. 压滤机整机产销稳步增长



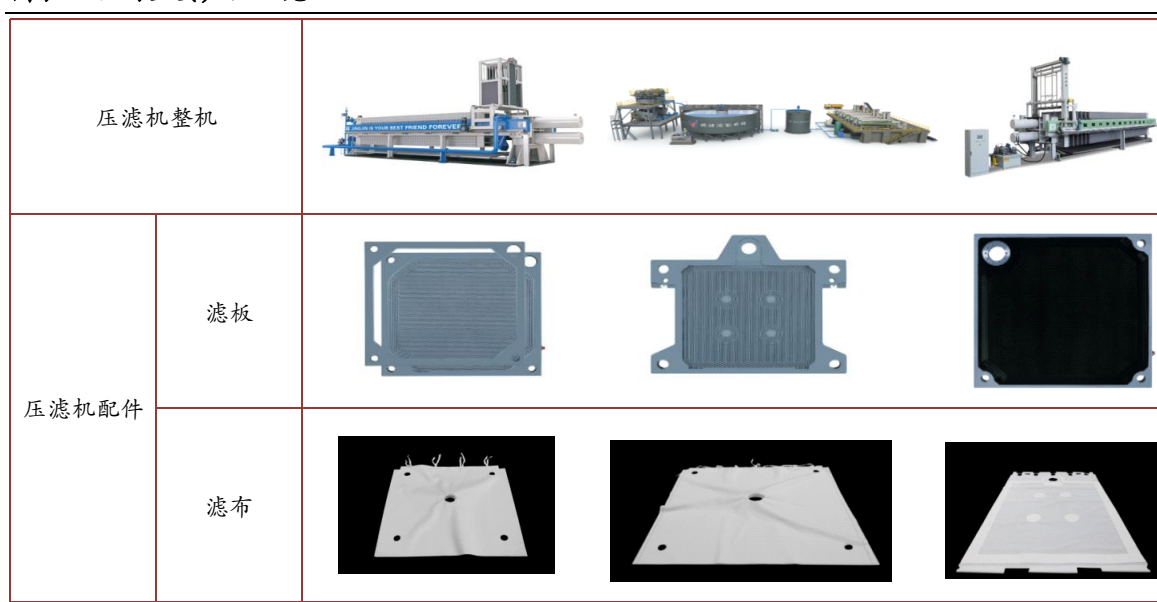
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2017 年以来压滤机单机创收持续提高



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 公司主要产品一览



资料来源：公司官网，中银证券

图表 10. 公司持续推进产能建设

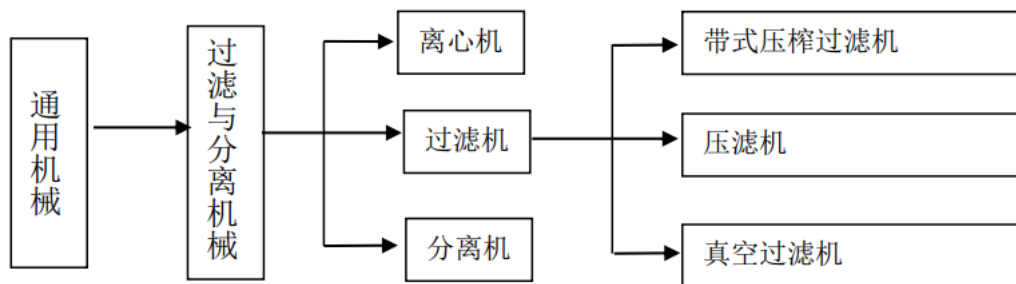
项目名称	计划投资金额	预计投产时间	项目经济效益
年产 1000 台压滤机项目	2.1 亿元	已投入使用	每年将增加压滤机产能约 1,000 台。
环保专用高性能过滤材料产业化项目	4.3 亿元	2022 年年底可完工投产	主要产品为滤布和无纺布，项目投产后将会扩大公司产能。达产后预计年可新增销售收入 25,368.75 万元，年均净利润 6,387.83 万元。
过滤成套装备产业化一期项目	12.8 亿元	预计于 2023 年 10 月建成	可实现年营业收入约 21.8 亿元，净利润约 3.28 亿元。

资料来源：公司公告，中银证券

## 压滤机行业：政策提标、产品替代助力需求扩张

压滤机是一种应用于过滤和分离的通用设备，应用于环保、矿物加工、化工、医药、食品、新材料、新能源等多个领域。过滤和分离机械按原理不同可分为离心机、过滤机、分离机三大类。工作原理上，过滤机应用重力、真空、压榨等推力，使固液混合物中的液体通过多孔过滤介质流出，而固体颗粒遭到截留，从而实现固液分离。

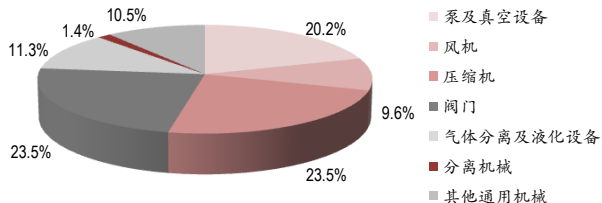
图表 11. 过滤和分离机械分类



资料来源：公司招股说明书，中银证券

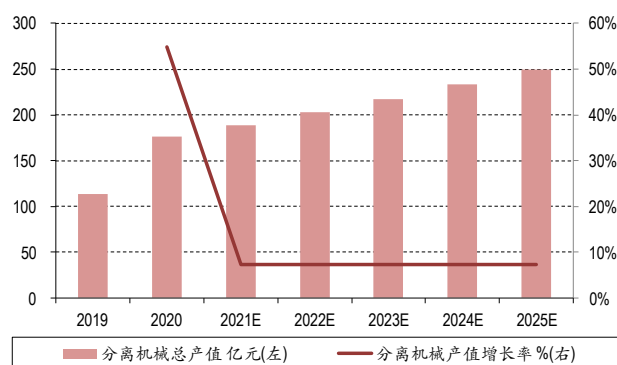
相对于泵、压缩机、风机、阀门等主要通用机械产品，分离机械市场规模较小，根据《中国通用机械工业年鉴 2021》中通用机械工业协会分离机械分会对 64 家企业会员进行的不完全统计，2020 年，离心机、压滤机、旋流器产值合计约 120.6 亿元，其中离心机产值 32.9 亿元，占比 27.3%，压滤机产值 82.7 亿元，占比 68.6%；行业参与企业数量众多，但以小型民营企业为主，在通用机械工业协会分离机械分会的 64 家企业会员中，营收规模在 30 亿元以上的仅 1 家，在 10 亿元以上的仅 2 家，1 亿元至 10 亿元之间的企业共 16 家。根据景津装备招股说明书，以公司维持 2015-2017 年 40% 左右的市占率逆推，2021 年压滤机行业销售规模约 116.3 亿元，2016 年以来年复合增长率为 24.7%，行业处于快速发展阶段。

图表 12. 相比于其他通用机械产品，分离机械市场规模较小，2019 年占通用机械产值比重仅 1.4%



资料来源：《中国通用机械工业年鉴 2020》，中银证券

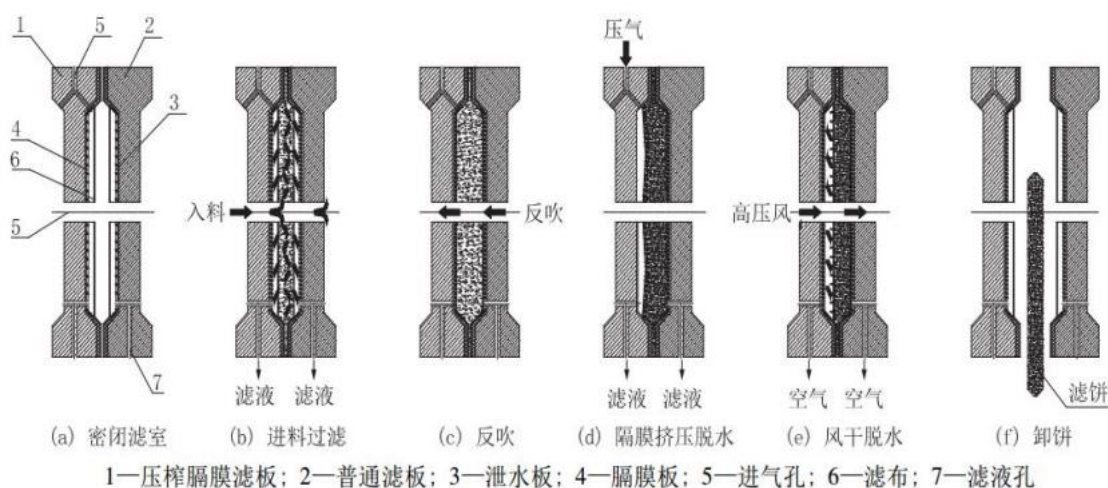
图表 13. 根据分离机械行业“十四五”发展规划，到 2025 年行业总产值预计达 250 亿元



资料来源：《中国通用机械工业年鉴 2021》，中银证券

压滤机兴起于上世纪八十年代，根据滤板结构的不同，经历了板框式压滤机、厢式压滤机以及隔膜压滤机三个阶段，发展至今设备结构已较为成熟。**隔膜压滤机相比其他压滤机，具备高效节能、低滤饼含水率的竞争优势**，逐渐占据更大的市场空间。**隔膜压滤机通过三道工序完成固液分离**，第一阶段为**压差过滤**，利用压力泵将悬浮液料浆注入垂直排列的多个密闭滤室中，使滤布两边形成压力差，滤室内的液体透过与滤板相邻的滤布排出压滤机外，固体杂质则截留在滤室中；第二阶段为**隔膜压榨**，通过脉冲泵将脉动压传到隔膜与滤板间的空气室内，利用隔膜与脉冲泵形成的脉冲现象挤压滤饼，减少滤饼水分；第三阶段为**高压吹气置换**，通过高压风吹气，使滤饼毛细管中的水分被空气置换。

