



压滤机新兴应用市场的领军企业

合理价格

23.4~27.9 元

投资要点:

- 受益环保等新兴细分领域，行业爆发式增长可期
- 多市场平稳增长，应用空间广阔
- 公司依托自主创新和系统集成服务优势，领跑新兴应用市场

报告摘要:

- **受益环保等新兴细分领域，行业爆发式增长可期。**2010 年环保部发布通知要求：城镇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。目前能够达到新标准只有使用比例仅为 6%的隔膜压滤机，污泥处理设备的强制性使用将形成压滤机的新增市场，同时会对工业废水、自来水和疏浚的污泥处理带来示范效应。保守估计，2014 年压滤机在环保领域需求总规模将不低于 52 亿元。
- **多市场平稳增长，应用空间广阔。**压滤机市场需求还包括矿物及加工、化工、食品和生物医药等行业的整机新增和替代需求，配件需求和出口需求等，应用空间广阔。保守估计，2014 年压滤机在这些市场的需求总规模将不低于 72 亿元。
- **公司依托自主创新和系统集成服务优势，领跑新兴应用市场。**公司作为我国压滤机行业的技术领跑者和新应用市场的开拓者，通过差异化竞争战略，依靠传统的技术研发优势，开拓并迅速抢占国内压滤机新兴细分市场，初步完成了由压滤机制造商向系统集成商的转变。未来公司将继续凭借系统集成优势在具有市场潜力的污泥处理等新兴细分领域进行市场开拓，不断提高公司整体的市场占有率水平。
- **预测与估值。**2011 年、2012 年和 2013 年可分别实现每股收益 1.00 元、1.33 元和 1.67 元，给予公司 2011 年动态 PE 倍 26~31 倍，对应上市后合理询价区间为 26 元~31 元。综合考虑目前市场环境，建议价格区间下调 10%作为询价区间为 23.4~27.9 元。

机械行业研究组

庞琳琳 (S1250209110200)

电话: 010-88085968

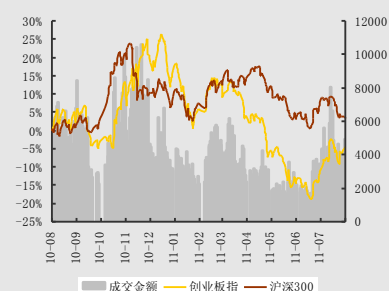
Email: panglinlin@hysec.com

联系人:

杨夏

Email: yangxia23@gmail.com

市场表现



本次发行情况

发行前总股本(万股)	4,200
本次发行(万股)	1,400
发行后总股本(万股)	5,600
2010 年每股收益(摊薄后)	0.78 元
2010 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)	0.75 元

主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	239.33	321.18	428.45	568.15
增速	36.61%	34.20%	33.40%	32.61%
归属母公司所有者净利润	39.09	56.09	74.53	93.72
增速	34.72%	43.50%	32.88%	25.74%
每股收益(摊薄后)	0.70	1.00	1.33	1.67

主要指标 (2010 年)

每股净资产	3.07 元
毛利率	35.84%
流动比率	1.35 倍
速动比率	0.91 倍
应收账款周转率	4.56 次
资产负债率(合并报表)	51.66%
净资产收益率(加权平均)	45.00%

目录

一、公司是技术领先的过滤系统整体解决方案提供商.....	4
(一) 公司概况.....	4
(二) 公司股权结构.....	4
二、受益环保等新兴细分领域，行业爆发式增长可期.....	5
(一) 隔膜压滤机作为主流产品，节能减排效能明显.....	5
(二) 压滤机行业技术特点和经营模式.....	7
1、压滤机行业技术特点.....	7
2、国内压滤机行业的经营模式.....	7
(三) 新兴细分领域发力，行业爆发式增长可期.....	8
1、受益污泥处理强制政策，环保领域市场潜力巨大.....	8
2、多市场平稳增长，应用空间广阔.....	9
(四) 国内压滤机行业的发展趋势.....	10
1、技术水平逐步提高，产品竞争力提升，进口压滤机数量呈下降趋势.....	10
2、产品呈现向大型化、自动化方向发展的趋势.....	11
3、行业已开始呈现向压滤机系统集成服务转变的趋势.....	11
4、污泥处理将成为隔膜压滤机最具潜力的应用领域之一.....	11
三、竞争优势明显，领跑新兴应用市场.....	11
(一) 自主创新能力突出.....	11
(二) 系统集成服务成效初现，剑指新兴细分市场.....	12
(三) 产品具有大型化、自动化、专业化优势.....	13
(四) 区位优势明显.....	14
四、新兴应用与系统集成服务领域增长显著.....	14
(一) 新兴细分领域和高端市场的收入占比逐年提高.....	14
(二) 产品高附加值拉动毛利率高于行业平均水平.....	14
五、募投项目扩大大中型隔膜压滤机产能.....	15
六、风险提示.....	16
(一) 市场竞争风险.....	16
(二) 核心技术人员流失和技术泄密风险.....	16
(三) 重要原材料价格波动的风险.....	16
七、盈利预测及估值.....	16
附录 1：公司压滤机过滤系统整体解决方案典型案例.....	19
(一) 污泥深度脱水解决方案.....	19
(二) 啤酒麦汁过滤系统解决方案.....	19
附录 2：公司产品作为环保设备在污泥处理领域的应用图例.....	21

插图

图 1: 公司营业收入和净利润快速增长.....	4
图 2: 公司发行上市后股权结构图.....	5
图 3: 固液分离机械分类情况.....	5
图 4: 压滤机脱水效率比较示意图.....	6
图 5: 我国压滤机销售规模增长情况.....	8
图 6: 我国压滤机近几年的出口情况.....	11
图 7: 我国压滤机近几年的进口情况.....	11
图 8: 系统集成服务流程图.....	13
图 9: 近 3 年公司主营业务构成（按应用领域分类）.....	14
图 10: 环保领域及系统集成服务产品收入占比.....	14
图 11: 近 3 年公司毛利率.....	15
图 12: 近 3 年公司产品大中小不同机型的毛利率.....	15
图 13: 近 3 年公司产品不同应用领域的毛利率.....	15
图 14: 近 3 年公司与可比上市公司平均毛利率比较.....	15
图 15: 污泥深度脱水解决方案示意图.....	19
图 16: 啤酒麦汁过滤系统解决方案示意图.....	20
图 17: 公司压滤机产品应用在城镇污水污泥处理领域.....	21
图 18: 公司压滤机产品应用在自来水污泥处理领域.....	21
图 19: 公司压滤机产品应用在疏浚淤泥处理领域.....	21

