

技术领先的压滤系统集成服务商

报告关键点:

- ☞ 污泥处理的强制标准刺激压滤机需求, 这将是公司未来几年增长最快的领域
- ☞ 公司技术领先, 采取差异化战略, 在环保、医药、食品等新兴领域拥有优势
- ☞ 建议询价区间22.8-24.6元, 对应的动态市盈率为25-27倍

报告摘要:

- **相关政策强制推行, 使得环保领域是压滤机行业未来最具潜力的市场。**2010年11月26日, 环保部发布通知要求“目前不具备污泥处理能力的污水处理厂, 应在该通知发布之日之日起2年内建成并运行污泥处理设施; 污水处理厂以贮存为目的将污泥运出厂界的, 必须将污泥脱水至含水率50%以下”。现有的污泥处理脱水系统中, 能够达到污泥处理处置含水率新标准只有隔膜压滤机, 而其目前的推广比例仅为6%, 而这正是公司的主要产品。我们预计这一政策的强制实施, 将在未来四年给隔膜式压滤机带来52.5亿的市场需求。另外自来水污泥处理、工业污水处理、疏浚淤泥处理等领域的新增设备需求在2014年也将达到37亿元。
- **多领域应用带来广阔空间,**压滤机下游应用领域分布广泛, 除环保领域外, 在矿物及加工、化工、医药生物、食品等诸多领域都有应用。随着国家环保政策的落实、细分子行业的不断涌现、国内消费的不断增长, 这些应用领域能提供稳定持续的增长需求, 也有利于降低公司下游过于集中带来的业绩波动。
- **公司技术优势明显, 系统集成能力强, 与国外相比, 性价比优势明显。**公司拥有34项国家发明专利, 专利数量在行业内绝对领先, 主导或参与制定多项行业标准, 多项产品获得国家火炬计划、国家重点新产品和装备制造业重点领域首台(套)产品认定。公司也在行业内率先完成了从单机销售向系统集成服务的初步转变。与国外产品相比, 公司产品可靠性虽仍存差距, 但近一半的价差使得其产品性价比优势明显。
- **募投资金主要用于扩大中高端产品产能。**公司本次募集资金拟投资年产800台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目, 预计使用募集资金3亿元左右。目前募投项目进展顺利, 预计2012年3月份有望达产20%。
- **建议询价区间22.8-24.6元, 对应的动态市盈率为25-27倍。**我们预计未来三年公司净利润分别增长31%、42%和38%, 实现EPS分别为0.91、1.29元和1.76元, 三年净利润的复合增长率为36%左右。我们认为公司估值适用的2011年动态市盈率在29-31倍之间, 按此计算预计上市合理价格在26.4-28.3元之间。建议询价区间22.8-24.6元, 对应的动态市盈率为25-27倍
- **风险提示:** 环保政策的执行低于预期、市场竞争、核心技术人员流失和技术泄密、原材料价格波动

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	175.2	239.3	307.0	415.8	561.5
Growth(%)	19.4%	36.6%	28.3%	35.4%	35.0%
净利润	29.0	39.1	50.7	72.1	98.5
Growth(%)	83.7%	34.7%	29.7%	42.3%	36.6%
毛利率(%)	33.7%	35.8%	34.3%	35.3%	35.5%
净利率(%)	16.6%	16.3%	16.5%	17.4%	17.6%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.91	1.29	1.76
每股净资产(元)	1.07	2.30	8.81	10.10	11.86
净资产收益率(%)	48.8%	30.3%	10.3%	12.8%	14.8%
ROIC(%)	153.2%	47.3%	36.9%	26.8%	23.2%

敬请阅读本报告正文后各项声明

建议询价区间:

22.8 - 24.6 元

上市首日定价区间:

26.4 - 28.3 元

报告日期: 2011-09-09

发行数据

总股本(万股)	4,200
发行数量(万股)	1,400
网下发行(万股)	280
网上发行(万股)	1,120
保荐机构	中信建投证券有限责任公司
发行日期	2011-09-19
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

兴源控股有限公司	59.99%
浙江省创业投资集团有限公司	11.14%
浙江美林创业投资有限公司	8.24%
韩肖芳	6.86%
张景	4.80%
环明祥	3.43%
陈彬	2.06%
徐孝雅	2.06%
张鹏	.86%
张正洪	.57%

林晟

0755-82558022
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

linsheng@essence.com.cn
S1450511020006

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

目录

表格目录	2
1. 公司是压滤机过滤系统整体解决方案提供商.....	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 公司的股权结构.....	3
2. 隔膜压滤系统应用广阔，污泥处理催生百亿需求.....	4
2.1. 隔膜压滤机系统应用广阔.....	4
2.2. 污泥处理标准提高催生百亿需求.....	5
2.3. 多领域应用带来广阔空间.....	6
2.4. 公司在新兴应用领域具有优势.....	7
3. 公司的竞争优势	7
4. 盈利能力分析	8
5. 募投项目扩大产能	9
6. 风险提示	9
7. 盈利预测	9