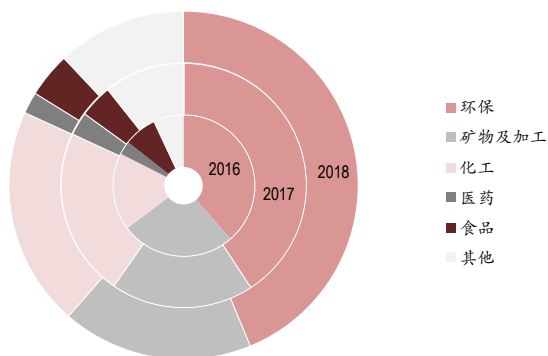
图表 14. 隔膜压滤机通过压差过滤、隔膜压榨、高压吹气置换三道工序完成固液分离



资料来源：公司招股说明书，中银证券

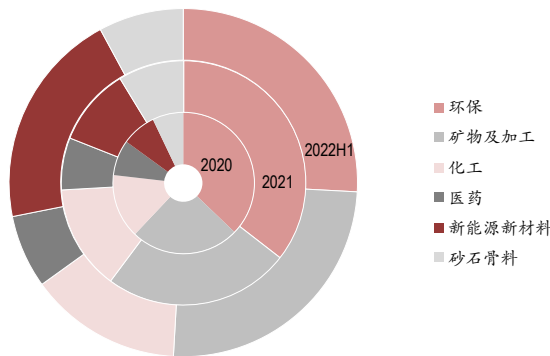
**政策提标、产品替代助力压滤机需求扩张。**一方面，随着环保政策提标，压滤机在环保、砂石骨料等传统领域的市场空间进一步扩大。另一方面，由于过滤的技术路线众多，随着隔膜压滤机的工艺提高，在滤饼含水率、节能、处理效率等方面显现出比较优势，从而替代其他行业使用的过滤分离设备，打开新的市场，例如新能源新材料领域。

图表 15. 2016-2018，环保、矿物及加工、化工占景津装备下游需求超过 80%



资料来源：公司招股说明书，中银证券

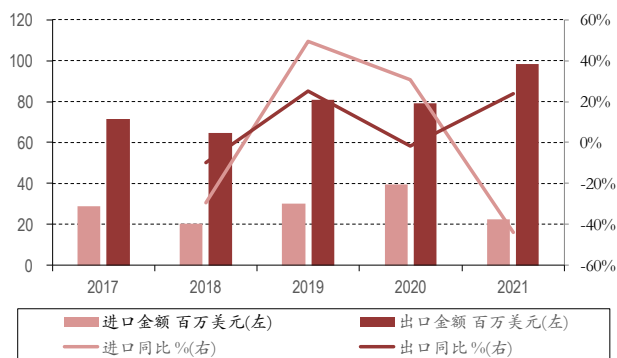
图表 16. 2020 年以来，景津装备新能源新材料需求持续增长，截至 2022H1，新能源新材料占其营收比重 20.2%



资料来源：公司公告，中银证券

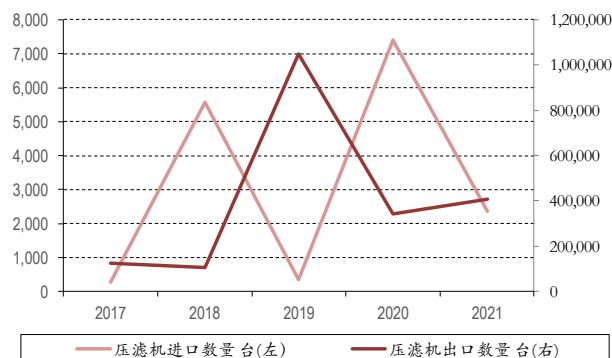
行业龙头引领国产替代。国内企业通过对国外先进技术的引进、吸收、再创新和自主创新，持续提高产品技术水平，目前大中型压滤机和滤板制造水平已接近并达到国际先进水平。凭借优异的性能、较高的性价比以及更加完善的售后服务，国产设备和配件在中低端市场完全实现进口替代。在大型设备、成套设备领域仍有大型国外厂商参与竞争。进出口格局方面，在数量及金额上压滤机出口远超过进口，但设备平均单价仍有较大差距。

图表 17. 2018 年以来我国压滤机出口金额稳步提高



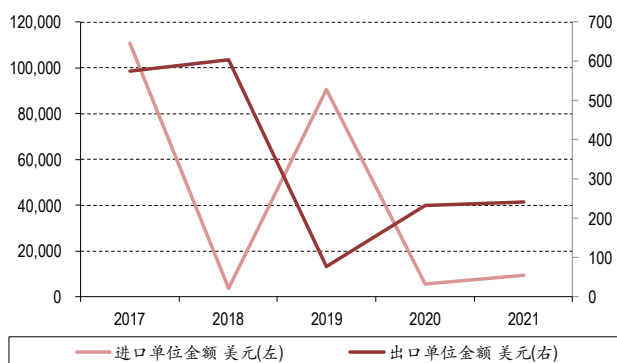
资料来源：海关总署，中银证券

图表 18. 压滤机出口数量远高于进口



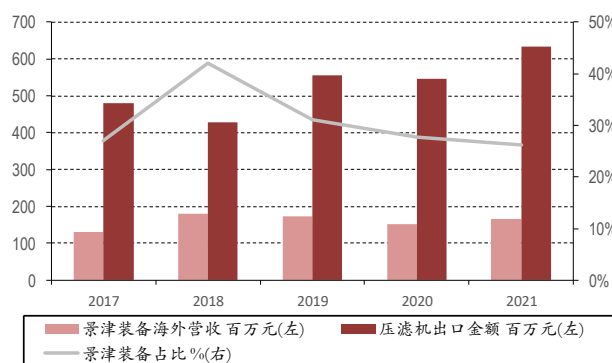
资料来源：海关总署，中银证券

图表 19. 压滤机平均进口单价远高于出口



资料来源：海关总署，中银证券

图表 20. 景津装备海外营收占国内压滤机出口总额 25% 以上



资料来源：公司公告，海关总署，中银证券

## 政策提标，加速应用渗透

### 环保行业：污水污泥处理政策趋严

环保政策趋严，行业需求扩容。近年来，随着国家绿色发展战略的推进，对污水污泥处置提出更高要求。一方面，政策要求推进城镇污水污泥处置设施建设：根据 2021 年 6 月发改委、住建部联合印发的《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，“十四五”期间，要加快污水收集处理设施建设，新增污水处理能力 2,000 万立方米/日；根据 2022 年 9 月发改委、住建部、生态环境部联合印发的《污泥无害化处理和资源化利用实施方案》，要求到 2025 年，基本形成设施完备、运行安全、绿色低碳、监管有效的污泥无害化资源化处理体系，全国新增污泥无害化处置设施规模不少于 2 万吨/日，城市污泥无害化处置率达到 90% 以上，地级及以上城市达到 95% 以上。另一方面，政策要求提高工业污水重复利用率：根据 2021 年 12 月工信部等五部委联合印发的《工业废水循环利用实施方案》，到 2025 年，力争规上工业用水重复利用率达到 94% 左右，钢铁、石化化工、有色等行业规上工业用水重复利用率进一步提升，纺织、造纸、食品等行业规上工业用水重复利用率较 2020 年提升 5 个百分点以上。