表格

表 1: 过滤机适用物料特性.....	5
表 2: 压滤机按照滤板大小分类.....	6
表 3: 压滤机行业技术特点.....	7
表 4: 国内压滤机行业经营模式.....	7
表 5: 压滤机具体应用领域分类情况.....	8
表 6: 不同脱水设备脱水效果和分布情况表.....	9
表 7: 压滤机在各个污泥处理领域的市场需求.....	9
表 8: 压滤机在环保领域以外的市场需求.....	10
表 9: 公司近年来主要研究成果概览.....	12
表 10: 截至 2009 年末, 兴源过滤在新兴细分市场的地位.....	13
表 11: 产品向大型化、自动化、专业化方向发展.....	13
表 12: 国内压滤机四大骨干企业地域分布.....	14
表 13: 募集资金使用计划（单位: 万元）.....	15
表 14: 项目达产后, 拟生产压滤机产能及型号.....	16
表 15: 可比上市公司估值比较.....	17
附表: 盈利预测.....	18

一、公司是技术领先的过滤系统整体解决方案提供商

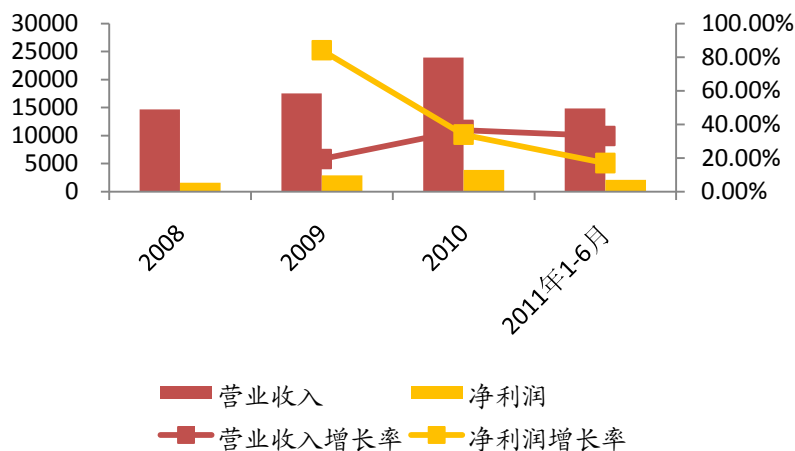
（一）公司概况

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，集物料及过滤工艺研发、控制系统设计、压滤机生产、系统调试服务提供于一体，向环保、矿物及加工、化工、食品和生物医药等领域客户提供专业的过滤系统整体解决方案，主营业务包括压滤机制造和压滤机过滤系统集成服务。

公司作为中国压滤机行业的技术领跑者，保持了在国内压滤机行业的技术领先地位，专利及发明专利授权数量稳居行业第一名。近年来，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。

近年来，公司把握住了环保应用领域中强化污泥治理和新型工业化进程中压滤机产品与服务高端化的两大发展趋势，在产品开发、技术研发、市场定位等方面提前布局，在新增市场竞争中赢得先机，确立了竞争优势，公司营业收入和净利润呈快速增长趋势。

图 1：公司营业收入和净利润快速增长

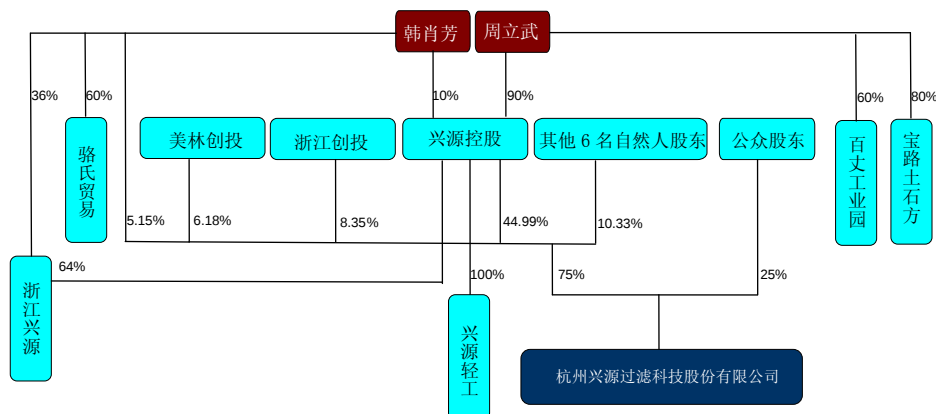


资料来源：招股说明书、宏源证券

（二）公司股权结构

公司本次发行前的总股本为 4200 万股，本次拟发行人民币普通股 1400 万股，占发行后总股本的 25%。公司发行前兴源控股持有公司 59.99% 的股权，周立武持有兴源控股 90% 的股权，韩肖芳持有兴源控股 10% 的股份；另外，韩肖芳直接持有公司 6.86% 的股权。周立武与韩肖芳为夫妻关系，直接和间接持有公司 66.85% 的股份，是公司的实际控制人。本次发行后，周立武、韩肖芳夫妇仍将直接和间接持有公司 50.14% 的股权，处于绝对控股地位。

图 2：公司发行上市后股权结构图



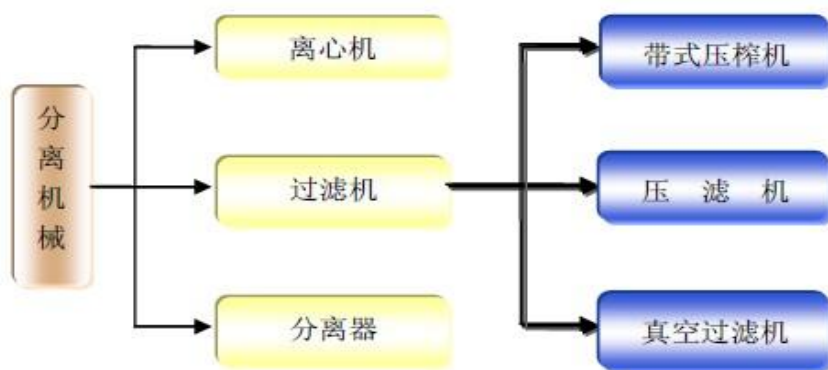
资料来源：招股说明书、宏源证券

二、受益环保等新兴细分领域，行业爆发式增长可期

（一）隔膜压滤机作为主流产品，节能减排效能明显

压滤机是用于固液分离的工业装备，属于分离机械。固液分离机械按照分离原理不同可分为离心机、过滤机和分离器三大类。

图 3：固液分离机械分类情况



资料来源：招股说明书、宏源证券

压滤机依靠过滤介质进行截留，对物料粒度分布和可压缩性基本没有要求，因此更适合处理粒径较小的细粒物料，甚至超细物料。在污泥脱水领域，隔膜压滤机不但截留效果好，而且可以获得低于 60% 的含水率，而离心机、带式压榨机和真空过滤机一般只能获得 75~83% 的含水率。

