

2015年01月21日

兴源过滤 (300266)

——借利政策构筑环境治理生态圈 业绩有望爆发

报告原因：上市公司调研

增持

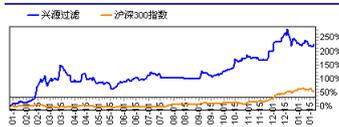
维持

市场数据:	2015年01月20日
收盘价(元)	47.2
一年内最高/最低(元)	56.58/17.6
上证指数/深证成指	3173/10997
市净率	7.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2445

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	6.13
资产负债率%	28.68
总股本/流通A股(百万)	154/52
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《兴源过滤(300266)公告点评：进军工业水处理 转型整合值得关注》
2014/09/03

证券分析师

王志辉 A0230514080009
xiangzh@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818x7618
wanglu@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	322	10	22	-44	0.19	26.1	4.0	361	48
2014Q3	431	90	36	109	0.24	26.7	3.8		
2014E	824	155.8	81	276	0.49	27.1	13.0	96	64.3
2015E	1,385	68.0	163	100	0.98	27.4	20.7	48	32.5
2016E	2,389	72.5	313	93	1.89	27.9	28.5	25	17.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **政策驱动水治理景气周期。**我国水生态污染不堪重负。随浙江“五水共治”施行、“水十条”即将颁布及环境税有望征收，水治理投资有望井喷。43号文断绝地方政府平台融资为PPP推广注入动力，生态环保作为国家战略新兴产业明显受益，巨大市场容量有望释放将带来资产价值重估机遇。
- **技术完备全产业链优势明显，协同推进污泥处置。**公司系国内压滤机龙头，具备环保核心设备先进制造实力并能提供一站式解决方案，目前环保业务占比超过60%。13、14年收购浙江疏浚和水美环保打通疏浚-污泥、污水-污泥产业链，未来将协同推广压滤设备污泥领域应用，实现“产品+工程”深度融合。
- **战略加码河道湖泊综合治理，行业有望大幅扩容。**浙江省河道总长6万多公里，由于水土流失和水体污染，对河道、湖泊疏浚整治需求巨大。未来公司将凭借环保疏浚领先技术和丰富工程经验，重点开拓城市河道、水源地水库、湖泊的疏浚及其水环境综合治理，市场空间有望极大拓宽。
- **理顺水美内部机制，工业水+市政BOT带来业绩高弹性。**公司整合水美后，通过理顺内部管理机制，发挥其在造纸、印染等工业水处理领域龙头优势并提供资金支持和政企资源，推动业绩大幅增长。目前在手订单2.4亿较13年翻番。未来将借助政策红利和PPP推广契机，开拓市政BOT项目，业绩有望超预期。
- **投资评级与估值：不考虑外延扩张，我们上调公司14-16年EPS至0.49、0.98和1.89元/股（考虑水美并购摊薄股本），3年CAGR 143.9%（原预计14-16EPS 0.45、0.69和0.82元/股，我们根据订单上调了收入假设）。公司前瞻环保产业政策机遇，借助上市资本平台，以核心环保装备制造实力为基础，先后切入流域生态治理、污水处理两大环保业务板块，未来还有望向农村水处理、污泥处置、固废处理、土壤修复等领域延伸，推动向环境治理综合服务商转型，战略思路清晰，业绩增长和市值成长具备高弹性。我们看好“水十条”颁布和PPP推行带来的行业扩容与估值提升，公司业绩高增确定性大，目前市值73亿，14-16年PEG 0.7倍明显低于行业平均水平，强调“增持”。**

投资案件

投资评级与估值

不考虑外延扩张，我们上调公司 14-16 年 EPS 至 0.49、0.98 和 1.89 元/股（考虑水美并购摊薄股本），3 年 CAGR 143.9%（原预计 14-16EPS0.45、0.69 和 0.82 元/股，我们根据订单上调收入假设）。公司前瞻环保产业政策机遇，借助上市资本平台，以核心环保装备制造实力为基础，先后切入流域生态治理、污水处理两大环保业务板块，未来还有望向农村水处理、污泥处置、固废处理、土壤修复等领域延伸，推动向环境治理综合服务商转型，战略思路清晰，业绩增长和市值成长具备高弹性。我们看好“水十条”颁布和 PPP 推行带来的行业扩容与估值提升，公司业绩高增确定性大，目前市值 73 亿，14-16 年 PEG 0.7 倍明显低于行业平均水平，强调“增持”。