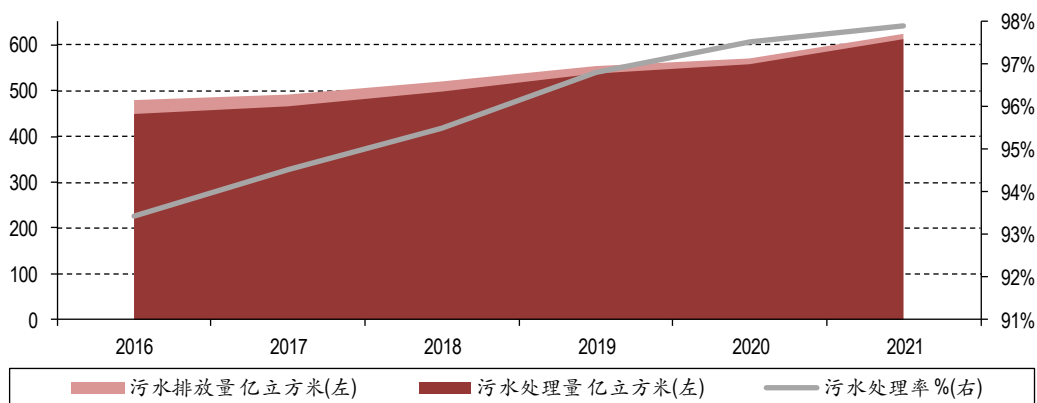
图表 21. 近年来，随着国家绿色发展战略的推进，对污水污泥处置提出更高要求

时间	部门	政策	内容
2016 年 4 月	环保部、住建部	《关于加强城镇污水处理设施污泥处理处置减排核查核算工作的通知》	将污泥妥善处理处置纳入城镇污水处理减排统一监管，对各种不规范处理处置污泥的行为，扣减该部分污泥对应的城镇污水处理化学需氧量和氨氮削减量。
2017 年 1 月	发改委、住建部	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	到 2020 年底，地级及以上城市污泥无害化处置率达到 90%，其他城市达到 75%，县城力争达到 60%，重点镇提高 5 个百分点，初步实现建制镇污泥统筹集中处理处置的发展目标。
2017 年 1 月	全国人大	《水污染防治法》	收取的污水处理费用应当用于城镇污水集中处理设施的建设运行和污泥处理处置，不得挪作他用；城镇污水集中处理设施的运营单位或者污泥处理处置单位应当安全处理处置污泥，保证处理处置后的污泥符合国家标准，并对污泥的去向等进行记录。
2018 年 6 月	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。
2018 年 7 月	发改委	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	按照补偿污水处理和污泥处置设施运营成本并合理盈利的原则，加快指定污水处理费标准，并依据定期评估结果动态调整。
2019 年 5 月	生态环境部、发改委	《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021）》	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。
2021 年 2 月	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	完善污水处理收费政策，按照覆盖污水处理设施运营和污泥处置成本并合理盈利的原则，合理指定污水收费标准，健全标准动态调整机制。
2021 年 6 月	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 年 7 月	发改委	《“十四五”循环经济发展规划》	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 年 12 月	工信部、发改委、科技部、生态环境部、住建部、水利部	《工业废水循环利用实施方案》	到 2025 年，力争规上工业用水重复利用率达到 94% 左右，钢铁、石化、有色等行业规上工业用水重复利用率进一步提升，纺织、造纸、食品等行业规上工业用水重复利用率较 2020 年提升 5 个百分点以上。
2022 年 10 月	发改委、住建部、生态环境部	《污泥无害化处理和资源化利用实施方案》	到 2025 年，全国新增污泥（含水率 80% 的湿污泥）无害化处置设施规模不少于 2 万吨/日，城市污泥无害化处置率达到 90% 以上，地级及以上城市达到 95% 以上，基本形成设施完备、运行安全、绿色低碳、监管有效的污泥无害化资源化处理体系。

资料来源：发改委网站，中国政府网，中银证券

**污水污泥处理率提高加速行业渗透率提升。**在污水处理领域，我国城市污水排放量、处理率逐年增长。根据住建部公布的《2021 年中国城市建设状况公报》，2021 年我国城市污水处理厂处理能力达到 2.1 亿立方米/日。根据《中国通用机械工业年鉴 2021》，我国工业废水占全年污水排放的 60%-70%，近年来污水处理率迅速提高，但对比欧美发达国家仍存差距。在污泥处理领域，虽然城镇平均污泥处置率滞后于污水处理率，但近年来随着国家对污泥处理处置的重视程度不断提高，“重水轻泥”现象逐渐转为“泥水并重”。**将污泥脱水并形成泥饼是污水处理的最后一道工序，也是最重要的一个步骤。**虽然污泥机械脱水的技术路径众多，但压滤机凭借高性价比、低能耗、噪音小等优势仍将继续作为污水、污泥减量化、无害化、资源化的关键设备之一，其市场空间将随着污水、污泥处置规模的增加而进一步增长。

图表 22. 近年来我国污水处理率持续提高

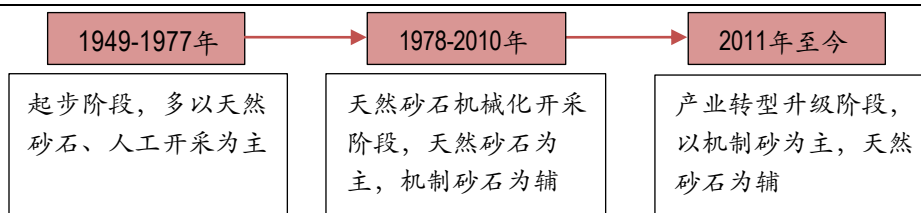


资料来源：住房和城乡建设部，中银证券

### 砂石骨料：天然砂禁采，机制砂拉动需求

砂石骨料是基建中耗量最大的原料之一，是制作砂浆或混凝土时，与水泥和水等混合在一起的砂、石等颗粒状材料，广泛用于混凝土、砂浆和水泥制品等。我国作为世界最大的砂石生产国和消费国，近年来砂石产量增长稳健，根据中国砂石协会数据，2021年砂石产量达197亿吨。压滤机作为重要的过滤分离设备，在机制砂的制备过程中被广泛使用。

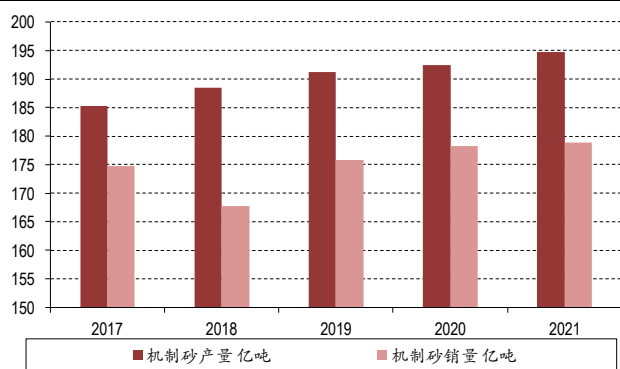
图表 23. 砂石骨料发展历程



资料来源：《砂石骨料工业的昨天、今天和明天》胡幼奕，中银证券

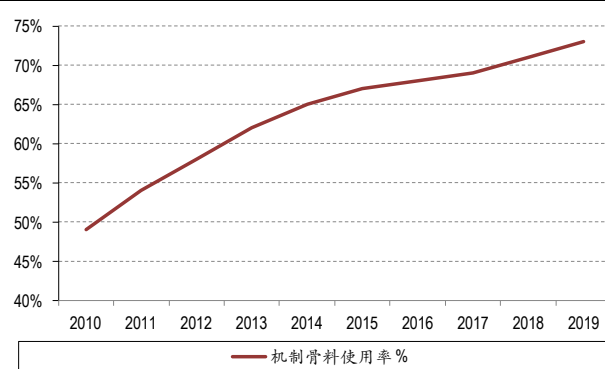
政策推动机制砂发展，产能整合之下市场空间有望增长。我国砂石骨料产业经历了从天然砂到机制砂的发展历程，2010年以来机制骨料使用率逐年提高。2019年2月，水利部印发《水利部关于河道采砂管理工作的指导意见》，落实采砂管理责任，此后各地相继出台河砂管理办法，设置河砂限采、禁采区域。与此同时，政策对砂石行业产业升级与绿色发展提出了更高的要求：2019年11月，工信部等十部委联合下发《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》，提出到2025年，年产1,000万吨及以上的机制砂石企业产能占比达到40%，并在产品能耗上做出相关规定；2020年3月，发改委等十五部门和单位联合印发了《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》，提出推进优质砂石产能建设，严打非法河砂开采等措施。产能整合之下，砂石废水系统装备的市场空间或将持续增长。

图表 24. 机制砂产销近年来持续增长



资料来源：砂石骨料网，中银证券

图表 25. 机制骨料使用率 2010 年以来持续提高



资料来源：砂石骨料网，中银证券

**湿法制砂逐渐成为主流工艺，对废水处理需求增大。**机制砂生产工艺分为干法制砂和湿法制砂，干法制砂对原料要求高，粉尘污染严重，且产品不够清洁。湿法制砂无粉尘污染，且产品表面清洁、质量较好，但投资较高、耗水量大且产生废水。湿法制砂过程中负责结尾作业的是洗砂机，在充分的清洗、脱水后，成品砂被运到料堆处，产生的废水则需要经过分离过滤后才达标排放。

## 产品替代，拓展新兴市场

**过滤分离设备专用性、针对性较强**，各个细分领域出于对物料、工艺条件、分离需要等具体要求的差异而选取不同品种、不同规格、不同操作参数、不同过滤路径和不同控制机理的差异化技术路径，离心机、压滤机以及过滤机在细分领域中既有互补，又有竞争替代。随着技术进步，隔膜压滤机相比其他过滤分离设备具备处理规模大效率高、节能节水、低含水率、一次过滤脱水效果好、经济等优势，在新能源、食品、煤泥尾矿等下游细分领域不断开拓，对其他过滤分离设备形成替代。

## 新能源：乘锂电东风，市场扩容需求提升

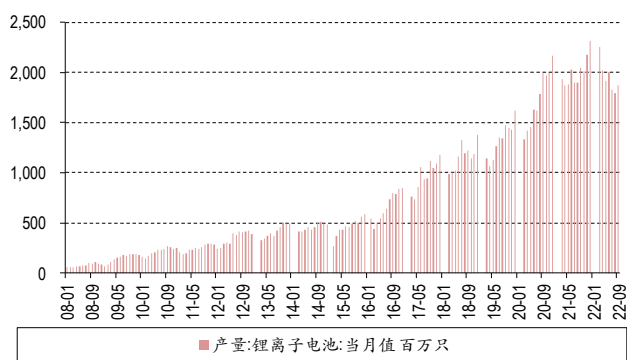
近年来，压滤机在锂电池、光伏、核能、生物质能源等领域应用不断拓展。在碳达峰碳中和“30·60”目标之下，新能源行业乘政策东风快速发展。根据工信部电子信息司数据，2021 年我国锂电池产量 324GWh，消费、动力、储能型锂电产量分别为 72GWh、220GWh、32GWh，分别同比增长 18%、165%、146%；2022 年上半年，全国锂电池产量超过 280GWh，同比增长 150%。一方面，2020 年以来，在《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》指导之下，新能源汽车产销两旺，拉动了动力电池的快速增长；另一方面，随着风光发电发展，对于储能的需求持续提高，在产业政策指导下，大型储能项目纷纷落地，储能电池亦快速增长。