表 1：过滤机适用物料特性

适用物料的特性	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

资料来源：招股说明书，宏源证券

滤板是压滤机的主要部件，压滤机按照滤板大小分为超大型压滤机、大型压滤机、中型压滤机和小型压滤机；按照滤板形式不同分为隔膜压滤机、厢式压滤机、板框压滤机。

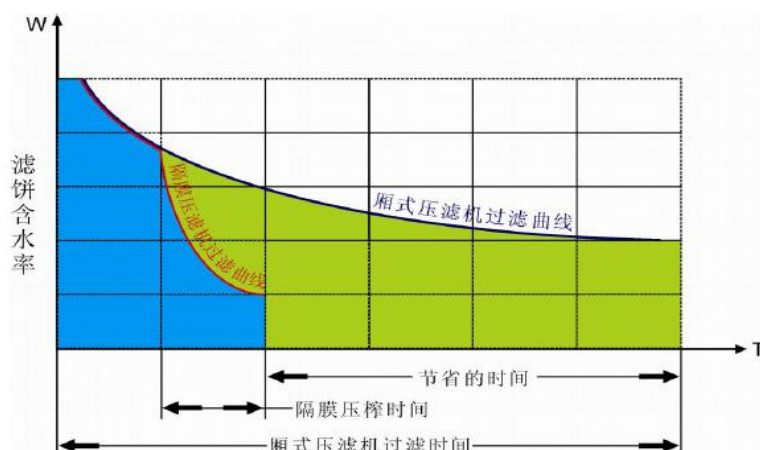
表 2：压滤机按照滤板大小分类

压滤机按照滤板大小分类	释义
超大型压滤机	使用超大型滤板作为构成部件的压滤机，包括超大型隔膜压滤机、超大型厢式压滤机和超大型板框压滤机。超大型滤板为边长超过 2000mm 的隔膜滤板、厢式滤板或板框滤板。
大型压滤机	使用大型滤板作为构成部件的压滤机，包括大型隔膜压滤机、大型厢式压滤机和大型板框压滤机。大型滤板为边长在 1500（含）-2000mm（含）的隔膜滤板、厢式滤板或板框滤板。
中型压滤机	使用中型滤板作为构成部件的压滤机，包括中型隔膜压滤机、中型厢式压滤机和中型板框压滤机。中型滤板为边长在 1000（含）~1500mm（不含）的隔膜滤板、厢式滤板或板框滤板。
小型压滤机	使用小型滤板作为构成部件的压滤机，包括小型隔膜压滤机、小型厢式压滤机和小型板框压滤机。小型滤板为边长小于 1000mm 的隔膜滤板、厢式滤板或板框滤板。

资料来源：招股说明书，宏源证券

隔膜压滤机在处理细粒物料时，不但截留效果好，而且可以通过可变滤室隔膜压榨技术显著降低物料的含水率，大幅节省后续烘干和焚烧工艺段的能源消耗，将在节能减排上发挥越来越大的作用，是目前压滤机市场的主流产品。

图 4：压滤机脱水效率比较示意图



资料来源：招股说明书，宏源证券

（二）压滤机行业技术特点和经营模式

1、压滤机行业技术特点

压滤机行业技术特点具体体现在滤板配方和制造、单机功能配套、物料预处理与过滤介质选型、系统集成等四个方面。

表 3：压滤机行业技术特点

压滤机行业技术特点	具体介绍
滤板配方和制造	滤板是压滤机主要部件，在制作材料方面，先后经历了木质、金属，再到现在最常用的增强聚丙烯。滤板的机械性能决定了其使用范围和寿命，因此对滤板原材料配方研究、模压成型技术研究和隔膜滤板熔焊工艺技术研究至关重要，对相关数据和技术的掌握也成为压滤机企业技术竞争力的重要体现。
单机功能配套	压滤机单机由机架、滤板、滤布、电控箱和液压站五部分构成，能简单完成物料过滤。功能配置主要用于提高压滤机自动操作程度，配置越多，自动化程度越高，国内能实现多功能配置的压滤机生产企业只有少数几家。
物料预处理与过滤介质选型	工业滤布是一种重要的过滤介质，也是过滤设备的重要组成部分，过滤设备能否有效实现对固体颗粒的截留，取决于滤布的选型与物料是否匹配，滤布的选型能力则与物料性能研究能力和物料预处理水平相关，行业内只有少数几家企业具备物料性能研究能力和物料预处理方案设计能力。
系统集成	系统集成体现的是压滤机生产企业对压滤机过滤系统整体和关键环节的把握能力，即能够将主要设备压滤机以及进料泵、压榨泵、管道阀门、测量仪表等配套设备按照特定的过滤工艺，科学地集成在一起，并用自动控制系统联络相互之间的信息；这需要在物料研究、预处理方案设计、过滤工艺和控制系统设计、高性能滤板研发和制造等方面同时达到行业内技术领先水平。

资料来源：招股说明书，宏源证券

2、国内压滤机行业的经营模式

我国压滤机企业均采用“以市场为导向、以销定产”的经营模式，主要通过参与投标与客户签订购销合同，然后组织生产和服务。具体的经营模式有压滤机单机及配套模式、初级的系统集成模式两种。

表 4：国内压滤机行业经营模式

国内压滤机行业经营模式	介绍
压滤机单机及配套模式	压滤机单机及配套模式是压滤机企业根据客户对压滤机单机的具体要求，仅提供压滤机单机，或除压滤机单机外，再提供一些简单的配套设备。
初级的系统集成模式	系统集成模式是国外压滤机企业普遍采用的模式，即根据客户物料的特殊性和过滤结果的具体要求，确定物料预处理方案，进行过滤工艺、专业压滤机、系统控制、辅助设备的专项设计，并提供运行调试和售后等服务。

资料来源：招股说明书，宏源证券

国内压滤机行业绝大多数企业由于缺乏压滤机过滤系统全面的技术支持，普遍采用压

滤机单机及配套模式。

（三）新兴细分领域发力，行业爆发式增长可期

压滤机作为重要的过程装备,广泛应用于矿物及加工、化工、食品和生物医药等行业,其使用可以提高产品产出率,实现资源的充分利用;作为重要的环保设备,压滤机在工业废水污泥处理、工业固体废弃物处理等环保领域的应用也较为普遍,但是在城镇污水污泥、自来水污泥、疏浚淤泥处理等环保领域的应用则刚刚起步。

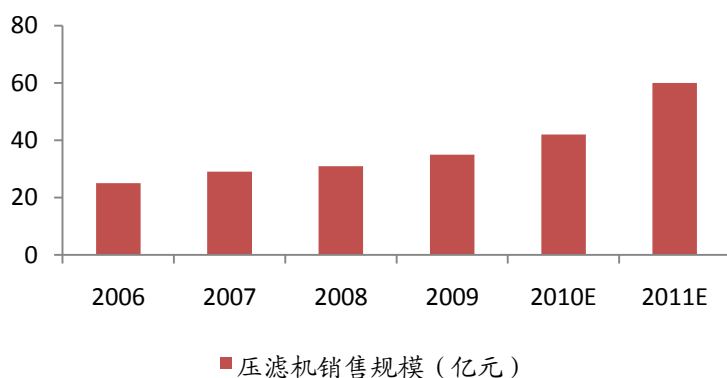
表 5：压滤机具体应用领域分类情况

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、疏浚淤泥
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、氢氧化铁、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、各类淀粉、浓缩汤料	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