关键假设点

预计 14-16 年营业收入 8.2、13.9 和 23.9 亿元，营业成本 6.0、10.1 和 17.2 亿元

有别于大众的认识

1. 随浙江“五水共治”施行、“水十条”即将颁布及环境税有望征收，水治理投资有望井喷。43 号文+PPP 有望释放环保市场巨大容量将带来资产重估机遇。
2. 污泥处置费纳入污水处理费征收范围并实行专款专用有望启动污泥市场兴起。公司系国内环保压滤机龙头，并购浙江疏浚和水美环保打通淤泥-污泥和污水-污泥全产业链，技术完备性强，未来有望协同推进污泥处置业务发展。
3. 战略加码河道湖泊综合治理，行业有望大幅扩容。浙江省河道总长 6 万多公里，由于水土流失和水体污染，对河道、湖泊疏浚整治需求巨大。未来公司将凭借环保疏浚领先技术和丰富工程经验，重点开拓城市河道、水源地水库、湖泊的疏浚及其水环境综合治理，市场空间有望极大拓宽。
4. 理顺水美内部机制，工业水+市政 BOT 带来业绩高弹性。随“水十条”落地、监管趋严及第三方治理推行，工业水市场有望爆发。公司理顺水美内部机制，发挥其在造纸、印染等领域龙头优势并提供资金支持和政企资源，目前订单 2.4 亿较 13 年翻番。未来还计划开拓市政 BOT 市场，业绩有望超预期。
5. 董事长挂帅坚定转型路，招兵买马扩蓝图。历史表明公司战略前瞻、激励机制灵活且资本运作实力强。本次董事长亲任总经理并积极组建环保新投管团队体现转型坚决，未来公司仍有望布局农村水、固废处置和土壤修复等新广阔市场。

股价表现的催化剂

水十条颁布；环境税征收；订单增长超预期；业绩超预期；外延扩张

核心假设风险

订单低于预期；业绩增长低于预期

目 录

引言 借助资本平台优势 转型环境治理综合服务商	5
1. 政策开启投资盛宴 水生态治理景气提升.....	6
1.1 “五水共治”引爆需求 “水十条”新空间	6
1.2 43 号文激活社会资本 PPP 引领模式创新	7
2. 以资本为纽带 构筑水环境治理生态圈	8
2.1 压滤装备制造领先 转型环保前瞻坚定	8
2.2 并购疏浚延伸产业链 打造第二增长极	10
2.3 整合水美切入工业水处理 完善版图.....	11
3. 长战略新征程 三路进兵推动跨越发展	12
3.1 技术完备一体化 瞄准污泥处置兴起.....	12
3.2 加码河道生态修复 行业有望大幅扩容	13
3.3 理顺水美内部机制 工业+市政 BOT 带来业绩高弹性	15
4. 转型水治理意志坚决 业绩高增弹性大	16
4.1 拟更名兴源环境 管理层意志坚决信心充足	16
4.2 业绩高增弹性大 外延扩张积极 增持	16