图表 26. 碳达峰碳中和目标下，新能源行业指导政策不断出台

时间	部门	政策	内容
2017年9月	发改委、能源局、国家电网公司、南方电网公司	《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》	明确未来我国储能发展的规划和路径、未储能发展的几大应用场景，储能补贴政策实施路径；拓展分散电池资源储能化应用，探索分散电池资源的能源互联网管控和储能化应用。
2019年5月	交通运输部、宣传部、发改委、工信部、住建部等12部门	《绿色出行行动计划（2019-2022年）》	推进绿色车辆规模化应用，完善行业运营补贴政策，加速淘汰高能耗、高排放车辆和违法违规生产的电动车；加快充电基础设施建设，加大补贴力度，将新能源汽车购置补贴资金逐步转向充电基础设施建设及运营环节。
2019年5月	财政部、工信部、交通运输部、发改委	《关于支持新能源公交车推广应用的通知》	根据规模效益和成本下降情况，调整完善新能源公交车购置补贴标准，在普遍取消地方购置补贴的情况下，地方可继续对购置新能源公交车给予补贴支持。
2020年3月	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要》	发展战略性新兴产业，加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。
2020年11月	国务院、工信部	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》	到2025年，纯电动乘用车新车平均电耗降至12.0千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。到2035年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用。2021年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于80%。
2021年7月	发改委、能源局	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	到2025年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，新型储能技术创新能力显著提高，核心技术装备自主可控水平大幅提升。到2030年，实现新型储能全面市场化发展。新型储能核心技术装备自主可控，技术创新和产业水平稳居全球前列，标准体系、市场机制、商业模式成熟健全，与电力系统各环节深度融合发展，装机规模基本满足新型电力系统相应需求。
2021年12月	工信部	《锂离子电池行业规范条件》	明确了锂离子电池行业内的锂电池、正极、负极、隔膜、电解液等企业的产业布局和项目设立、工艺技术和质量管理、产品性能、安全和管理、资源综合利用和生态环境保护等规范条件。
2022年1月	发改委、能源局	《“十四五”新型储能发展实施方案》	到2025年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件。新型储能技术创新能力显著提高，核心技术装备自主可控水平大幅提升，标准体系基本完善，产业体系日趋完备，市场环境和商业模式基本成熟。其中，电化学储能技术性能进一步提升，系统成本降低30%以上。
2022年3月	工信部、公安部、交通运输部、应急管理部、市场监管总局	《关于进一步加强新能源汽车企业安全体系建设的指导意见》	统筹发展和安全，指导新能源汽车企业加快构建系统、科学、规范的安全体系，全面增强企业在安全管理机制、产品质量、运行监测、售后服务、事故响应处置、网络安全等方面的安全保障能力，提升新能源汽车安全水平，推动新能源汽车产业高质量发展。

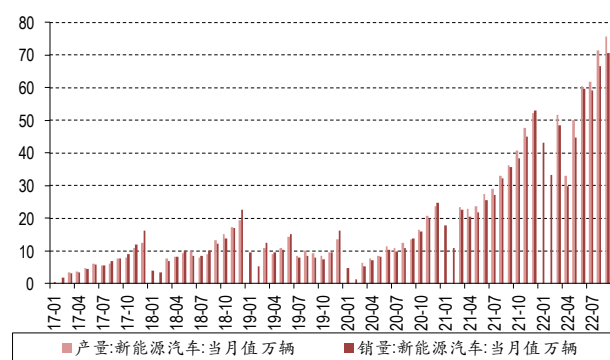
资料来源：发改委网站，中国政府网，中银证券

图表 27. 近年来锂电池产量快速增长



资料来源：万得，中银证券

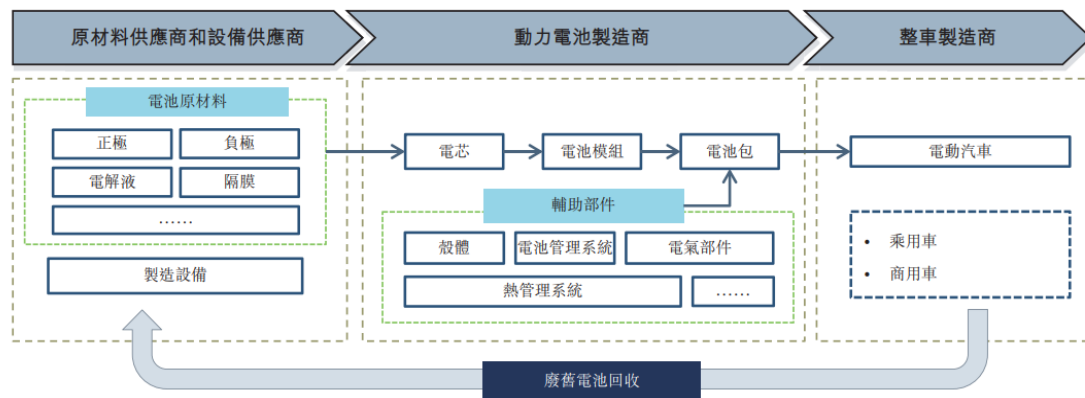
图表 28. 2020年以来新能源汽车产销两旺



资料来源：万得，中银证券

过滤分离设备在锂电池产业链中应用广泛，能够用于锂资源提取（锂辉石提锂、云母提锂、盐湖提锂）、磷酸铁锂正极材料、三元锂电池正极材料、石墨负极、PVDF 树脂材料、电解液材料、锂电池回收等过程中的过滤、洗涤环节及废水处理环节，贯穿了从上游提锂，到前驱体及电池正负极制备，最终回收废旧电池并洗涤提纯再处理废水的整个产业链。

图表 29. 过滤分离设备在锂电池产业链中应用广泛



资料来源：中创新航聆讯材料，中银证券

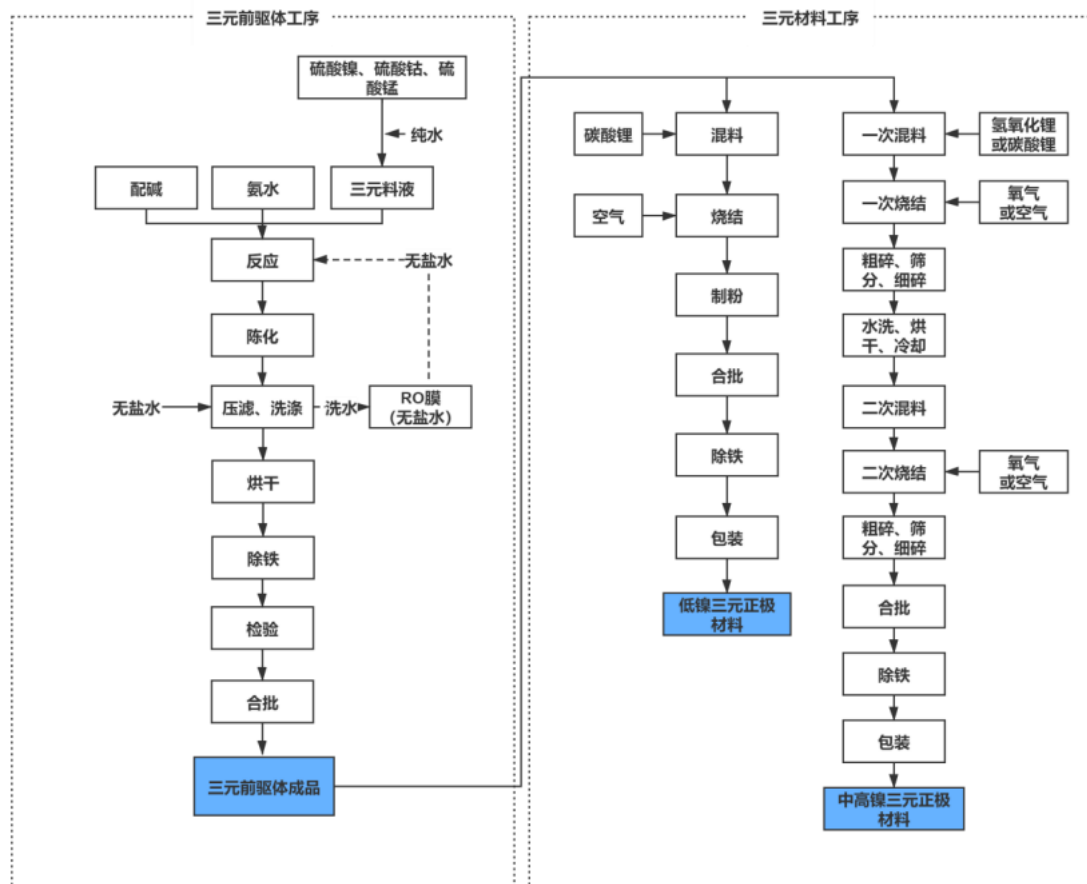
锂电池容量受正极材料影响很大，在常见的四种正极材料中，三元材料（镍钴锰，NCM）由于具备较高放电平台、更好导电性、更高理论容量等优势，近年来产量快速增长。在工业生产上，通常使用共沉淀法制备三元前驱体，然后将前驱体与锂源混合固相烧结制成三元材料。

图表 30. 四种常见正极材料容量

正极材料	容量/(mAh·g <sup>-1</sup> )
LiCoO <sub>2</sub> (钴酸锂)	150
LiMn <sub>2</sub> O <sub>4</sub> (锰酸锂)	100-120
LiFePO <sub>4</sub> (磷酸铁锂)	160
LiNixCoyMn1-x-yO <sub>2</sub> (NCM 三元材料)	200-280