资料来源：招股说明书，宏源证券

过去压滤机主要应用于煤炭、冶金等传统行业，随下游行业增速而增长，未来随着压滤机在环保、精细化工等新兴细分领域应用越来越多，加之国家政策进一步扶持，压滤机行业市场容量保守估计将会以每年 25%-35% 的速度增长，预计 2011 年压滤机在主要市场的需求量不低于 60 亿元，2014 年将超过 120 亿元。

图 5：我国压滤机销售规模增长情况



资料来源：招股说明书，宏源证券

1、受益污泥处理强制政策，环保领域市场潜力巨大

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”，对于污泥处理投资明显不足，多数污泥未得到妥善处置，国内目前污泥二次污染问题十分严重。

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。

目前，我国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 6：不同脱水设备脱水效果和分布情况表

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%	65%
离心机	离心脱水法	75%-80%	22%
隔膜压滤机	隔膜压榨法	40%-58%	6%

资料来源：招股说明书，宏源证券

随着对城镇污水污泥处理的强制性要求逐步实施将会对工业废水污泥、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。保守估计，2014 年压滤机在环保领域需求总规模将不低于 52 亿元。

表 7：压滤机在各个污泥处理领域的市场需求

污泥处理领域	市场需求
城镇污水污泥处理领域	环保部《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》的出台对城镇污泥处理作出了强制性规定，压滤机在城镇污泥处理的应用前景广阔，保守估计，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。“十三五”期间仍将保持快速增长。
工业废水污泥处理领域	环保部环境规划院、国家信息中心《2008-2020 年中国环境经济形势分析与预测》，“十一五”后的未来十年，国家用于工业废水处理的投入仍将保持持续增长。工业废水治理投资的增加，必将带来对压滤机的大量需求。保守估计，2014 年该领域压滤机需求规模将不低于 10 亿元，2020 年将达到更高水平。
自来水污泥处理领域	随着我国自来水用量的增长以及自来水污泥处理率的提高，自来水污泥的处理量将快速增长，保守估计，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。“十三五”期间，压滤机在该领域的需求仍将保持稳定增长。
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 亿立方米，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 亿立方米，我国流域疏浚工作任重道远。“十二五”期间，中央财政将投入 3,000 亿元用于流域淤泥治理。大小流域的综合治理活动，将对压滤机产生较大的需求。保守估计，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，2020 年将达到更高水平。

资料来源：招股说明书，宏源证券

2、多市场平稳增长，应用空间广阔

除了环保领域，压滤机市场需求还包括矿物及加工、化工、食品和生物医药等行业的整机新增和替代需求，配件需求和出口需求等，应用空间广阔。保守估计，2014 年压滤

机在这些市场的需求总规模将不低于 72 亿元。

表 8：压滤机在环保领域以外的市场需求

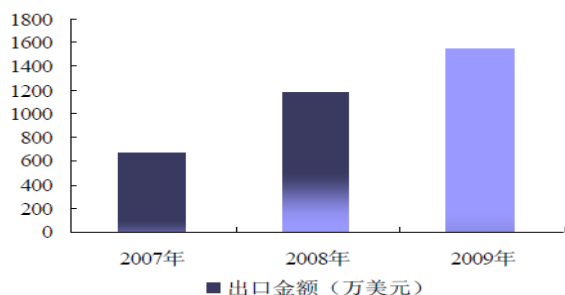
应用领域	市场需求
矿物及加工行业	压滤机是矿物洗选及加工过程的重要设备，加上近年隔膜压滤机先进技术的应用推广，矿物及加工领域对压滤机的需求将会显著增加。压滤机在矿物及加工领域的市场需求量主要包括有色金属、非金属矿、金属尾矿三个部分，保守估计，未来 3-5 年内压滤机在以上三个部分的市场需求量平均每年分别不低于 10 亿元、10 亿元和 4 亿元。
化工	压滤机作为固液分离过程装备广泛应用于化工行业，对优化化学工业的加工工艺起到了重要的作用。压滤机主要是应用于钛白粉、氟化工、锂化工、镍钴化工、白炭黑、无机盐、PVC、染料、颜料等子行业，这些行业的不断发展将对压滤机形成持续增长的需求。保守估计，2014 年压滤机在该行业的市场需求量将不低于 10 亿元，2020 年将达到更高水平。
食品	压滤机在食品行业的应用包括啤酒、淀粉、油脂、海藻、果汁果胶和酒精等产品的加工处理。保守估计，2014 年压滤机在食品行业的市场需求量将不低于 10 亿元，2020 年将达到更高水平。
生物医药	压滤机可广泛应用于生物医药行业的医药中间体、原料药、中成药、发酵液、酶制剂等物料的过滤，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，压滤机在生物医药行业的应用市场前景广阔。保守估计，2014 年该行业的压滤机市场需求量将不低于 4 亿元，2020 年将达到更高水平。
压滤机配件市场	压滤机工作环境较差，一些物料具有高温、高压、强腐蚀性，易损耗滤板等配件，为了确保压滤机能够安全、有效、稳定的工作，客户需要持续更换配件。随着压滤机市场存量的不断扩大，相应的压滤机配件市场以及售后服务市场也会不断增加。预计 2014 年压滤机配件市场的需求量将不低于 14 亿元，“十三五”期间仍将保持快速增长。
压滤机出口市场	近几年国内压滤机制造技术获得突飞猛进的发展，国内骨干压滤机企业生产的压滤机装备水平与国际先进水平的差距已经越来越小，而价格与国外相比较低，国产压滤机正以其较高的性价比赢得国际市场的青睐。随着我国压滤机产品的性价比优势不断增强，出口市场将迎来新的发展空间，未来十年内我国压滤机的出口需求将保持快速增长，保守估计，2014 年将不低于 10 亿元。

资料来源：招股说明书，宏源证券

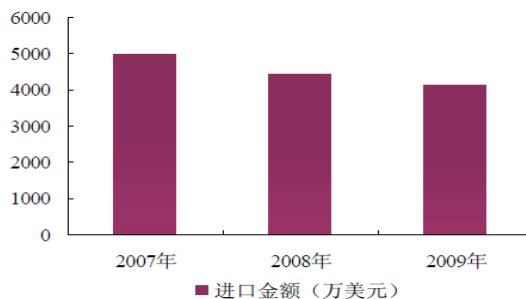
（四）国内压滤机行业的发展趋势

1、技术水平逐步提高，产品竞争力提升，进口压滤机数量呈下降趋势

近年来，国内压滤机企业通过引进、消化、再创新和自主创新，制造技术快速进步，产品技术含量和质量大幅提高，与国外差距越来越小，骨干企业大中型压滤机和滤板制造水平已接近或达到国际先进水平。国产压滤机以其较高的性价比，在逐步走入国际市场的同时，部分实现了进口替代。我国进口压滤机数量呈逐年下降趋势。