图表目录

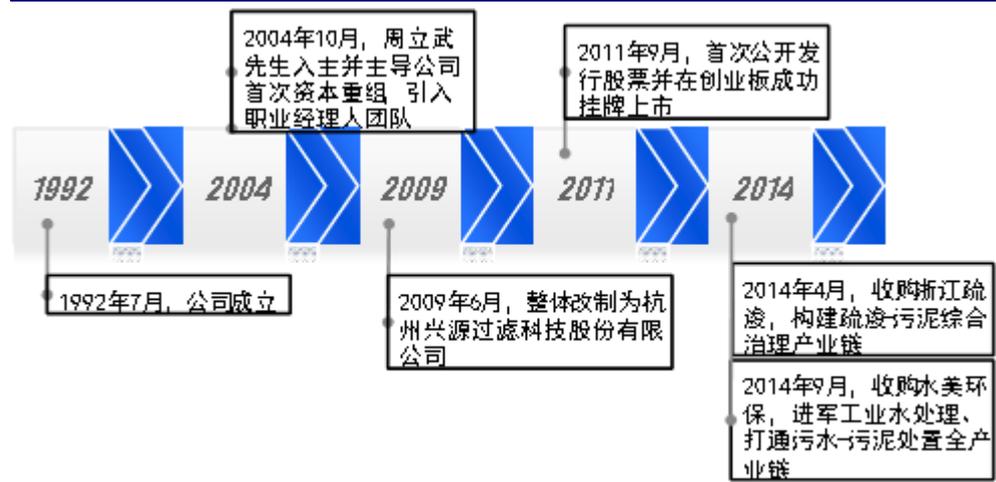
图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 14H1, 公司营业收入结构 (单位: 百万元)	5
图 3: 14H1, 公司营业毛利结构 (单位: 百万元)	5
图 4: 十二五, 流域治理分项目规划投资占比	6
图 5: 十二五, 我国重点流域规划投资占比	6
表 1: 浙江“411”重大项目计划“五水共治”项目投资规划 (单位: 亿元)	6
图 6: 水生态修复属于系统性工程	7
表 2: 水处理子领域投资需求测算 (单位: 亿元)	7
图 7: 我国基建投资仍将维持两位数增长 (单位: 万亿, %)	8
图 8: 首批国家级 PPP 示范项目分类占比 (按个数)	8
图 9: 湖南等 3 省首批 PPP 项目投资规模 (单位: 亿元)	8
图 10: 湖南等 3 省首批 PPP 示范项目环保公用类投资占比	8
表 3: 13 年, 公司获批技术标准情况	9
表 4: 公司环保装备制造水平国内领先	9
图 11: 公司压滤装备业务环保占比逐年提升	9
图 12: 13 年, 公司压滤机各业务版块收入比重	9
表 5: 公司在新兴细分领域的市场地位	10
表 6: 浙江疏浚主要竞争对手	10
图 13: 浙江疏浚装备能力占浙江省 30% (单位: 万立方米/年)	11
图 14: 浙江疏浚有望对公司业绩形成有效补充 (单位: 百万元)	11
表 7: 目前, 水美环保主要技术产品	11
图 15: 公司两大业务路线	12
表 8: 隔膜压滤机在污泥处置技术体系中占据领先优势, 市场空间广阔	12
图 16: 公司高效污泥处置系统解决方案	13
图 17: 公司压滤机产品应用在疏浚淤泥处置领域	13
图 18: 全球疏浚收入分业务比重 (2009)	13
图 19: 全球疏浚收入分国别比重 (2009)	13

图 20：公司挖泥船分体调遣技术	14
图 21：公司环保铰刀头封闭式薄层开挖技术.....	14
表 9：浙江疏浚在施工河道治理项目统计（单位：百万元）	14
图 22：整合后，水美收入利润明显提升（单位：百万元，%）	15
图 23：水美典型工程业绩类型分布	15
图 24：公司市政污水处理工艺流程图.....	15
表 10：主要股东及高管追加股份锁定.....	16
表 11：水处理上市公司主营业务比较.....	17
表 12：水处理上市公司估值比较	17
表 13：公司盈利预测表（单位：百万元）	18