图表目录

图 1 公司业务模式从压滤机单机销售向系统集成服务转变	3
图 2 公司主营业务近三年快速增长	3
图 3 2011 年 1-6 月公司业务收入组成	3
图 4 公司发行前的股权结构.....	4
图 5 固液分离机械的分类.....	4
图 6 压滤机市场规模不断增长.....	5
图 7 隔膜压滤系统在城镇污泥处理中的使用.....	6
图 8 近三年公司营业收入与净利润.....	8
图 9 公司各业务与综合毛利率.....	8

表格目录

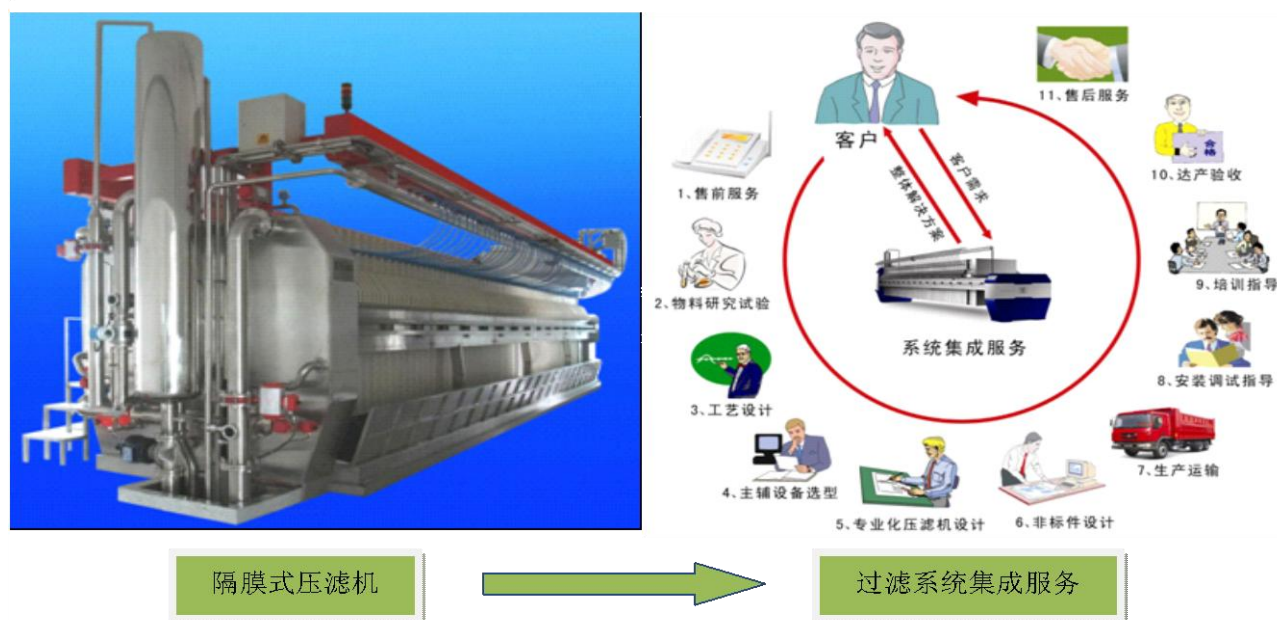
表 1 各类型过滤机的物料适用性比较.....	5
表 2 压滤机应用领域	5
表 3 不同设备脱水效果和使用情况.....	6
表 4 公司在部分新兴应用领域的市场占有率较高.....	7
表 5 公司部分项目及产品所获认定情况.....	7
表 6 募投项目情况	9
表 7 可比公司估值表（股价日期：2011 年 9 月 8 日）	10

1. 公司是压滤机过滤系统整体解决方案提供商

1.1. 公司概况

- 兴源过滤的前身是兴源有限，成立于1992年，2009年6月整体变更为股份公司，股本3600万元，截止发行前股本增至4200万元。
- 公司是国内一家以提供压滤机过滤系统集成服务为特色的制造商和服务商，是我国压滤机行业的技术引领者和市场开拓者，主营业务为压滤机制造和压滤机过滤系统集成服务。公司的主要产品是行业内技术领先的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设计及控制系统专项设计、物料预处理方案专项设计、压滤机过滤系统调试等。目前公司是国内第三大压滤机制造企业，产品销售市场主要集中于华东、华中、西南、华南等境内地区。
- 公司在行业内率先实现了由单机销售模式到初步的系统集成模式的转变，生产采用专业化定制为主，定制和订单业务相结合、批量生产的模式。公司产品的生产周期在7天-3个月，使用寿命在10年以上。