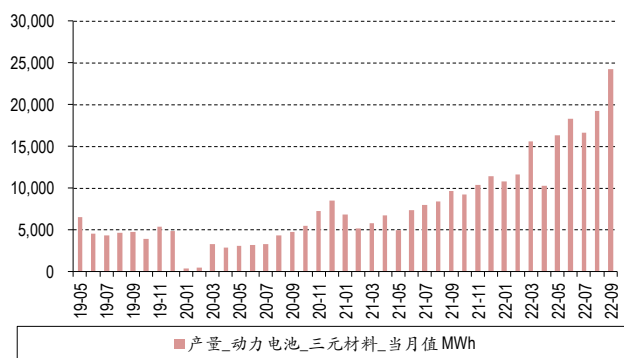
资料来源：《三元镍钴锰前驱体制备方法的研究现状》谢焕玲，中银证券

图表 31. 过滤分离设备应用于三元前驱体生产中的压滤、洗涤工序



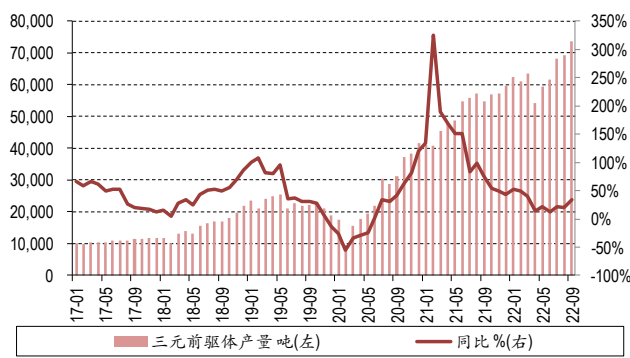
资料来源：厦钨新能招股说明书，中银证券

图表 32. 2020 年以来三元材料动力电池产量快速增长



资料来源：datayes，中银证券

图表 33. 2020 年以来三元前驱体产量快速增长



资料来源：datayes，中银证券

在三元前驱体工业化生产上，压滤机逐步替代平板离心机。在工业化生产中，过滤和洗涤既要实现前驱体浆料的固液分离，又要去除前驱体滤饼中的杂质。过去，这一分离过程主要通过平板离心机来完成。但随着正极材料厂商的持续大规模扩产，平板离心机处理能力有限，且价格及维护成本较高，逐渐被淘汰，而隔膜压滤机经过不断的技术革新，处理效率高、过滤提纯效果好，在能效与含水率方面都具有突出优势，逐渐实现了对平板离心机的替代，成为正极材料前驱体领域的主要过滤装备，市场需求不断扩大。

图表 34. 四种前驱体过滤洗涤设备优劣对比

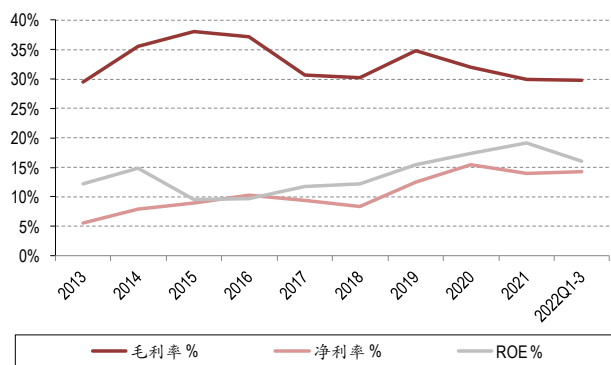
设备类型	主要优势	主要劣势
压滤机	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、生产效率高，单批次处理量可达吨级以上</li> <li>2、对物料适应性强，大颗粒和粒度细的前驱体的均适用</li> <li>3、设备简单，可靠性好，故障率低</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、压紧滤板时，滤板受力不均衡，容易造成滤板变形损坏</li> <li>2、滤室内物料容易分布不均匀，洗涤水从滤饼厚度薄或没有滤饼的位置穿过，导致洗涤效果差</li> </ol>
离心机	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、设备简单，耗材少，主要是更换滤布</li> <li>2、脱水效率高，大颗粒前驱体滤饼水分含量可达10%以下，粒度细的前驱体滤饼水分含量也能达到20%以下</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、故障率相对较高，可靠性差，而且检修工作量较大</li> <li>2、生产过程中容易发生离心机剧烈振动现象，导致转鼓内物料部分溢出，甚至无法继续运转</li> <li>3、单批次处理量小，一般在200~400kg</li> </ol>
微孔过滤机	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、过滤精度高，可以滤住0.3<math>\mu\text{m}</math>以上的颗粒，物料回收率高，特别适用于粒度细的前驱体</li> <li>2、粉体滤饼洗涤可以静止洗涤，也可搅拌洗涤，洗涤充分</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、脱水效率一般，滤饼水分含量较高</li> <li>2、设备内部微滤管棒较多，需要定期清洗、再生和更换，耗材成本较大</li> <li>3、需配备空压机，耗气量较大</li> </ol>
过滤、洗涤“二合一”设备	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、洗涤充分，可进行搅拌洗涤</li> <li>2、设备密闭性好，无断点，物料损耗少，操作过程的劳动强度低，并且环境清洁</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、滤饼厚度大，脱水效率一般，前驱体滤饼水分含量较高</li> <li>2、需配备空压机，耗气量较大</li> <li>3、设备对密封要求高，并且检修不方便</li> </ol>

资料来源：《三元材料及其前驱体产业化关键设备的应用》宋顺林，中银证券

## 公司优势：龙头地位稳固，盈利能力持续改善

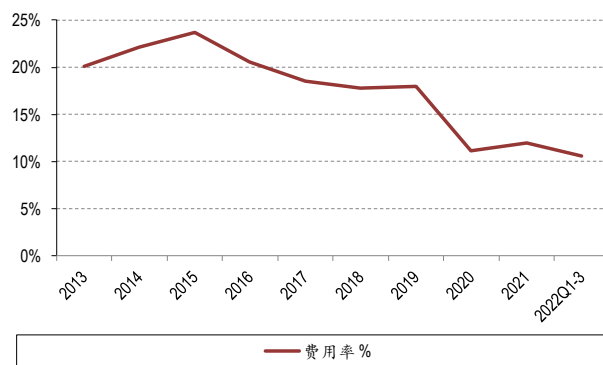
景津装备上市以来盈利能力持续改善。上市以来，公司毛利率保持在 30% 左右，销售净利率与 ROE 稳步提升，在原材料成本持续上升的情况下，公司对外调价，使得毛利率整体稳定，对冲了成本压力，彰显龙头定价优势；对内加强费用控制，费用率持续改善之下净利率稳步提高。

图表 35. 公司毛利率稳定，净利率、ROE 稳步提高



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 公司费用率持续改善，逐年下降



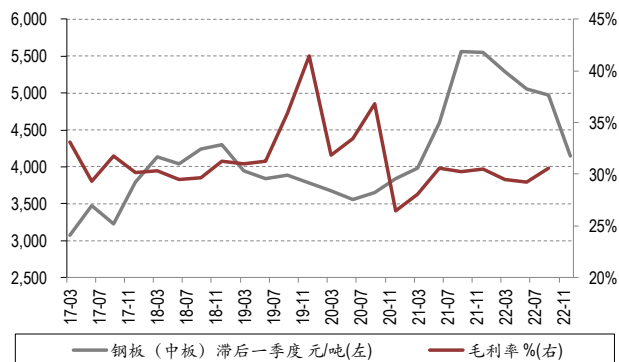
资料来源：公司公告，中银证券

### 龙头地位稳固，成本转嫁能力强

生产成本主要来源于钢材和聚丙烯。根据公司招股说明书，2016-2018 年，聚丙烯采购成本占营业成本 34% 上下，由于期间钢材价格持续上涨，采购成本占营业成本比重逐年上升至 26% 左右。

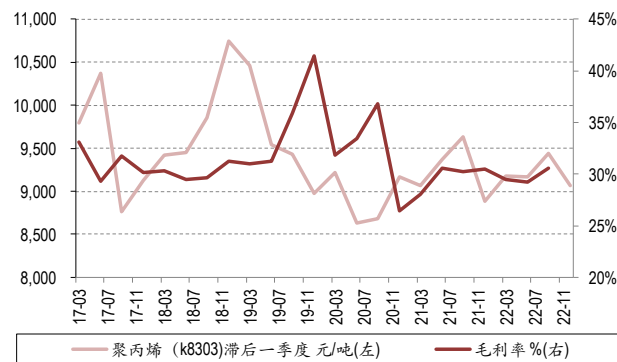
作为行业龙头，成本转嫁能力强。2017 年以来，作为主要原材料的钢板（中板）价格持续上行，聚丙烯价格则相对稳定，成本端持续涨价的压力下，公司毛利率并未受到明显挤压。将主要原材料价格滞后一个季度处理后与公司当季毛利率比较可以发现，当季毛利率水平与原材料价格呈负相关。当原材料价格走强时，当季毛利率承压，但能维持在 30% 上下，当原材料价格走弱时，毛利率将出现明显修复，快速反弹。这一现象体现了公司作为行业龙头较强的定价能力，在原材料价格走强时可以及时调价，维持毛利率水平，而在原材料价格走弱时可以通过相对滞后的调价取得较高的盈利弹性。