引言 借助资本平台优势 转型环境治理综合服务商

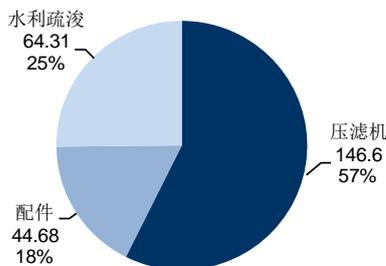
公司系以提供压滤机过滤系统集成服务为特色的制造商和服务商，为环保、化工、矿物及加工、食品、生物医药等行业提供专业的过滤系统整体解决方案。目前，公司压滤机市场份额位居国内第三，是南方最大的压滤机制造企业。09年以来，公司一直致力于向环保转型，11年创业板上市，13、14年先后并购浙江疏浚和水美环保，打通流域生态治理和污水污泥处理两大产业链，公司发展迈入新阶段。不考虑水美，公司14上半年实现主营业务收入2.56亿元，其中压滤机约占75%，水利疏浚约占25%；实现主营业务毛利0.72亿元，同比增长71.0%。未来，公司将着力推动“产品+工程”深度融合，加快实现从压滤机制造商到核心环保设备制造商、环保工程系统集成商和环境治理综合服务商的转型升级，争取实施超常规发展，逐步建立环境治理产业生态圈。

图1：公司历史沿革



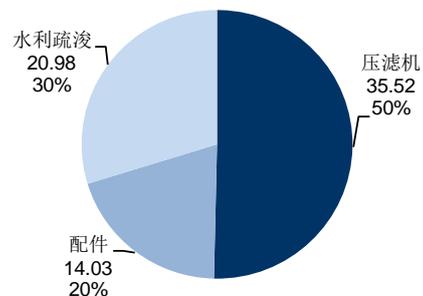
资料来源：公司公告，申万研究

图2：14H1，公司营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万研究

图3：14H1，公司营业毛利结构（单位：百万元）



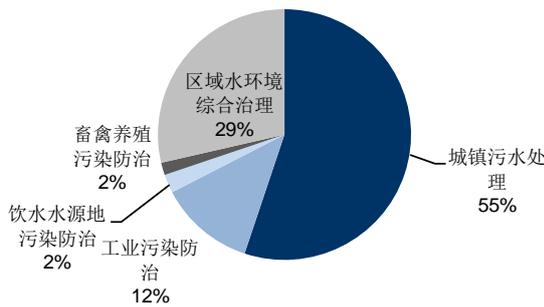
资料来源：公司公告，申万研究

1. 政策开启投资盛宴 水生态治理景气提升

1.1 “五水共治”引爆需求 “水十条”新空间

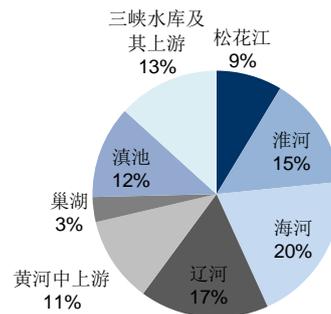
浙江“五水共治”引爆投资需求，有望为全国水治理做出表率。财政资金落实不到位，流域治理技术体系缺失，环境管理缺乏系统性协调等导致我国水生态治理收效甚微。12 年《重点流域水污染防治规划（2011-2015 年）》颁布以来，淮河流域水污染防治目前除徐州市完成进度达标之外其余各市均进展缓慢，其中南通市完成率仅 43%。浙江省地表水 I~III 类水质占比甚至由 10 年 74.3% 下降到 13 年 63.8%。在此背景下，浙江省启动“五水共治”，全面涵盖治污水、防洪水、排涝水、保供水和抓节水 5 大环节，要求 14-16 年内解决突出问题，到 18 年全面改观。浙江省 14 年“411”重大项目计划合计安排“五水共治”项目 125 个，总投资 4680 亿，计划年度投资超过 650 亿，超过 14 年“411”项目数、年度计划投资比例分别达到 14%、10%。浙江省各级机关 14 年“三公经费”预算要求削减 30% 以上以保障“五水共治”资金投入。假定 14 年投资能如期完成，那么未来 3 年年均投资额有望高达 800 亿。