图 6：我国压滤机近几年的出口情况


资料来源：招股说明书，宏源证券

图 7：我国压滤机近几年的进口情况


资料来源：招股说明书，宏源证券

2、产品呈现向大型化、自动化方向发展的趋势

随着我国步入新型工业化阶段，各行业设备正在向大型化方向发展，设备大型化可以提高生产效率、减少基建投资、降低原材料消耗，经济效益明显。国产压滤机最大型号有 $2450 \times 2450\text{mm}$ ，最大过滤压力为 4.0Mpa ，最大过滤面积为 1000 m^2 ，已接近国际先进水平。与此同时，国产压滤机在自动化方面也有了长足进步，目前行业内骨干压滤机企业已掌握 PLC 自动控制、自动隔膜压榨、自动拉板、滤布自动水冲洗、自动卸饼、自动接液翻板等多项自动化技术，自动化水平也已接近国际先进水平。

3、行业已开始呈现向压滤机系统集成服务转变的趋势

目前，我国压滤机企业仍以提供压滤机单机及配套销售为主要模式。随着我国工业向新型工业化方向的发展，压滤机越来越多的应用于新的领域。新应用领域的过滤物料较为复杂，一些新兴细分应用领域的客户对过滤要求更加严格，此时供应商能否提供系统集成服务就成为关键定标要素。针对这些客户，具有较强研究设计能力的压滤机企业，能够利用其在技术等方面的优势，设计过滤工艺和控制系统，为客户提供过滤解决方案，这类压滤机企业在竞争中逐渐显现出优势。此外，由于压滤机传统应用领域竞争激烈，而系统集成服务具有更大的附加值，也将使得一些压滤机企业向系统集成服务模式转变。

4、污泥处理将成为隔膜压滤机最具潜力的应用领域之一

隔膜压滤机利用隔膜滤板的二次压榨，结合有效的预处理方案、过滤工艺和专业的控制系统，能够将污泥含水率一次性降低至 $40\text{-}58\%$ ，脱水效果与厢式压滤机（含水率为 $75\text{-}80\%$ ）、带式压榨机（含水率为 $75\text{-}83\%$ ）和离心机（含水率为 $75\text{-}80\%$ ）相比具有明显优势。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。随着国家对污泥处理处置要求的提高，污泥处理将成为隔膜压滤机最具潜力的应用领域之一。

三、竞争优势明显，领跑新兴应用市场

（一）自主创新能力突出

公司一贯重视新技术、新工艺、新产品的研发工作，拥有众多新技术、新工艺的专利

技术和非专利技术，公司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，重点进行的压滤机污泥处理技术研究取得了一系列成果。

截至目前，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。

表 9：公司近年来主要研究成果概览

项目名称	取得成果
全自动啤酒麦汁压滤机	国家火炬计划、杭州市适度发展新型重化工业项目（首台套）、浙江省高技术产业发展项目、杭州装备制造业重点领域首台（套）重大技术装备产品、浙江省加快发展装备制造业重点领域首台（套）产品，获中国机械工业科学技术奖三等奖
全自动悬梁式隔膜压滤机	杭州市适度发展新型重化工业项目（首台套）、杭州市科技成果转化计划项目、杭州装备制造业重点领域首台（套）重大技术装备产品，获中国机械工业科学技术奖三等奖、浙江机械工业科学技术奖二等奖
全自动油脂分提隔膜压滤机	国家重点新产品、杭州市加快发展装备制造业重点领域首台（套）产品、杭州市适度发展新型重化工业项目（首台套）
全自动三开式隔膜压滤机	浙江省重点技术创新项目和杭州市技术创新项目
全自动海藻胶隔膜压滤机	杭州市适度发展新型重化工业项目（首台套）、国家重点新产品，获国家海洋局海洋创新成果奖二等奖
全自动快开式隔膜压滤机	杭州市适度发展新型重化工业项目（首台套）
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）
疏浚淤泥深度脱水固化一体机（技术）	水利部先进实用技术
城市污泥深度脱水干化一体机	杭州市适度发展新型重化工业项目（首台套） 杭州第一批国内首台（套）重大技术装备产品
污泥深度脱水高压隔膜压滤机产业化	杭州市高技术产业化项目
海水淡化污泥深度脱水系统	杭州市海洋经济发展引导资金项目

资料来源：招股说明书，宏源证券

（二）系统集成服务成效初现，剑指新兴细分市场

公司作为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。公司通过差异化竞争战略，依靠传统的技术研发优势，开拓并迅速抢占国内压滤机新兴细分市场，将现有产能主要用在毛利率更高的城镇污水污泥处理、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领域，将系统集成服务优势转化为这些领域稳定的占有率和较高的盈利水平，并在其中多个领域排名位居榜首。未来公司将继续凭借系统集成优势在具有市场潜力的污泥处理等新兴细分领域进行市场开拓，不断提高公司整体的市场占有率水平。

表 10: 截至 2009 年末, 兴源过滤在新兴细分市场的地位

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

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 8: 系统集成服务流程图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

（三）产品具有大型化、自动化、专业化优势

公司紧跟客户需求, 结合公司现有优势, 及时调整产品结构, 不断加强产品创新, 以满足新兴细分应用领域的市场需求。目前公司产品具有大型化、自动化和专业化等优势。

表 11: 产品向大型化、自动化、专业化方向发展

特点	产品优势	公司成果
大型化	大中型压滤机产品由于过滤面积大, 处理能力强, 可以明显提高客户的使用效率, 是未来市场需求的发展方向。	公司滤板最大尺寸达到 2450×2450mm, 单机最大过滤面积达到 1,000 平方米, 均为行业领先水平。大中型压滤机销售数量、销售收入均保持持续增长, 明显提高了公司的盈利水平, 增强了公司的行业竞争力。
自动化	压滤机产品自动化程度的提升有助于减轻操作工人的劳动强度, 拓展了压滤机在一些领域的应用。	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。
专业化	随着压滤机在新兴细分应用领域的使用不断深入, 中高端客户对专业化需求逐渐增加, 具有特色功能和定制的专业化产品受到欢迎。	公司分别针对啤酒、钛白粉、淀粉和油脂等行业客户的需求, 设计制造出行业专用的压滤机。专业化优势为公司市场上树立了高端品牌形象, 保证了公司中高端客户的持续增长。

