

暂无评级

兴源过滤（300266）

2011 年 9 月 8 日

建议询价区间 22.00-24.64 元

股本结构（发行后）

总股本（万股）	5600
流通 A 股（万股）	1400
B 股/H 股（万股）	0/0

强化过滤系统集成，拓展环保污泥处理

压滤机是用于固液分离的工业装备，是环保应用领域的主要脱水设备，也是矿物及加工、化工、食品和生物医药等行业的重要过程装备。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。在国家对污泥处理逐步重视、对各行各业环保要求的逐步提高和工业向新型工业化方向发展的大趋势下，压滤机市场需求有望逐步扩大，企业有望稳健成长。

主要财务数据及预测（2011-2013 年企业所得税按 15%算）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（%）	19.42	36.61	31.88	32.63	38.10
净利润增长率（%）	83.65	34.72	26.23	30.12	35.61
毛利率（%）	33.73	35.84	33.01	32.38	31.63
发行后摊薄每股收益（元）	0.52	0.70	0.88	1.15	1.55

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

- **技术领先的大中型压滤机制造商和系统集成服务商。**公司专利及发明专利授权数量稳居中国压滤机行业第一名；主要产品为隔膜压滤机系列产品，主要服务为压滤机过滤系统整体解决方案专项设计、物料预处理方案专项设计、压滤机过滤系统调试等；公司通过实施差异化竞争战略，在多个新兴细分应用领域排名位居行业首位。
- **大中型产品市场集中度高，公司是南方最大的压滤机制造企业。**公司的国外竞争对手主要是安德里茨、西门子，国内竞争对手主要是景津压滤机、衡水海江压滤机和中大贝莱特压滤机；大中型压滤机资产、技术门槛较高，国内四家骨干企业国内销售金额占有率接近 70%；公司地处南方，在华东、华南拥有更大的品牌影响力。
- **环保污泥处理领域对压滤机的需求潜力大。**在经济发达国家，压滤机在主要作为环保设备使用，是实现污泥稳定化、无害化和资源化处置的关键设备；在国内，压滤机应用从化工、钢铁和煤炭等传统应用领域开始，虽不断向污泥处理、矿物及加工、食品和生物医药等新兴细分领域拓展，但目前仍以传统应用领域为主。
- **系统集成服务是国内压滤机行业的发展趋势。**在新兴细分应用领域，客户对过滤效果要求高，需要过滤的物料也更为复杂，需要压滤机企业对整个压滤机系统进行设计；相较于行业内提供压滤机单机及配套的经营模式，系统集成服务具有较高的综合技术门槛，市场竞争参与者较少，产品服务附加值也高于压滤机单机产品。
- **募投项目提升大中型产品制造能力。**公司本次拟发行 1400 万股，占发行后总股本 5600 万股的 25%；募集资金主要用于提升大中型将用于年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目和其他与主营业务相关的营运资金；募投项目完全达产后，大中型压滤机产能将从现有的 600 台提升到 1400 台。
- **建议询价区间：22.00-24.64 元。**按 15%的企业所得税，我们预测公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.88 元、1.15 元和 1.55 元，按 2011 年 25-28 倍的 PE 区间给予询价区间 22.00-24.64 元，按 2012 年 25 倍 PE 给予 6 个月目标价 28.75 元。
- **风险提示。**（1）环保领域需求释放或比较缓慢；（2）行业竞争或加剧。

机械行业首席分析师

龙 华

SAC 执业证书编号：

S0850207120499

电话：021-23219411

Email: longh@htsec.com

联系人

何继红

电话：021-23219674

Email: hejh@htsec.com

详细的分产品收入和毛利率预测见下表。

表 1 分产品收入和毛利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
分产品销售收入（万元）					
环保	4843.53	8177.72	11448.81	17173.21	27477.14
矿物及加工	3958.17	3593.55	4132.58	4959.10	5950.92
化工	3093.33	2421.23	3752.91	4503.49	5404.19
食品	1489.56	3838.68	2879.01	3454.81	4145.77
生物医药	923.01	1082.90	2165.80	2815.54	3660.20
配件	3059.91	4728.24	7092.36	8865.45	11081.81
合计主营业务收入	17367.51	23842.32	31471.47	41771.60	57720.03
分产品销售增长率（%）					
环保	25.67	68.84	40.00	50.00	60.00
矿物及加工	37.55	-9.21	15.00	20.00	20.00
化工	-3.70	-21.73	55.00	20.00	20.00
食品	-27.75	157.71	-25.00	20.00	20.00
生物医药	101.76	17.32	100.00	30.00	30.00
配件	54.47	54.52	50.00	25.00	25.00
合计主营业务收入同比增长	20.24	37.28	32.00	32.73	38.18
分产品销售毛利率（%）					
环保	31.42	32.87	30.79	30.50	30.00
矿物及加工	35.80	37.45	31.43	31.00	30.50
化工	30.92	32.34	26.76	26.50	26.00
食品	30.82	32.24	28.79	28.50	28.00
生物医药	30.53	31.94	28.40	28.00	27.50
配件	40.64	43.81	44.09	43.00	42.00
合计主营业务毛利率	33.85	35.53	33.04	32.45	31.68

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

详细的利润表及预测见下表（2011-2013 年的企业所得税按 15%算）。

表 2 利润表预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售费用率（%）	5.40	5.79	5.75	5.60	5.40
管理费用率（%）	7.91	9.28	7.94	7.80	7.60
营业收入（万元）	17519.78	23933.03	31562.17	41862.31	57810.74
营业成本（万元）	11609.61	15356.53	21142.95	28308.62	39525.75
营业税金及附加（万元）	112.70	160.76	201.51	272.10	375.77
销售费用（万元）	945.74	1386.54	1814.29	2344.29	3121.78
管理费用（万元）	1385.47	2219.81	2507.01	3265.26	4393.62
财务费用（万元）	216.31	389.75	247.55	209.31	231.24
资产减值损失（万元）	35.26	70.13	244.90	240.00	280.00
其他经营收益（万元）	16.16	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润（万元）	3230.86	4349.50	5403.96	7222.72	9882.58
营业外收入（万元）	231.43	217.07	420.41	360.00	400.00
营业外支出（万元）	25.38	32.33	20.00	30.00	40.00
利润总额（万元）	3436.91	4534.23	5804.37	7552.72	10242.58
所得税（万元）	519.40	625.67	870.66	1132.91	1536.39
净利润（万元）	2917.51	3908.56	4933.71	6419.82	8706.20
少数股东损益（万元）	16.16	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润（万元）	2901.35	3908.56	4933.71	6419.82	8706.20
完全摊薄每股收益（元）	0.52	0.70	0.88	1.15	1.55
销售净利率（%）	16.65	16.33	15.63	15.34	15.06
净利润增长率（%）	83.65	34.72	26.23	30.12	35.61

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国南车（601766.SH）、时代新材（600458.SH）、天马股份（002122.SZ）、昆明机床（600806.SH）、晋亿实业（601022.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。