图 4：十二五，流域治理分项目规划投资占比



资料来源：环保部，申万研究

图 5：十二五，我国重点流域规划投资占比



资料来源：环保部，申万研究

表 1：浙江“411”重大项目计划“五水共治”项目投资规划（单位：亿元）

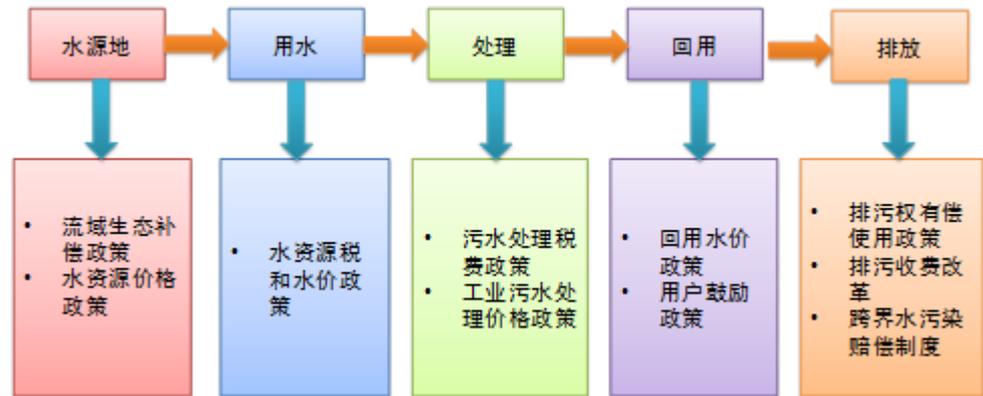
2014 目标任务	数目	总投资额	2014 年完成额
治污水	19	1721	308
防洪水	48	1593	200
排涝水	25	378	49
保供水	22	438	19
抓节水	11	550	76

资料来源：公开资料，申万研究

《水污染防治行动计划》即将出台，有望撬动投资高达 2 万亿。据悉，清洁水计划已提交国务院审议近期即将颁布，在新的治理思路下消灭劣 V 类水的目标有望实现。这是一项系统性工程，水生态综合治理有望得到统筹，并辅以资源税、排污费和价格政策等推动实施。从污染源角度看，工业水将成为本轮污水治理的核心，污泥、

农村市场也会迎来发展契机，城镇水投资增量则可能更多来自改造和回用需求。（请详见申万《环保行业 2014 下半年投资策略：政策催生水处理景气周期》2014/07/15）

图 6：水生态修复属于系统性工程



资料来源：水专项，申万研究

表 2：水处理子领域投资需求测算（单位：亿元）

子领域	投资需求	年市场规模	生命周期
工业水	改造	400	起步期
	运营	525	起步期
	新建	75	成熟期
城镇污水	改造	140	起步期-成长期
	运营	340	成熟期
	新建	200	成熟期
市政污泥	再生利用	106.5	起步期
	新建	72	起步期-成长期
	运营	80	起步期
	集中供水受益率 (%)	80	成长期-成熟期
农村水	污水新建	500	起步期
	节水灌溉	180	成长期

资料来源：环保部，申万研究

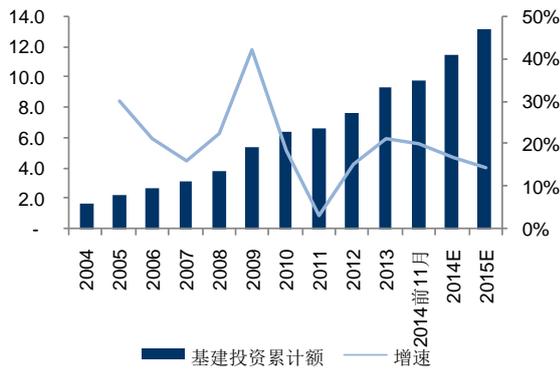
1.2 43 号文激活社会资本 PPP 引领模式创新

地方债风控力度加大，有望极大推动政府与社会资本结合。10月2日，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》，明确剥离融资平台公司政府融资职能。地方债主要投向市政公用、交通运输、生态环保等基建领域。随基建投资增长及土地转让等收入下降，地方政府有望面临巨大融资缺口。相关研究指出，15年我国地方基建投资将超过13万亿，其中约2.1万亿需要通过社会资本筹集。