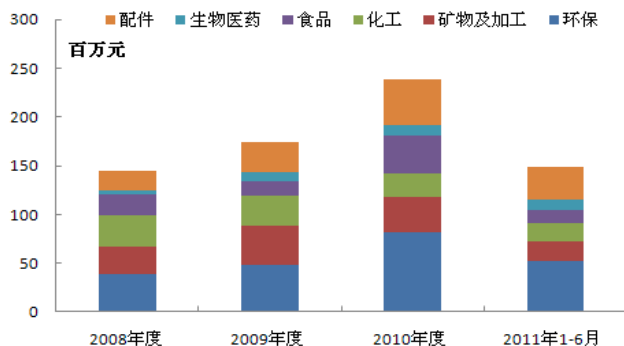
图1 公司业务模式从压滤机单机销售向系统集成服务转变



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

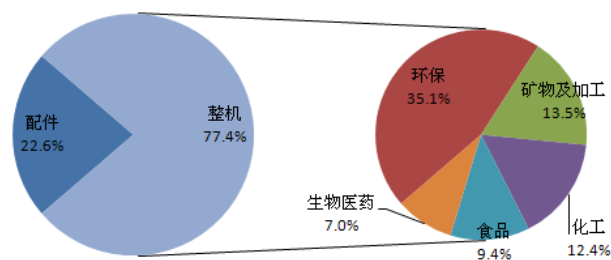
- 近三年，公司的营业收入实现了快速增长，2009年和2010年营业收入分别同比增长19.42%和36.61%。其中，从销售类型来看，系统集成服务在整机销售收入中的占比逐年提高，从2009年的40%增长到2010年的48%，再到2011上半年的55.43%。从下游行业来看，环保行业的收入增长最快，在整机销售收入中占比已经从2009年的30.92%提高到2011年1-6月的45.40%。

图2 公司主营业务近三年快速增长



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图3 2011年1-6月公司业务收入组成

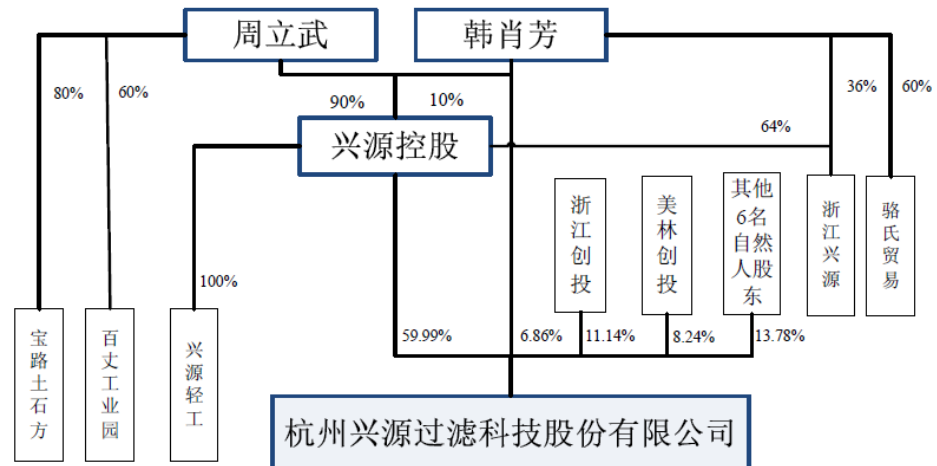


数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

1.2. 公司的股权结构

- 此次发行前，兴源控股持有公司股份 2,519.6 万股，占已发行股份的 59.99%，为公司的控股股东。周立武先生及夫人韩肖芳女士分别持有公司控股股东兴源控股 90%、10%的股权，同时韩肖芳直接持有兴源过滤 6.86%的股份，周立武、韩肖芳夫妇为公司的实际控制人。发行后，周立武、韩肖芳夫妇仍将合计持有公司 50.13%的股权，拥有公司的实际控制权。
- 值得一提的是，包括战略投资者浙江创投、美林创投和 6 名公司高管股东在内，发行前股东全部承诺锁定三年，显示了战略投资者和公司核心的管理和技术团队对于公司未来发展的信心。

图 4 公司发行前的股权结构



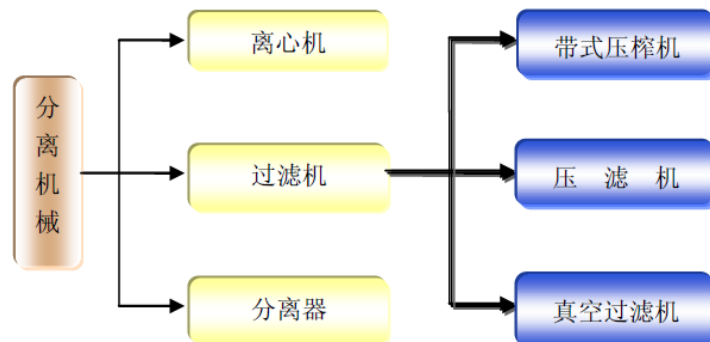
数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

2. 隔膜压滤系统应用广阔，污泥处理催生百亿需求

2.1. 隔膜压滤机系统应用广阔

- 压滤机是固液分离机械的一种，与其他固液分离机械相比，压滤机对物料特性要求不高，更适合分离粒径较小的细粒物料。压滤机先后经历了板框滤板压滤机、厢式滤板压滤机、隔膜滤板压滤机三个阶段。作为技术革新产品，目前隔膜滤板压滤机已经成为主流产品，在处理细粒物料时，隔膜压滤机不但截留效果好，而且可以获得更低的滤饼含水率。