图表 37. 滞后一季度的中板价格与当季毛利率呈负相关



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 38. 滞后一季度的聚丙烯价格与当季毛利率呈负相关

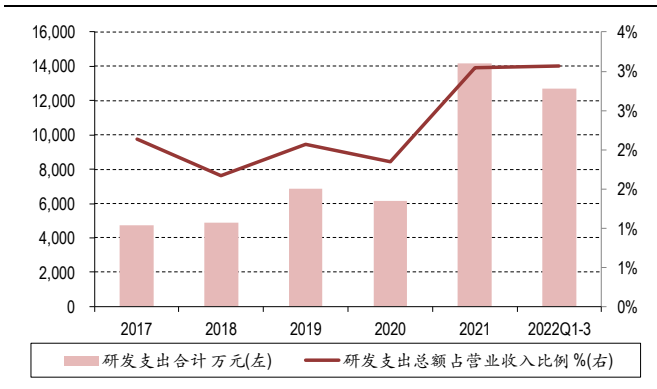


资料来源：公司公告，万得，中银证券

## 注重研发投入，配件工艺领先

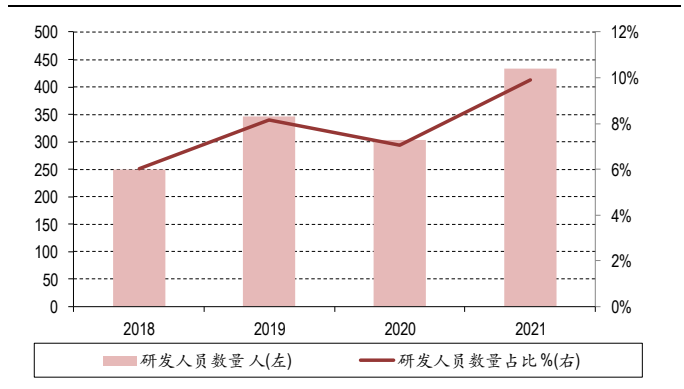
研发投入逐年增加。2020年至2021年，研发费用从6,167.9万元增长至1.42亿元，同比增长129.5%，2022年前三季度研发费用达1.3亿元，同增13.3%。公司建有博士后科研工作站，承担国家火炬计划、水污染与治理科技重大专项科研项目、国家重点新产品研发、固废资源化新产品项目，并取得多项国内外授权专利。根据国家知识产权局数据，公司获得的专利授权以实用新型为主，截至2022年11月1日，公司共获得授权专利269项，专利数量持续大幅增长，生产技术不断改进。

图表 39. 公司研发投入稳定增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 40. 研发人员数量、占比稳步提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 41. 公司授权专利数量持续增长，生产技术不断改进

项目	2021	2022 (截至 11 月 1 日)
外观设计	5	37
实用新型	146	231
发明专利	1	1
合计	152	269

资料来源：国家知识产权局，中银证券

滤布和滤板是压滤机过滤部分的重要耗材。滤板、滤布的性能对过滤效果具有决定性作用，公司在滤布滤板制造方面工艺领先，具有技术优势，可以充分利用新设备、新技术、新材料，优化产品配方，提高配件使用寿命、提高过滤效果和效率。

图表 42. 公司滤板、滤布工艺优势

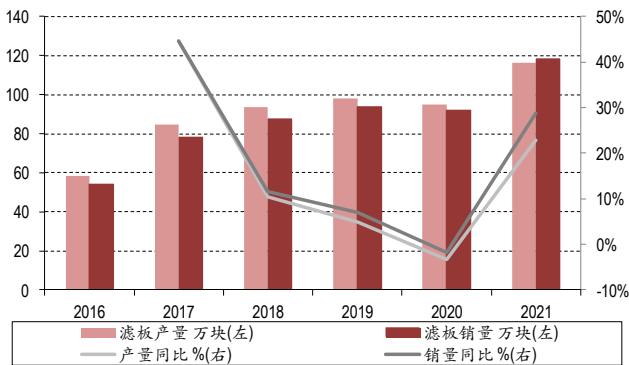
产品	工艺优势
滤布	<p>拥有自动化拉丝生产线，可根据不同客户需要，研发定制产品，较外购滤布的同行业企业更能满足客户的多样化需求。</p> <p>从德国引进先进的织造生产线，严格控制滤布的织造温度、湿度环境等生产条件。结合丰富的行业经验，生产各种密度和不同孔形的滤布，过滤效果稳定，使用寿命长。单丝及单复丝滤布配置了自主研发的滤布清洗装置，能够使滤饼长期自动脱落，解决了滤饼不能长期自动脱落的难题。</p>
滤板	<p>拥有完全自主知识产权的隔膜滤板配方和注塑成型技术，生产的滤板标准件在精度、耐磨和抗压等性能指标上在行业中有明显优势，并可以针对不同客户的物料及复杂过滤条件，对滤板配方进行调整，生产出具有耐腐蚀、耐高温和耐高压等特殊性能的专业化滤板产品。</p> <p>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、降低用工成本。滤板数控加工设备均为公司自主研发，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。</p> <p>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。</p> <p>自主设计研发隔膜滤板鼓膜压力检验平台，对隔膜滤板的鼓膜压力进行测试，做到了对产品质量的严格控制。</p>

资料来源：公司招股说明书，中银证券

## 持续完善产能布局，增强订单承接能力

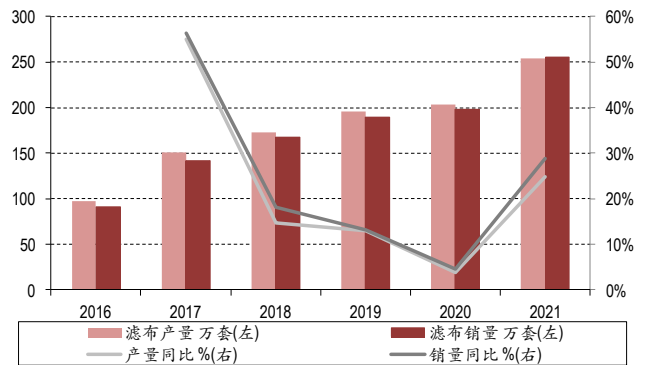
需求提升之下，公司持续完善产能建设。“环保专用高性能过滤材料产业化项目”将于 2022 年年底完工，“过滤成套装备产业化一期项目”预计于明年下半年投产，过滤耗材的产能扩张和相关配件产能的投放都将有助于提升压滤机整机产能，从而增厚公司订单承接能力和现金流。在需求提升之下，公司持续优化生产布局、扩大产能，为未来发展提供了强有力支撑。

图表 43. 公司滤板产销稳步增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 44. 产能扩张之下，公司滤布产销持续增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 45. 公司在建项目一览

项目	具体内容
环保专用高性能过滤材料产业化项目	计划新建生产车间 3 座，总建筑面积 88,039.29 平方米，同时利用部分现有车间及设备进行建设，新增织机、整经机、定型机、轧光机、验布机等设备约 750 台（套），并完善其他公辅工程，生产高性能过滤材料。
过滤成套装备产业化一期项目	新征土地约 312 亩，新建综合生产车间 2 座、新建办公楼 1 座，并建设配电、消防等配套设施，总建筑面积约 16.6 万平方米，新增激光切割机、数控车床、龙门加工中心、叉车、起重机、陶瓷柱塞产品生产线、喷漆生产线等设备约 1,004 台（套），同时完善厂区内供电、供水、道路、绿化、办公等公辅设施。

资料来源：公司公告，中银证券

此外，公司也进入了国内厂商较薄弱的成套设备领域，为细分行业提供成套设备解决方案，例如应用于砂石骨料行业的“智能砂石废水零排放系统”。随着未来更多产业链上更多设备的推出，产品种类将持续扩张，公司成套设备设计能力有望提高，将进一步增强公司的订单承接能力，拓宽客户渠道。

**图表 46. 部分公司配套设备、成套设备产品**

配套设备	输送机		
	搅拌机		
	其它	 叠螺污泥脱水机	 一体式机械带式浓缩机
成套设备	 砂石废水零排放处理系统		

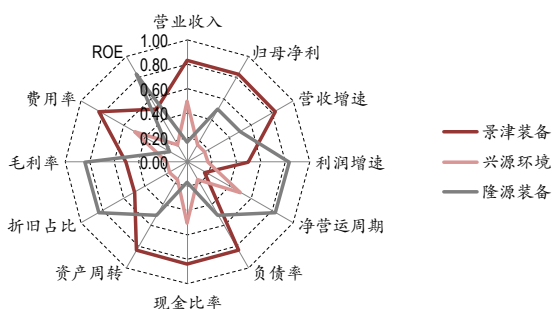
资料来源：公司官网，中银证券

## 盈利预测

### 财务分析

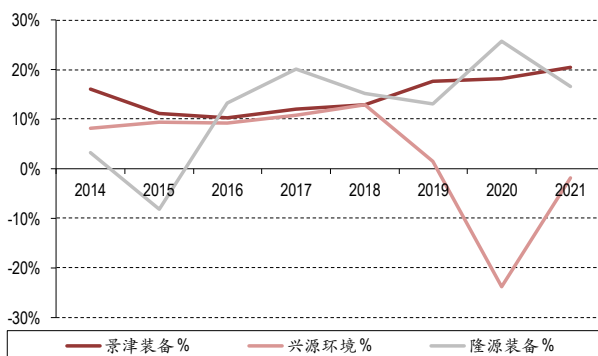
2015年以来，公司各项财务指标持续向好。公司作为行业龙头，上市以来专注主业，规模优势扩大之下，各项财务指标持续向好。与同业企业相比，公司费用率、负债率、现金比率、资产周转方面均处于领先水平。2015年以来，公司ROE持续改善，在保持行业较高毛利率的同时，持续降低费用率，使得净利率水平稳步提高。