PPP合作模式应运而生，示范项目带动生态环保投资扩容。12月4日，国家发改委下发《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》进一步要求政府角色从公共产

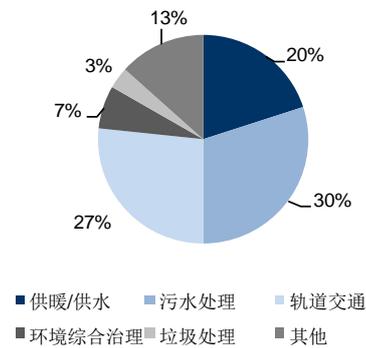
品直接“提供者”向社会资本“合作者”以及 PPP 项目“监管者”转变，政府投资要优先支持 PPP 项目。日前，财政部拟定 30 个国家级 PPP 示范项目，其中环保类项目占比超过 30%。地方推行 PPP 更不遗余力，福建、安徽、湖南等省先后出台 PPP 示范项目 100 个，拟投资总规模达 2772 亿元，其中环保公用类项目投资占比约 14%。考虑环保国家战略新兴产业地位，将来原属于封闭的市场有望逐步放开，社会资本进入规模和速度均有望加大，同时也对环保企业资金实力提出更高要求。其中，上市公司因融资渠道多元化有望更加受益，预计将成为行业并购整合的一股重要力量。

图 7：我国基建投资仍将维持两位数增长（单位：万亿，%）



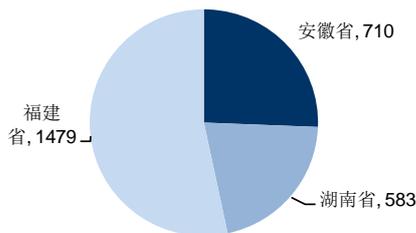
资料来源：WIND，申万研究

图 8：首批国家级 PPP 示范项目分类占比(按个数)



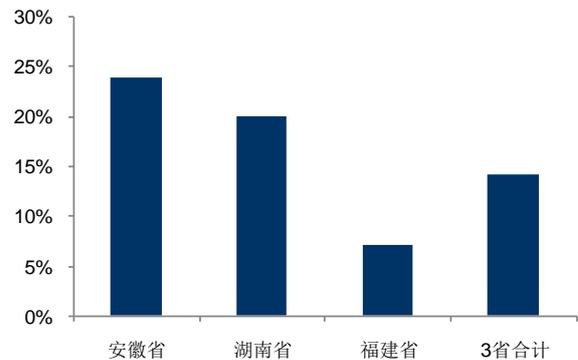
资料来源：财政部，申万研究

图 9：湖南等 3 省首批 PPP 项目投资规模（单位：亿元）



资料来源：公开资料，申万研究

图 10：湖南等 3 省首批 PPP 示范项目环保公用类投资占比



资料来源：公开资料，申万研究

2. 以资本为纽带 构筑水环境治理生态圈

2.1 压滤装备制造领先 转型环保前瞻坚定

压滤标准制定者，技术规模行业领先。公司系中国压滤机行业标准起草单位与全国压滤机标准化工作组秘书处单位，直接参与了我国机械、化工、环保、煤炭等行业

标准的编制修订工作，已主导制定行业标准 11 项，参与制定行业标准 7 项，正在主导制定已立项国家标准 3 项，主导制定行业标准 1 项。目前，公司系国内第三大、南方最大的压滤机生产商，其开发的城市污泥深度脱水干化一体机、造纸废液分离隔膜压滤机、全自动煤泥压滤机等高端装备技术已达到国际先进或国内领先水平。

表 3：13 年，公司获批技术标准情况

序号	标准编号	标准名称	标准级别	制定/修订	主导/参与
1	JB/T 4333.1-2013	厢式压滤机和板框压滤机第 1 部分：型式与基本参数	行业标准	修订	主导
2	JB/T 4333.2-2013	厢式压滤机和板框压滤机第 2 部分：技术条件	行业标准	修订	主导
3	JB/T 4333.3-2013	厢式压滤机和板框压滤机第 3 部分：滤板	行业标准	修订	参与
4	JB/T 4333.4-2013	厢式压滤机和板框压滤机第 4 部分：隔膜滤板	行业标准	修订	参与