图 5 固液分离机械的分类



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

表 1 各类型过滤机的物料适用性比较

设备类型	粒径	粒度分布	可压缩性
压滤机	较小	无要求	无要求
带式压榨机	较小	无要求	较好
离心机	较大	较集中	无要求
真空过滤机	较大	集中	无要求

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

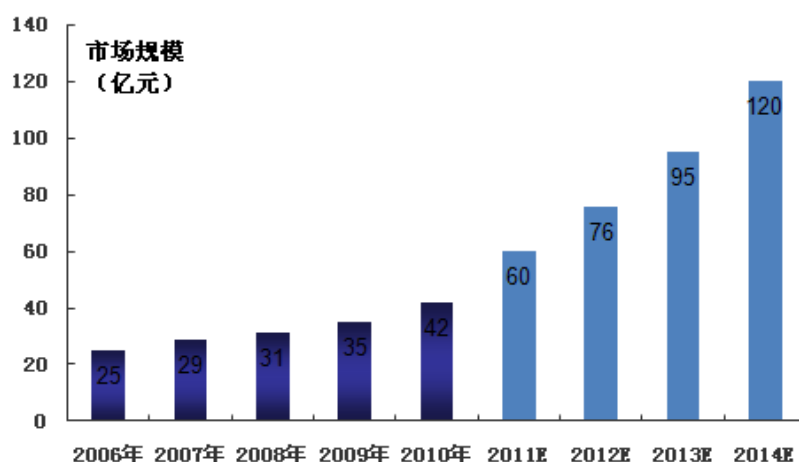
- 压滤机属于通用机械，下游应用领域分布广泛，在环保、冶金、化工、医药生物、食品等诸多领域都有应用。广泛的应用范围为压滤机提供了广阔的市场，过去几年压滤机行业规模保持增长，十二五期间压滤机的需求将迎来快速增长期。

表 2 压滤机应用领域

应用领域	传统应用领域	新兴细分领域
环保	工业废水污泥、工业固体废弃物	城镇污水污泥、自来水污泥、疏浚
化工	氯碱、无机盐、人造丝粘胶、甘油、白炭黑	染料、颜料、硅酸、硫酸钠、硫酸锰、氧化铁、钛白粉、氟化工、锂化工、碳化硅、镍钴化工
矿物及加工	有色金属、金属尾矿、精煤、尾煤	非金属矿
食品	葡萄酒、黄酒、酒精、食用油、柠檬酸、果汁果胶、酱油、糖浆、各	海藻胶、啤酒麦汁、棕榈油、甜菜糖、蔗糖
生物医药	医药中间体、原料药、中成药	发酵液、酶制剂

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 6 压滤机市场规模不断增长



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

2.2. 污泥处理标准提高催生百亿需求

- 环保领域是压滤机行业未来最具潜力的市场，污泥处理处置是我国环境治理最为落后的环节之一。长期以来，我国一直“重污水处理、轻污泥处理”的政策，形成了污泥处理严重的市场欠账。2010年11月26日，环保部发布《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》，要求新建、改建和扩建的污水处理厂，污泥处理设施应与污水处理设施同时运行，目前不具备污泥处理能力的，应在该通知发布日之日起2年内建成并运行污泥处理设施。污水处理厂以贮存（即不处理处置）为目的将污泥运出厂界的，必须将污泥脱水至含水率50%以下。
- 在现有的污泥处理脱水系统中，能够达到污泥处理处置含水率新标准的污泥脱水设备只有隔膜压滤机，而目前正在使用隔膜压滤机进行污泥脱水的污水处理厂比例仅为6%。污泥处理处置标准的提高及污泥处理设备的强制性使用，将新增大量的污泥处理设备的投资，从而形成压滤机的新增市场。

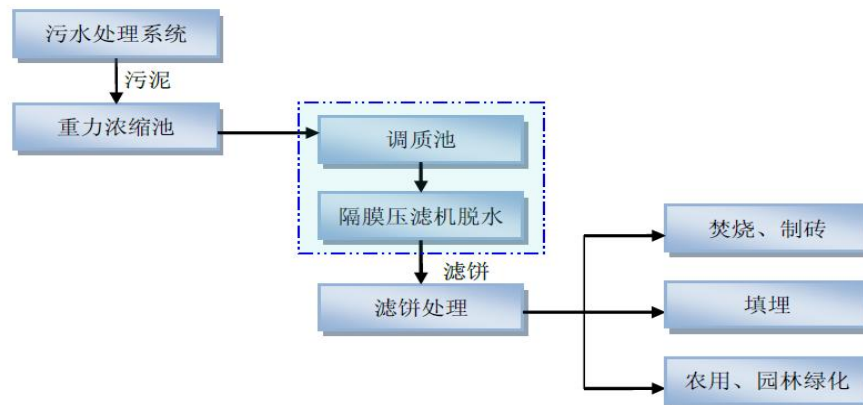
表 3 不同设备脱水效果和使用情况

设备	脱水方法	脱水后滤饼含水率	目前使用占比
带式压榨机	带式挤压法	75-83%	0.65
离心机	离心脱水法	75-80%	0.22
隔膜压滤机	隔膜压榨法	40-58%	0.06