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

（四）区位优势明显

目前,国内压滤机企业主要分布在以浙江杭州为中心和以山东德州为中心的南北两个片区,4家收入过亿的骨干企业中,南方片区只有兴源过滤一家,兴源过滤在华东、华南拥有更大的品牌影响力。华东、华南地区是我国经济最发达、城市和人口密布的两个区域,城镇污水污泥产生量和处理处置潜在需求最大;华东、华南、中南、西南地区也是我国江河湖库等水系最为密布的区域,江河湖库疏浚淤泥的潜在市场最大。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,公司具有明显的区位优势。

表 12: 国内压滤机四大骨干企业地域分布

公司	地域
景津压滤机集团有限公司	山东省德州市
衡水海江压滤机集团有限公司	河北省衡水市
杭州兴源过滤科技股份有限公司	浙江省杭州市
中大贝莱特压滤机有限公司	山东省德州市

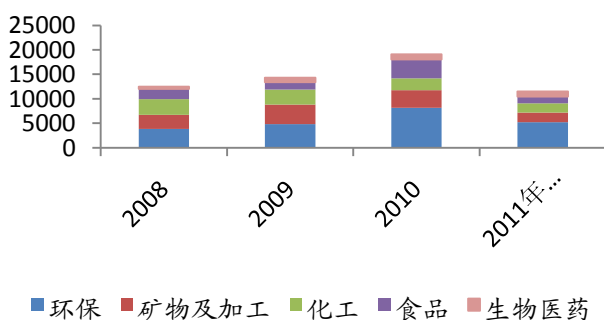
资料来源: 招股说明书, 宏源证券

四、新兴应用与系统集成服务领域增长显著

（一）新兴细分领域和高端市场的收入占比逐年提高

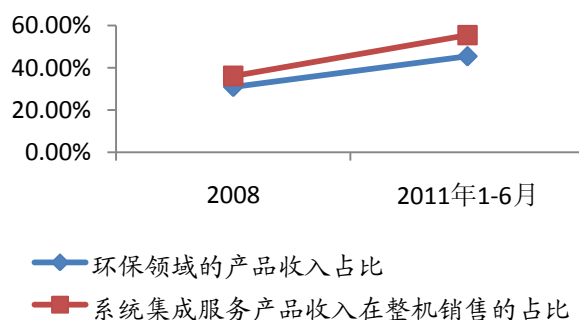
国家环保政策的鼓励以及新型工业化进程的不断推进,促生了公司下游行业对压滤机产品和服务持续增长的需求。公司持续关注产业政策变动,深入研究压滤机市场的潜在需求,在保持原有传统市场的基础上,通过不断提高技术研发和系统集成水平,实现销售向高端市场、新兴细分市场的进一步延伸,环保领域和系统集成服务业务占比逐年提升。

图 9: 近 3 年公司主营业务构成 (按应用领域分类)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 10: 环保领域及系统集成服务产品收入占比



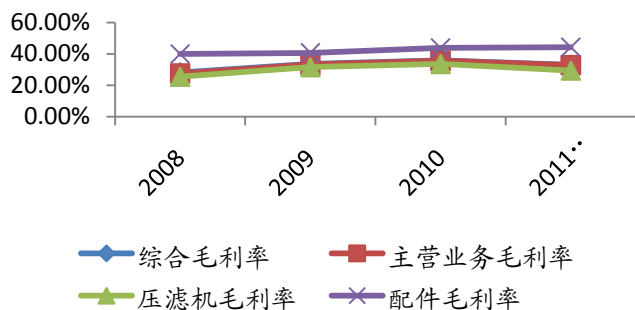
资料来源: 招股说明书, 宏源证券

（二）产品高附加值拉动毛利率高于行业平均水平

公司主营业务为压滤机制造和压滤机过滤系统集成服务以及配件服务,产品技术含量高、服务附加值大,销售毛利率较高,同时,产品销售结构的进一步优化使公司的盈利能力有了良好保障。2008 至 2010 年间,公司压滤机整机毛利率逐步上升,配件业务毛利率

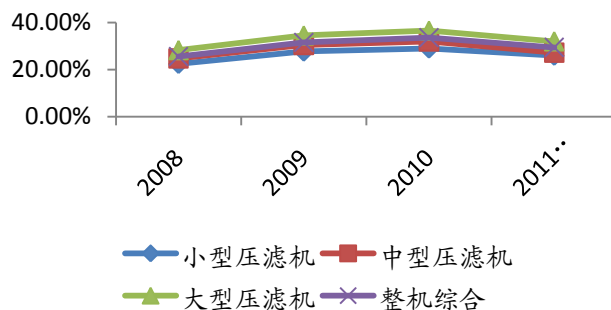
相对稳定，综合毛利率分别为 28.20%、33.73%和 35.84%，呈逐步上升趋势。2011 年 1-6 月受国外啤酒厂商投资进度缓慢和聚丙烯、钢材等原材料价格上涨影响，公司综合毛利率为 32.97%，较 2010 年下降 2.87%。

图 11: 近 3 年公司毛利率



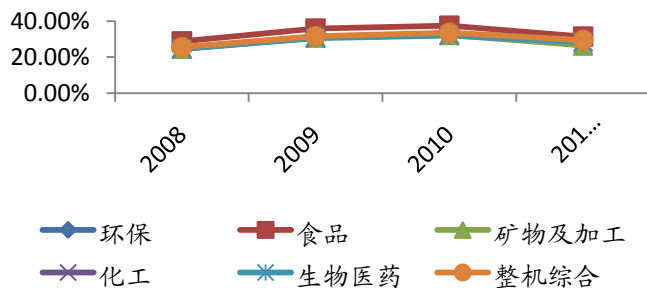
资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 12: 近 3 年公司产品大中小不同机型的毛利率



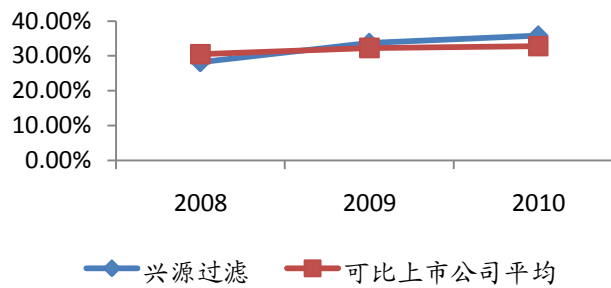
资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 13: 近 3 年公司产品不同应用领域的毛利率



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 14: 近 3 年公司与可比上市公司平均毛利率比较



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

五、募投项目扩大大中型隔膜压滤机产能

本次募集资金将用于年产 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。

表 13: 募集资金使用计划 (单位: 万元)

序号	名称	预计总投资额	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	使用募集资金额	项目备案文号
1	年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目	33717	10744	14157	6555	1796	464	30000	余发开备[2010]4 号 备案号: 01101004204032436063
2	其他与主营业务相关的营运资金								

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

公司募集资金投资项目“年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目”建成后，将增强公司的压滤机产品制造和产品创新能力，提高系统集成服务水平，预计在募投项目达产前，公司市场占有率将在 2010 年 5.69%的基础上至少提