图表 47. 与同业企业相比，公司多项指标处于领先水平



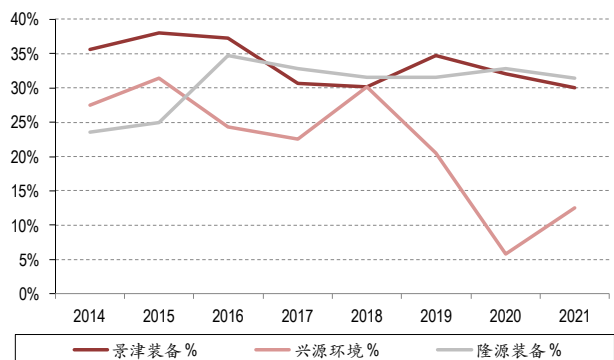
资料来源：万得，中银证券

图表 48. 2015 年以来公司 ROE 持续改善



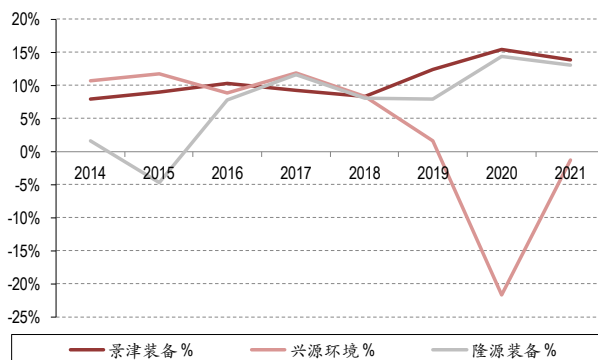
资料来源：万得，中银证券

图表 49. 近年来公司综合毛利率维持行业较高水平



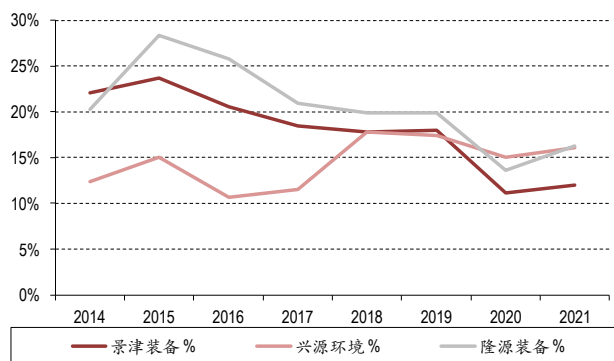
资料来源：万得，中银证券

图表 50. 近年来公司净利率稳步提升



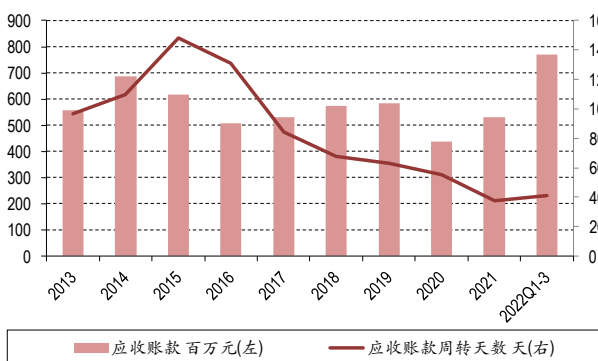
资料来源：万得，中银证券

图表 51. 公司费用率持续改善



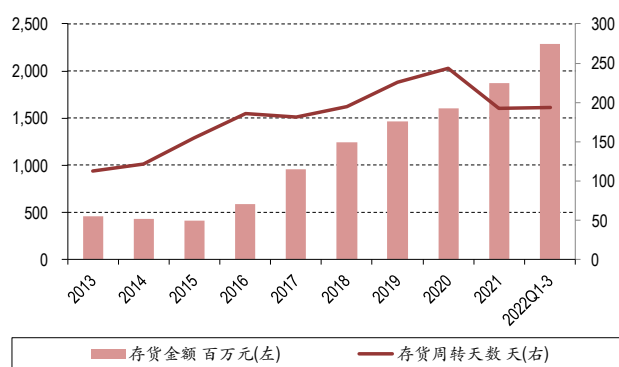
资料来源：万得，中银证券

图表 52. 2015 年以来公司应收账款周转持续加快



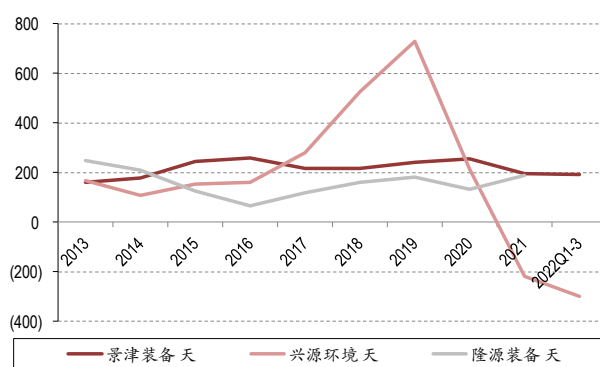
资料来源：公司公告，中银证券

图表 53. 受发出商品增长影响公司存货周转天数有所下降



资料来源：公司公告，中银证券

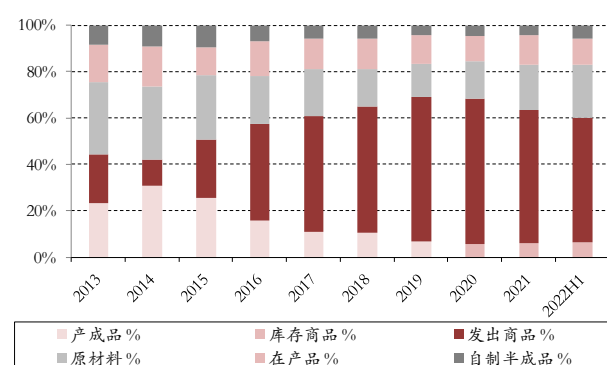
图表 54. 公司净营运周期相比同业企业较为稳定



资料来源：万得，中银证券

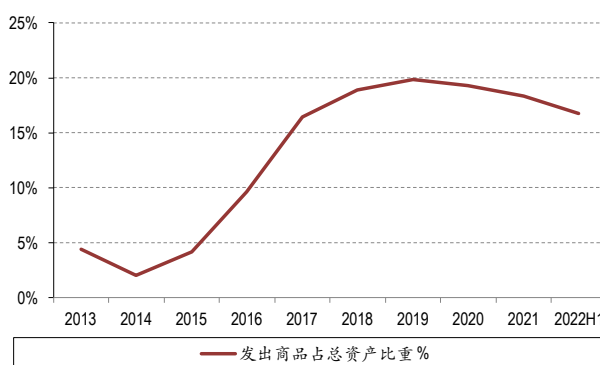
注：截至发稿日隆源装备未公布22年三季报

图表 55. 目前发出商品在存货中占比超过 50%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 目前发出商品在总资产中占比较高

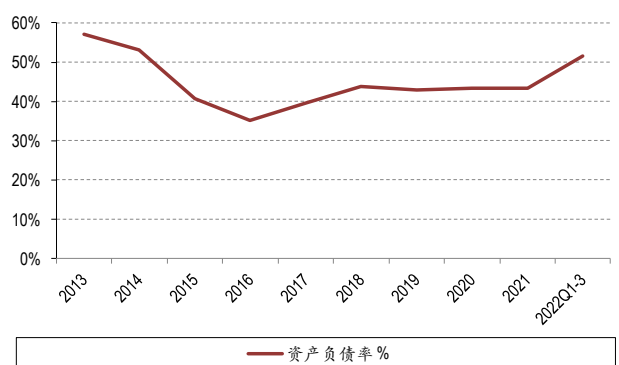


资料来源：公司公告，中银证券

**公司营运效率稳健，近年略有改善。**近年来，公司在营收、利润高增的情况下应收账款变化较为平缓，且周转速度持续加快，体现了公司作为行业龙头对于回款能力的把控。受累于2015年以来存货周转率持续下降，公司净营运周期基本维持稳健。2015年之后公司发出商品规模快速扩大，在公司存货中占比超过50%，在总资产中占比超过15%，主要是行业特色导致的收入确认周期较长。

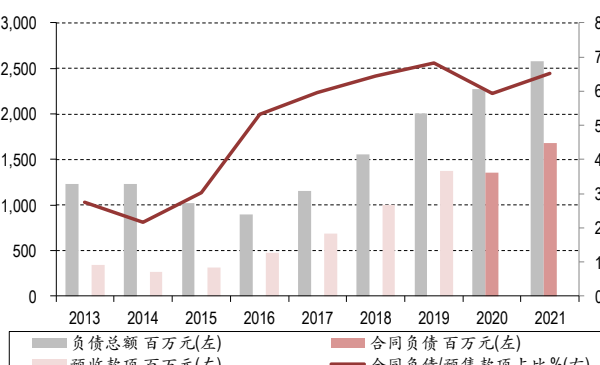
**2015年以来，公司维持了较低的资产负债率水平。**一方面在宏观经济下行周期避免了融资压力带来的财务风险，另一方面，也为公司未来利用财务杠杆扩大规模打下基础。此外，由合同负债（预收款）构成的下游企业预付款在总负债中的占比持续上升，合同负债的持续扩张也从侧面反映了行业扩容之下需求向好，企业订单增加。

图表 57. 2015 年以来公司资产负债率维持在较低水平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 预收款、合同负债在总负债中占比持续上升