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 截至目前，全国城镇累计建成城镇污水处理厂 2600 多座，设备更新对隔膜压滤机的需求约有 1600 台，在建城镇污水处理项目有约 1,900 个，对新增需求约有 1900 台，预计这些需求将在未来 4 年内解决。以隔膜压滤机主流机型 2000*2000 的售价为 150 万计，城镇污泥处理未来 4 年提供的市场需求容量约为 52.5 亿元，预计 2011 年市场需求量将不低于 6 亿元，2014 年市场需求量将不低于 15 亿元。

图 7 隔膜压滤系统在城镇污泥处理中的使用



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 2010 年环保部的《通知》虽然只适用于城镇污水污泥处理，但是将对工业废水污泥、自来水污泥、江河湖库疏浚淤泥的处理带来示范效应，并成为这些污泥处理领域制定相关政策的重要参考，加速隔膜压滤机在这些污泥处理领域的应用。
 - 工业废水方面，根据国家统计局，2000-2008 年期间，我国工业废水排放总量由 194.2 亿吨增长到 241.7 亿吨，环保部预计“十一五”后十年，国家用于工业废水处理的投入仍将保持持续增长，2014 年该领域压滤机需求规模将不低于 10 亿。
 - 自来水污泥处理方面，2010 年和 2030 年城市用水需求量将分别增加到 910 亿立方米和 1,320 亿立方米左右，“十二五”期间，中央财政将投入 1,000 亿元用于自来水管网的污泥处理。预计 2014 年自来水污泥处理领域的压滤机需求量将不低于 7 亿元。
 - 疏浚淤泥处理领域，预计到 2015 年，我国沿海港口的疏浚量将达 50-70 亿 m³，长江、黄河、海河、辽河、淮河等流域江河湖库泥沙淤积总量超过 140 亿 m³，“十二五”期间，中央财政将投入 3,000 亿元用于流域淤泥治理，2014 年压滤机在流域疏浚领域的市场需求量将不低于 20 亿元。

2.3. 多领域应用带来广阔空间

- 在矿物及加工行业，压滤机可广泛应用于有色金属采选及冶炼、非金属矿采选及加工、金属尾矿的资源利用、铁砂矿采选和冶炼、机制砂和石材加工废水处理等，受益于行业固定资产投资的不增长，2014 年压滤机在矿物及加工行业的市场需求量将不会低于 24 亿元。
- 在化工行业，据德意志银行报告分析，中国化学工业规模在 2005 年为 1,510 亿美元，预计到 2015 年将翻番达 3,920 亿美元。目前压滤机主要是应用于钛白粉、氟化工、锂化工、镍钴化工、白炭黑、无机盐、PVC、染料、颜料等子行业，这些行业的不断发展将对压滤机形成持续增长的需求。保守估计，2014 年压滤机在该行业的需求量将不低于 10 亿元。
- 在食品行业，啤酒生产设备的进口替代、淀粉加工的新增需求，以及油脂、海藻、

果汁果胶和酒精等产品的加工处理，将带来压滤机的需求，预计 2014 年压滤机在食品行业的市场需求量将不低于 10 亿元。

- 在生物医药行业，随着医药、医药中间体、保健品、食品添加剂、酶制剂等市场的发展，对符合 GMP 规范的压滤机需求也将呈现持续稳定发展的趋势，预计 2014 年压滤机在医药行业的市场需求量将不低于 4 亿元。
- 此外，压滤机配件市场的需求预计在 2014 年可达到 14 亿元，国内压滤机技术和制造能力的提高，使得国产压滤机相较于国外产品有着性价比优势，出口市场需求在 2014 年将达到 10 亿元。

2.4. 公司在新兴应用领域具有优势

- 目前，公司的压滤机产品在国内市场的占有率稳居市场第三名，2009 年公司的市场占有率约为 5%。在国内的主要竞争对手包括景津集团、衡水海江、中大贝莱特等国内厂商，以及安德里茨、西门子等国外厂商。国内市场的集中化程度很高，2009 年前四名企业市场占有率达 69%。
- 城镇污水污泥处理、自来水污泥处理、啤酒麦汁过滤、油脂分提和高岭土洗涤过滤等新兴应用领域对系统集成能力要求较高，公司通过实施差异化竞争战略，依靠传统的技术研发优势，以系统集成服务为特色，将主要产能运用在新兴细分领域，并在这些领域获得了较高的市场地位。

表 4 公司在部分新兴应用领域的市场占有率较高

应用领域	兴源过滤市场地位	应用领域	兴源过滤市场地位
啤酒麦汁过滤	第一	高岭土洗涤过滤	第一
油脂分提	第一	海藻胶过滤	第一
钛白粉洗涤过滤	第二	海水淡化污泥处理	第一