高 1%。

表 14: 项目达产后, 拟生产压滤机产能及型号

序号	产品名称	年新增生产能力 (台)	预测销售额 (万元)
1	1250 × 1250 型隔膜压滤机	210	6510
2	1500 × 1500 型隔膜压滤机	320	17600
3	2000 × 2000 型隔膜压滤机	190	19950
4	2000 × 1800 型隔膜压滤机	80	12640
合计		800	56700

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

六、风险提示

(一) 市场竞争风险

公司距行业市场占有率排名前两位的公司仍有较大差距, 在传统应用领域的竞争优势并不明显。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, 若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。

(二) 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员。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。

(三) 重要原材料价格波动的风险

公司生产经营所需的主要原材料为聚丙烯、钢材和配件, 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。

七、盈利预测及估值

我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年可分别实现营业收入 321.18 百万元、428.4509 百万元和 568.15 百万元, 实现归属母公司所有者净利润 56.09 百万元、74.53 百万元和 93.72 百万元, 按摊薄后总股本 5600 万股计算, 2011 年、2012 年和 2013 年可分别实现每股收益 1.00 元、1.33 元和 1.67 元。

公司为 A 股上市公司中首家压滤机行业公司。一方面我们选取同属于通用机械类产品的开山通用、杭氧股份和山东章鼓为可比样本公司; 另一方面, 考虑到污水、污泥处理为公司产品未来主要应用领域, 我们选取环保类的创业环保、桑德环境和天立环保为可比

样本公司。

表 15: 可比上市公司估值比较

证券 代 码 17	证券 简称17	总 市 值 (亿元)	总 股 本 (百万) 17	ROE (%) 17	销售净利 率 (%)	销售毛利 率 (%) 17	EPS (2010)	EPS (2011)	EPS (2012)	PE (2010)	PE (2011)	PE (2012)
002598	山东章鼓	28.47	156.00	34.13	13.28	32.04	0.48	0.55	0.68	38.37	32.97	27.03
002430	杭氧股份	148.51	601.50	21.88	13.26	29.63	0.59	0.83	1.13	41.86	29.76	21.78
300257	开山股份	101.10	143.00	52.13	13.69	23.35	1.42	2.25	3.44	49.66	31.39	20.55
										43.30	31.37	23.12
600874	创业环保	85.78	1427.23	7.86	18.75	45.93	0.19	0.21	0.22	31.63	28.87	27.07
000826	桑德环境	105.32	413.36	17.62	22.20	35.33	0.50	0.71	1.00	50.88	36.10	25.44
300156	天立环保	42.52	160.40	36.77	28.44	42.56	0.60	0.87	1.27	44.54	30.53	20.84
										42.35	31.83	24.45

资料来源: WIND, 宏源证券

通用机械类可比公司 2010 年加权平均静态 PE 为 43.30 倍, 2011 年加权平均动态 PE 为 31.37 倍; 环保类可比公司 2010 年加权平均静态 PE 为 42.35 倍, 2011 年加权平均动态 PE 为 31.83 倍。我们向下调整 15%为估值下限, 则我们给予公司 2011 年动态 PE 倍 26~31 倍, 对应上市后合理询价区间为 26 元~31 元。综合考虑目前市场环境, 建议价格区间下调 10%作为询价区间为 23.4~27.9 元, 对应 2010 年静态 PE 为 33 倍~40 倍。

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	239.33	321.18	428.45	568.15
增长率 (%)	36.61%	34.20%	33.40%	32.61%
归属母公司股东净利润	39.09	56.09	74.53	93.72
增长率 (%)	34.72%	43.50%	32.88%	25.74%
每股收益 (EPS)	0.70	1.00	1.33	1.67
每股经营现金流	0.65	2.62	-0.62	3.32
销售毛利率	35.84%	32.65%	31.68%	30.73%
销售净利率	16.33%	17.46%	17.40%	16.50%
净资产收益率 (ROE)	30.32%	10.32%	12.21%	13.49%
投入资本回报率 (ROIC)	37.82%	24.45%	43.56%	22.86%
市盈率 (P/E)	37	26	20	16
市净率 (P/B)	11	3	2	2

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	239.33	321.18	428.45	568.15
减: 营业成本	153.57	216.31	292.70	393.55
营业税金及附加	1.61	2.15	2.87	3.81
营业费用	13.87	18.63	24.64	32.38
管理费用	22.20	27.62	34.28	39.77
财务费用	3.90	-5.87	-12.47	-11.02
资产减值损失	0.70	1.35	1.75	2.40
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	43.49	60.99	84.68	107.25
加: 其他非经营损益	1.85	5.00	3.00	3.00
利润总额	45.34	65.99	87.68	110.25
减: 所得税	6.26	9.90	13.15	16.54
净利润	39.09	56.09	74.53	93.72
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	39.09	56.09	74.53	93.72

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	43.28	468.04	341.74	392.63
应收和预付款项	74.92	68.49	122.92	131.03
存货	59.82	7.48	83.59	38.86
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	50.71	73.24	162.87	283.52
无形资产和开发支出	29.35	28.74	28.14	27.53
其他非流动资产	4.29	2.15	0.00	0.00
资产总计	262.38	648.14	739.27	873.58
短期借款	60.91	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	69.18	101.37	125.42	175.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.40	3.40	3.40	3.40
负债合计	133.49	104.77	128.82	178.79
股本	42.00	56.00	56.00	56.00
资本公积	28.00	378.00	378.00	378.00
留存收益	58.90	109.38	176.45	260.80
归属母公司股东权益	128.89	543.37	610.45	694.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	128.89	543.37	610.45	694.79
负债和股东权益合计	262.38	648.14	739.27	873.58

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	36.55	146.64	-34.55	185.78
投资性现金净流量	-47.59	-25.75	-97.45	-137.45
筹资性现金净流量	19.79	303.86	5.71	2.56
现金流量净额	8.37	424.76	-126.29	50.89

附录 1：公司压滤机过滤系统整体解决方案典型案例

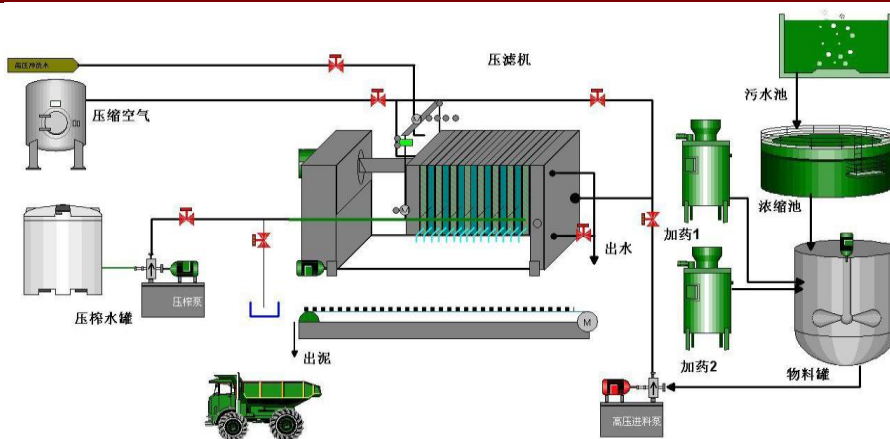
公司在行业内以“做系统”著称，经过多年潜心经营，积累了多行业的过滤系统整体解决方案。