资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测

假设 1: 考虑公司压滤机整机产品在政策提标和产品替代之下传统市场扩容, 新兴市场快速扩张, 预计行业需求将维持快速增长, 公司产能建设不断推进, 订单承接能力持续增强, 2022 年 1-3Q, 公司合同负债同增 49.9%, 考虑到公司历史营收表现往往滞后于合同负债变化 3-4 个季度, 假设公司 22-24 年压滤机整机销量增速分别为 24%、22%、19%。

假设 2: 滤板作为耗材即可配套或单独出售, 更换周期较滤布更长, 考虑公司滤板配套产能增长, 假设 22-24 年公司滤板销量增速分别为 25%、28%、30%。

假设 3: 滤布作为耗材替换频率较高, 公司近年来持续加强滤布产能建设, 产能补充后可以向更多设备客户提供配套服务, 假设 22-24 年公司滤布销量增速略高于滤板, 分别增长 28%、30%、33%。

假设 4: 公司配套产品产能建设能更好满足大型客户对成套设备的需求, 但考虑成套设备采购订单占比仍较小, 假设 22-24 年, 公司其他产品营收维持 10% 增速。

图表 59. 公司盈利预测拆分

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>压滤机整机</b>							
收入	百万	2,662.17	2,701.18	3,886.86	5084.79	6420.56	7640.47
成本	百万	1,784.93	1,880.55	2,774.12	3611.90	4450.58	5137.31
毛利	百万	877.24	820.62	1,112.74	1472.89	1969.98	2503.17
毛利率	%	32.95	30.38	28.63	28.97	30.68	32.76
<b>滤板</b>							
收入	百万	382.17	317.47	393.08	476.61	597.86	769.45
成本	百万	219.18	185.12	231.04	280.13	351.40	452.25
毛利	百万	162.99	132.36	162.05	196.48	246.47	317.20
毛利率	%	42.65	41.69	41.22	41.22	41.22	41.22
<b>滤布</b>							
收入	百万	123.54	138.64	180.18	232.94	305.85	410.84
成本	百万	81.08	98.00	139.11	183.40	240.33	321.23
毛利	百万	42.47	40.64	41.07	49.54	65.52	89.61
毛利率	%	34.37	29.31	22.80	21.27	21.42	21.81
<b>其他</b>							
收入	百万	142.99	172.01	190.98	210.08	231.08	254.19
成本	百万	75.04	100.40	111.86	121.84	134.03	147.43
毛利	百万	67.95	71.61	79.12	88.23	97.05	106.76
毛利率	%	47.52	41.63	41.43	42.00	42.00	42.00
<b>合计</b>							
收入	百万	3,310.86	3,329.30	4,651.10	6,004.42	7,555.36	9,074.96
成本	百万	2,160.21	2,264.07	3,256.12	4,197.27	5,176.33	6,058.22
毛利	百万	1,150.65	1,065.23	1,394.98	1,807.14	2,379.02	3,016.74
毛利率	%	34.75	32.00	29.99	30.10	31.49	33.24
归母净利润	百万	413.08	514.68	647.01	841.01	1121.90	1460.03

资料来源: 公司年报, 中银证券测算

## 估值分析

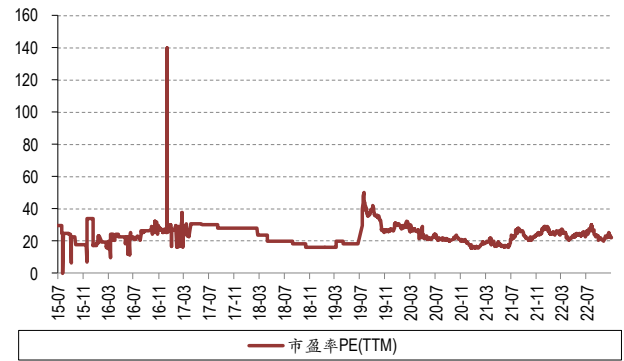
纵向对比, 公司目前估值低于上市以来 41% 的历史水平。纵向来看, 公司目前的市盈率水平低于上市以来 41% 的历史水平; 与上证指数市盈率对比, 公司目前估值低于 2019 年转板以来 48% 的历史水平。考虑到公司作为行业龙头, 产品在传统领域和新兴领域应用的持续推广, 我们判断其估值水平仍有一定的提升空间。

图表 60.转板以来，与上证指数市盈率对比，公司目前比值低于 48%的历史水平



资料来源：万得，中银证券

图表 61.纵向来看，公司目前市盈率低于上市以来 41%的历史水平



资料来源：万得，中银证券

## 风险提示

1. **原材料价格短期大幅波动**：公司主要原材料为钢材和聚丙烯，若钢材、聚丙烯价格短期内大幅波动，将会使公司利润受损。
2. **政策推进不及预期**：受益于环保与双碳政策提标，公司下游需求均迎来高速增长，从而进一步扩大公司的市场空间。若政策效果不达预期，或会影响公司业绩。
3. **技术创新风险**：公司重视研发投入和技术创新，但由于过滤分离技术路线众多，可能出现更先进、高效的新技术，或会影响公司竞争力，挤压市场份额。
4. **产能建设不及预期**：公司不断完善生产布局和产能建设，若生产基地建设受内外部因素影响推进不及预期，可能影响公司未来订单承接能力，或会影响公司业绩。

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	3,329	4,651	6,004	7,555	9,075
销售成本	2,264	3,256	4,197	5,176	6,058
经营费用	377	572	691	892	1,098
息税折旧前利润	745	893	1,154	1,511	1,931
折旧及摊销	99	105	112	115	119
经营利润(息税前利润)	645	788	1,042	1,396	1,812
净利息收入/(费用)	7	13	9	8	8
其他收益/(损失)	7	13	12	12	14
税前利润	652	801	1,051	1,404	1,820
所得税	138	154	210	282	360
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	515	647	841	1,122	1,460
核心净利润	508	634	829	1,109	1,446
每股收益(人民币)	0.892	1.122	1.458	1.945	2.532
核心每股收益(人民币)	0.880	1.100	1.438	1.924	2.508
每股股息(人民币)	0.000	0.571	1.170	1.560	2.030
收入增长(%)	(58)	40	29	26	20
息税前利润增长(%)	27	22	32	34	30
息税折旧前利润增长(%)	23	20	29	31	28
每股收益增长(%)	17	26	30	33	30
核心每股收益增长(%)	27	25	31	34	30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	652	801	1,051	1,404	1,820
折旧与摊销	99	105	112	115	119
净利息费用	(7)	(13)	(9)	(8)	(8)
运营资本变动	(239)	174	219	226	247
税金	361	395	0	0	0
其他经营现金流	(734)	(536)	(189)	(261)	(338)
经营活动产生的现金流	611	577	746	1,025	1,346
购买固定资产净值	103	195	3	1	0
投资减少/增加	(309)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(139)	6	7	7
投资活动产生的现金流	206	(333)	3	6	7
净增权益	71	(333)	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	330	675	900	1,171
其他融资现金流	(195)	200	196	1	0
融资活动产生的现金流	(124)	(463)	(479)	(899)	(1,170)
现金变动	691	(222)	270	132	183
期初现金	1,407	1,798	1,629	1,899	2,031
公司自由现金流	817	244	749	1,030	1,353
权益自由现金流	622	443	944	1,031	1,354

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,798	1,629	1,899	2,031	2,214
应收帐款	492	637	760	908	1,085
库存	1,604	1,867	2,230	2,664	3,182
其他流动资产	118	172	172	172	172
流动资产总计	4,012	4,305	5,062	5,775	6,653
固定资产	851	897	1,002	957	864
无形资产	205	200	194	187	180
其他长期资产	179	548	342	280	261
长期资产总计	1,235	1,646	1,537	1,424	1,306
总资产	5,247	5,951	6,599	7,199	7,959
应付帐款	274	309	309	309	309
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,961	2,214	2,482	2,837	3,285
流动负债总计	2,235	2,523	2,790	3,146	3,594
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	58	80	102	125
股本	412	412	577	577	577
储备	2,560	2,958	3,152	3,374	3,664
股东权益	2,972	3,370	3,729	3,951	4,240
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,247	5,951	6,599	7,199	7,959
每股帐面价值(人民币)	5.15	5.84	6.47	6.85	7.35
每股有形资产(人民币)	8.32	9.76	10.90	11.95	13.28
每股净负债/(现金)(人民币)	0.00	(2.72)	(3.15)	(3.34)	(3.62)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.4	19.2	19.2	20.0	21.3
息税前利润率(%)	19.4	16.9	17.4	18.5	20.0
税前利润率(%)	19.6	17.2	17.5	18.6	20.1
净利率(%)	15.5	13.9	14.0	14.8	16.1
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	105.9	67.8	124.6	193.4	250.4
净权益负债率(%)	(59.1)	(46.6)	(48.8)	(48.8)	(49.3)
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	34.9	27.7	21.3	16.0	12.3
核心业务市盈率(倍)	35.3	28.3	21.6	16.2	12.4
市净率(倍)	6.0	5.3	4.8	4.5	4.2
价格/现金流(倍)	22.6	73.7	24.0	17.4	13.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	14.4	15.5	11.9	9.3
周转率					
存货周转天数	175.8	146.5	135.6	128.7	128.0
应收帐款周转天数	54.0	50.0	46.2	43.9	43.6
应付帐款周转天数	44.2	34.6	26.8	21.8	18.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	50.9	80.2	80.2	80.2
净资产收益率(%)	17.3	19.2	22.6	28.4	34.4
资产收益率(%)	9.8	10.9	12.7	15.6	18.3
已运用资本收益率(%)	16.9	18.6	21.9	27.5	33.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371