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

3. 公司的竞争优势

- **自主创新能力优势：**
 - 公司拥有众多新技术、新工艺的专利技术和非专利技术，公司拥有授权专利 188 项，其中发明专利 34 项，实用新型专利 150 项，外观设计专利 4 项，并有 35 项发明专利申请和 3 项实用新型专利申请处于审查阶段，已形成涵盖压滤机产品、过滤系统、制造过程的专利体系，公司授权专利及授权发明专利数量均位居行业第一。公司在加工工艺、制造技术、配方等方面还具有较强的非专利技术优势。公司还完成了压滤机污泥处理的相关技术储备，为在污泥处理领域拓展业务奠定了基础。
 - 公司全自动啤酒麦汁压滤机、全自动悬梁式隔膜压滤机、全自动油脂分提隔膜压滤机、全自动三开式隔膜压滤机等多项产品获得装备制造业重点领域首台（套）产品和国家重点新产品认定。

表 5 公司部分项目及产品所获认定情况

序号	项目、产品名称	项目、产品立项名称
1	城市污泥高效脱水关键设备和工艺研发及示范项目	国家高技术研究发展计划（863 计划）
2	全自动快开式压滤机	国家火炬计划项目
3	全自动啤酒麦汁压滤机	国家火炬计划项目
4	高效能全自动压滤机系统	国家重点新产品
5	XZG 全自动油脂分提隔膜压滤机	国家重点新产品
6	XGZU 全自动海藻胶隔膜压滤机	国家重点新产品
7	疏浚淤泥深度脱水固化一体机	国家水利先进实用技术
8	厢式压滤机	中国环境保护产品
9	XAZ 全自动啤酒麦汁压滤机	浙江省装备制造业重点领域首台（套）产品
10	XAZ 全自动啤酒麦汁压滤机	杭州装备制造业重点领域首台（套）重大技术装备产品
11	XAQH 全自动悬梁式隔膜压滤机	杭州装备制造业重点领域首台（套）重大技术装备产品
12	XZG 油脂分提隔膜压滤机	杭州市加快发展装备制造业重点领域首台（套）产品
13	城市污泥深度脱水干化一体机	杭州国内首台（套）重大技术装备产品
...	...	...

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

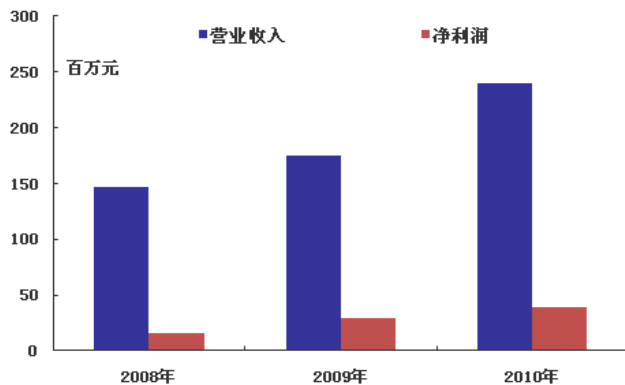
- 公司也是行业标准制定者，已主导制修订行业标准 8 项，已参与制修订行业标准 5

项,正在主导制定国家标准1项,正在主导制修订行业标准4项,正在参与修订行业标准2项。2008年6月,以公司为秘书处(召集人)的“全国分离机械标准化技术委员会压滤机工作组”获国家标准化委员会批准成立,使公司拥有全国压滤机行业唯一的标准化组织,公司标准化战略获得重大进展。2009年公司被认定为浙江省首批标准创新型企业。

- **系统集成服务优势:** 公司是我国最早从事压滤机制造的企业之一,也是第一个应用是我国压滤机行业的技术领跑者和新应用市场的开拓者,经过多年积累和发展,初步完成了由压滤机制造商向系统集成商的转变。目前公司系统集成服务优势已转化为在一些新兴细分市场稳定的占有率和较高的盈利水平,公司在多个新兴细分应用领域排名位居行业首位。2008年至2010年公司平均销售毛利率和销售净利率分别为33.18%和14.99%,高于行业平均水平和行业内其他骨干企业。
- **产品优势:** 一是大型化优势,公司滤板最大尺寸达到2450×2450mm,单机最大过滤面积达到1,000m²,均为行业领先水平。二是自动化优势,公司对压滤机自动化运行技术进行了系统研究,并根据应用情况不断改进完善,形成了较为齐全的压滤机自动运行配置,大大提高了压滤机的自动化程度和产品竞争力。三是专业化优势,公司根据自己的自主创新优势和系统集成优势,将目标市场锁定在压滤机新兴细分应用领域,针对中高端客户不同的专业化需求,增加产品的特殊功能,定制专业化产品。
- **区位优势:** 公司是国内4家收入过亿的压滤机骨干企业中,南方片区的唯一一家。由于压滤机设备复杂、体积庞大,压滤机存在着合理的运输半径,因此,公司在压滤机行业最具潜力的污泥处理领域,除了具备自主创新优势、系统集成优势和产品优势外,还具有明显的区位优势。