（一）污泥深度脱水解决方案

污泥深度脱水解决方案成功将可变滤室隔膜压榨技术应用于城镇污水污泥、工业废水污泥、自来水污泥、江河湖库疏浚淤泥等的高效脱水，实现一次性将污泥含水率从 98-90% 降至 40-58%。该方案需要应用污泥预处理（浓缩絮凝）技术、过滤压力控制技术、高低压联合进料技术、高压隔膜压滤机生产技术、滤布过滤性能再生（自动滤布冲洗）技术等。

该产品已成功应用于厦门多个城市污水处理厂污泥脱水工艺、佛山汾江河环境疏浚及底泥处置工程的疏浚淤泥深度高效脱水等。

图 15：污泥深度脱水解决方案示意图



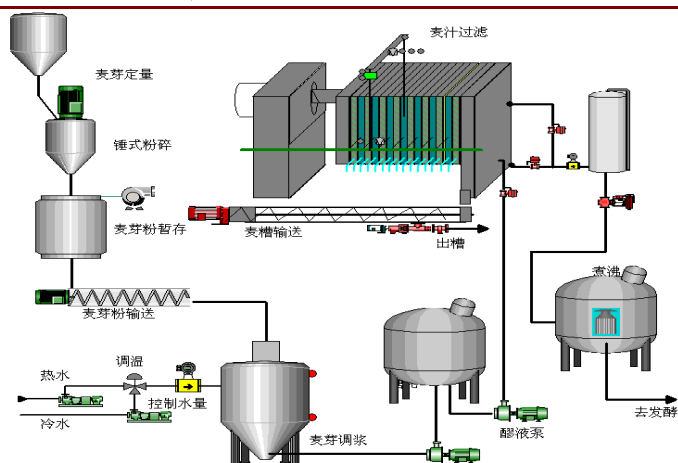
资料来源：招股说明书、宏源证券

（二）啤酒麦汁过滤系统解决方案

啤酒麦汁过滤系统解决方案成功将隔膜压滤机用于麦汁过滤，与传统麦汁过滤槽工艺相比，该方案可以实现麦汁快速、高效过滤，同时提高麦汁收得率、降低麦汁浊度。该方案需要应用糖化预处理技术、恒速恒压过滤技术、预压洗涤技术、空气排空技术、平隔膜嵌滤布压滤机生产技术、滤布过滤性能再生技术等。

该方案已成功应用于百威英博、华润集团、青岛啤酒集团、金星啤酒集团等国内外知名啤酒企业，占有国内绝大部分麦汁压滤机市场，而且批量销往南美市场，改变了欧洲厂商完全垄断国际市场的格局。

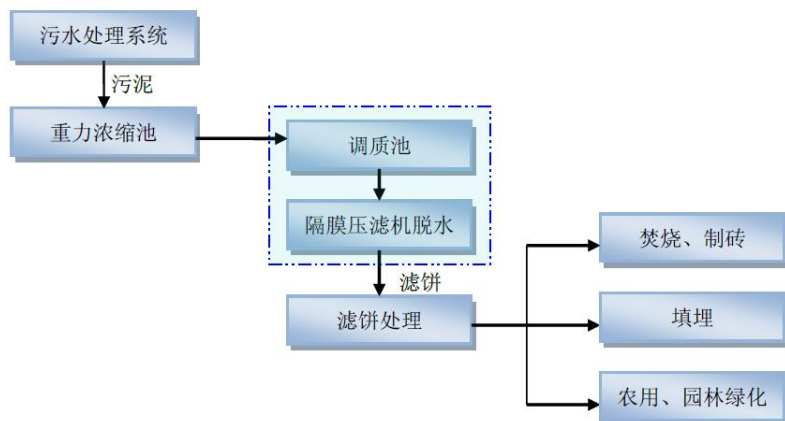
图 16: 啤酒麦汁过滤系统解决方案示意图



资料来源: 招股说明书、宏源证券

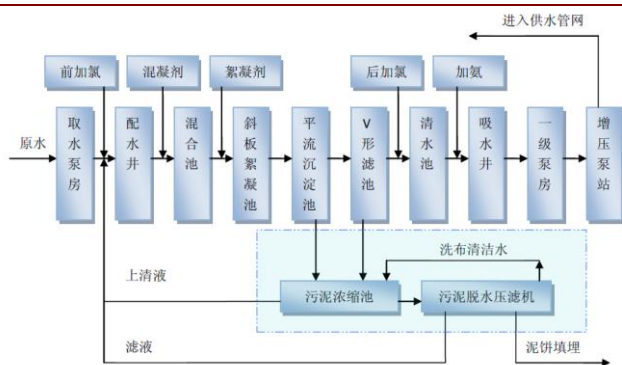
附录 2：公司产品作为环保设备在污泥处理领域的应用图例

图 17：公司压滤机产品在城镇污水污泥处理领域



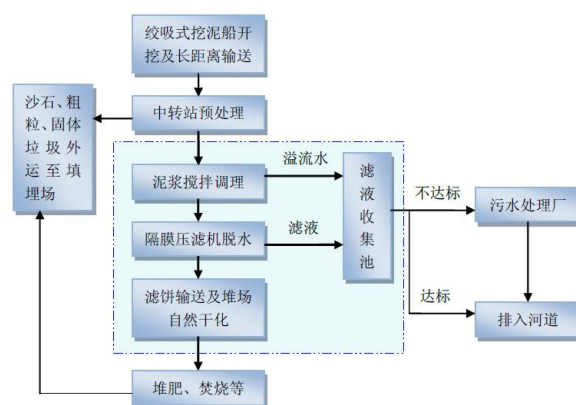
资料来源：招股说明书、宏源证券

图 18：公司压滤机产品在自来水污泥处理领域



资料来源：招股说明书、宏源证券

图 19：公司压滤机产品在疏浚淤泥处理领域



资料来源：招股说明书、宏源证券

分析师简介:

庞琳琳: 宏源证券研究所机械行业研究员, 中国人民大学企业管理专业硕士, 北京航空航天大学自动化专业学士, 2011 年加盟宏源证券研究所。从事证券研究工作 3 年。

主要研究覆盖公司: 新研股份、郑煤机、天地科技、航空动力、中国南车、天立环保、大禹节水等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。