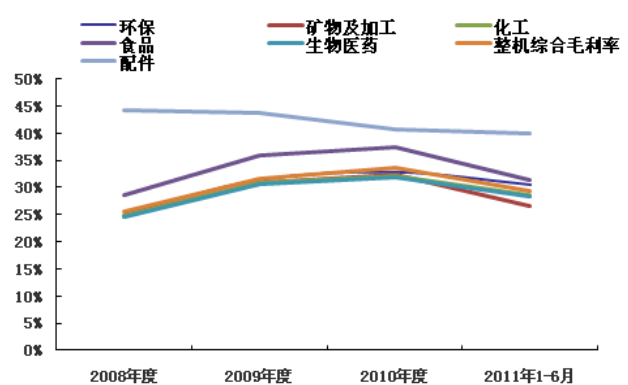
4. 盈利能力分析

图 8 近三年公司营业收入与净利润



数据来源: 招股说明书、安信证券研究中心

图 9 公司各业务与综合毛利率



数据来源: 招股说明书、安信证券研究中心

- 近三年公司的营业收入和净利润都保持了良好的增长,2009年公司营业收入同比增长19.4%,净利润同比增长84.1%,2010年营业收入与净利润分别同比增长36.6%和34.0%。
- 从业务组成上看,环保领域的销售收入逐年增长,在整机销售收入占比逐年提高,从2008年的30.92%增长到2011年的45.40%。毛利率较高的配件业务收入也增长较快。从客户结构看,2008年到2011年上半年,前十名客户的销售收入占当期营业收入比重分别为30.00%、33.97%、34.39%和27.46%,这一销售比重呈稳定趋势并保持较低水平,公司不存在依赖单一客户的销售风险。
- 2008年到2010年公司各项业务的毛利率保持增长,2011年1-6月公司综合毛利率为32.97%,较2010年综合毛利率35.84%下降2.87%。下降的主要原因一是毛利较高的啤酒压滤机的外销收入下降,二是聚丙烯、钢材等原材料价格的上升。

5. 募投项目扩大产能

- 公司本次募集资金拟投资年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目，预计使用募集资金 30,000 万元。

表 6 募投项目情况

序号	名称	预计总投资额 (万元)	使用募集资金额 (万元)
1	年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目	33,717	30,000
2	其他与主营业务相关的营运资金		

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 募投项目投产后，有利于提升公司大型化产品制造能力，为系统集成服务提供装备基础，也有利于继续提高公司研发水平，增强公司系统集成服务能力，能够提高公司的竞争实力和产能，扩大市场份额。目前募投项目进展顺利，2012 年 3 月份有望达产 20%。

6. 风险提示

公司的主要风险有以下几点：

- **市场竞争风险。**公司市场占有率距行业排名前两位的公司仍有较大差距。如果国内压滤机厂商进行战略调整，转以新兴细分市场为主要目标，而公司未来不能保持研发设计和技术服务的领先优势、提高系统集成服务水平，将在未来的市场竞争中受到一定冲击。
- **核心技术人员流失和技术泄密风险。**公司的快速发展和较高的盈利能力源于公司拥有一批开拓创新、专业资深的核心技术人才。虽然公司制定了一系列知识产权保护措施，但如果公司核心技术人员离职或因其他原因造成技术泄密，将削弱公司的核心竞争力，从而对公司的竞争优势和盈利能力造成一定影响。
- **原材料价格波动的风险。**公司生产经营所需的主要原材料聚丙烯、钢材和配件占同期生产成本的比重较大，2010 年的比例达 81.54%。公司产品成本受聚丙烯、钢材和配件价格波动影响较大，同时，泵、阀等配件的价格受钢材等基础原材料价格波动影响。聚丙烯和钢材的价格波动将对公司经营业绩产生一定的影响。

7. 盈利预测

- 我们预计未来三年公司净利润分别增长 31%、42%和 38%，实现 EPS 分别为 0.91、1.29 元和 1.76 元，三年净利润的复合增长率为 36%左右。
- 压滤机行业目前尚没有上市公司，我们选取和环保领域有关的机械上市公司作为可比公司，按 2011 年 9 月 8 日价格计算可比公司的 2011 年平均动态市盈率在 31 倍左右，我们认为公司虽然环保类产品占比不足 50%，但受政策影响，未来两年环保行业需求增长较快，因此给予其 2011 年动态市盈率 29-31 倍之间，按此计算预计上市合理价格在 26.4-28.3 元。建议的询价区间为 22.8-24.6 元之间，对应的 2011 年动态市盈率在 25-27 倍之间。

表 7 可比公司估值表 (股价日期: 2011 年 9 月 8 日)

代码	名称	股价	毛利润率	净利润率	PE 11E	PE 12E	PS	PB
601369	陕鼓动力	12.69	35.9%	17.5%	25	20	4.8	4.3
002430	杭氧股份	24.69	25.7%	13.0%	30	22	4.9	6.2
300156	天立环保	26.51	38.0%	38.7%	30	21	12.7	3.0
300090	盛运股份	11.20	32.1%	9.8%	29	22	6.7	3.3
600874	创业环保	6.01	43.3%	18.6%	29	27	5.8	2.5
000826	桑德环境	25.48	38.1%	19.8%	36	25	10.8	8.3
300137	先河环保	16.48	51.0%	28.3%	37	27	15.0	3.1

数据来源: wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-9-7		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	175.2	239.3	307.0	415.8	561.5	成长性					
减: 营业成本	116.1	153.6	201.7	268.9	361.9	营业收入增长率	19.4%	36.6%	28.3%	35.4%	35.0%
营业税费	1.1	1.6	2.0	2.7	3.7	营业利润增长率	100.2%	34.6%	26.4%	49.0%	35.0%
销售费用	9.5	13.9	18.4	24.4	32.6	净利润增长率	83.7%	34.7%	29.7%	42.3%	36.6%
管理费用	13.9	22.2	29.2	39.5	52.9	EBITDA 增长率	67.2%	38.6%	18.9%	48.1%	38.0%
财务费用	2.2	3.9	0.6	-1.5	-0.7	EBIT 增长率	72.9%	37.5%	17.2%	44.7%	36.8%
资产减值损失	0.4	0.7	0.1	-0.1	0.4	NOPLAT 增长率	59.5%	37.2%	19.1%	38.3%	38.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	343.9%	52.8%	90.1%	60.1%	29.2%
投资和汇兑收益	0.2	-	-	-	-	净资产增长率	154.0%	115.5%	283.0%	14.6%	17.4%
营业利润	32.3	43.5	55.0	81.9	110.6	利润率					
加: 营业外净收支	2.1	1.8	4.0	2.0	4.0	毛利率	33.7%	35.8%	34.3%	35.3%	35.5%
利润总额	34.4	45.3	59.0	83.9	114.6	营业利润率	18.4%	18.2%	17.9%	19.7%	19.7%
减: 所得税	5.2	6.3	8.3	11.7	16.0	净利润率	16.6%	16.3%	16.5%	17.4%	17.6%
净利润	29.0	39.1	50.7	72.1	98.5	EBITDA/营业收入	21.6%	21.9%	20.3%	22.2%	22.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	19.7%	19.8%	18.1%	19.3%	19.6%
货币资金	16.0	46.8	324.6	283.3	294.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	65	68	80	106	126
应收账款	49.5	58.8	84.3	103.7	144.1	流动营业资本周转天数	43	83	93	95	95
应收票据	4.4	11.8	15.6	21.4	28.4	流动资产周转天数	221	216	403	442	363
预付账款	1.7	4.3	6.6	9.2	13.8	应收账款周转天数	85	74	71	68	68
存货	33.8	59.8	74.0	98.2	135.3	存货周转天数	54	71	79	75	75
其他流动资产	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	总资产周转天数	292	312	557	656	592
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	114	173	236	297	310
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	48.8%	30.3%	10.3%	12.8%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.8%	14.7%	7.4%	8.7%	9.7%
固定资产	39.3	50.7	85.8	159.5	233.9	ROIC	153.2%	47.3%	36.9%	26.8%	23.2%
在建工程	-	-	60.0	126.0	135.6	费用率					
无形资产	2.2	29.3	27.5	25.7	24.1	销售费用率	5.4%	5.8%	6.0%	5.9%	5.8%
其他非流动资产	0.6	5.0	4.8	4.8	4.7	管理费用率	7.9%	9.3%	9.5%	9.5%	9.4%
资产总额	147.5	266.7	683.3	832.1	1,015.2	财务费用率	1.2%	1.6%	0.2%	-0.4%	-0.1%
短期债务	47.0	60.9	74.1	110.5	135.0	三费/营业收入	14.5%	16.7%	15.7%	15.0%	15.1%
应付账款	26.7	28.6	38.7	50.5	68.3	偿债能力					
应付票据	-	24.2	32.0	42.0	57.0	资产负债率	59.5%	51.7%	27.8%	32.0%	34.6%
其他流动负债	14.1	20.6	37.2	50.3	69.5	负债权益比	146.7%	106.9%	38.4%	47.1%	52.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.20	1.35	2.77	2.04	1.87
其他非流动负债	-	3.4	7.5	12.9	20.8	速动比率	0.82	0.90	2.36	1.65	1.46
负债总额	87.7	137.8	189.7	266.3	350.9	利息保障倍数	15.94	12.16	97.67	-51.93	-154.63
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	36.0	42.0	56.0	56.0	56.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	23.8	86.9	437.6	509.7	608.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	59.8	128.9	493.6	565.7	664.3	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	29.2	39.1	50.7	72.1	98.5	EPS(元)	0.52	0.70	0.91	1.29	1.76
加: 折旧和摊销	3.4	5.3	6.9	12.1	17.7	BVPS(元)	1.07	2.30	8.81	10.10	11.86
资产减值准备	0.4	0.7	0.1	-0.1	0.4	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	2.9	4.1	0.6	-1.5	-0.7	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-0.2	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.2	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-23.4	-9.8	-7.1	-11.7	-29.5	CAGR(%)	35.2%	36.1%	37.9%	35.7%	34.8%
经营活动产生现金流量	12.5	36.0	51.2	70.9	86.5	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-4.3	-47.6	-100.1	-150.1	-100.1	ROIC/WACC	35.6	11.0	8.6	6.2	5.4
融资活动产生现金流量	2.9	19.8	326.7	37.9	25.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034