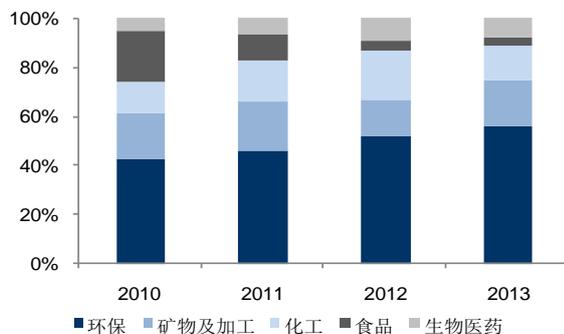
资料来源：公司公告，申万研究

表 4：公司环保装备制造水平国内领先

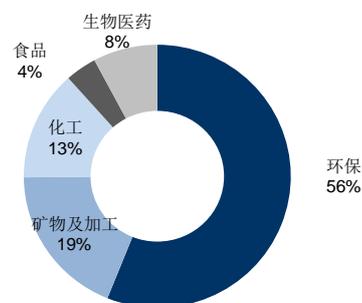
年份	事项
2010	XGZU 全自动海藻胶隔膜压滤机被列入国家重点新产品计划
2010	城市污泥高效脱水关键设备和工艺研发及示范被列入国家 863 计划
2011	XMZG 污泥深度脱水干化一体机被列入浙江省装备制造业重点领域省内首台套产品
2011	XAQH 全自动悬梁式隔膜压滤机被列入国家重点新产品计划
2011	污泥深度脱水干化一体机被列入国家火炬计划
2012	全自动快开式隔膜压滤机被列入国家火炬计划
2013	城市污水处理厂污泥处理处置技术装备产业化被列入国家水体污染控制与治理科技重大专项
2014	全自动造纸废液分离隔膜压滤机被列入浙江省省级工业新产品开发项目及浙江省装备制造业重点领域首台套产品

资料来源：公司公告，申万研究

借助装备制造优势，转型环保推动升级。09 年来，公司前瞻环保产业发展机遇，在城镇污泥、造纸污泥、疏浚污泥和建筑泥浆等领域积累了丰富的技术研发和项目实施经验，环保收入比重已由原来 30% 提升至 65% 左右，此外在海水淡化等细分市场也占据领先地位。目前，公司占地 176 亩“年产 800 台大中型隔膜压滤机及技术研发中心建设项目”和“年产 2000 台压滤机建设项目”已基本建成有望投入使用，装备制造实力大幅增强，未来有望实现由压滤机生产商向核心环保设备制造商转型升级。

图 11：公司压滤装备业务环保占比逐年提升


资料来源：公司公告，申万研究

图 12：13 年，公司压滤机各业务版块收入比重


资料来源：公开资料，申万研究

表 5：公司在新兴细分领域的市场地位

应用领域	公司市场地位	应用领域	公司市场地位
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：公司公告，申万研究

2.2 并购疏浚延伸产业链 打造第二增长极

借利“五水共治”，适时收购浙江疏浚。浙江“五水共治”为水利疏浚行业发展带来了新的投资机遇。公司围绕环保转型战略，13 年 10 月发布《现金及发行股份购买资产并募集资金报告书》拟以 3.6 亿对价收购浙江疏浚 95.0893% 股权。浙江疏浚前身可追溯浙江省水利疏浚工程处，拥有 50 年水利疏浚行业经验，具备河湖整治工程专业承包一级、堤防工程专业承包一级、航道工程专业承包二级、港口与海岸工程专业承包叁级等各类专业工程承包资质，以及船舶设计乙级资质和船舶建造二级 III 类资质。浙江疏浚目前拥有 79 艘各类工程船舶（船舶自制率达 96.2%），年疏浚能力 1200 万立方米，占浙江省内河疏浚装备能力的 30%、全国的接近 10%。本次收购已于 14 年初完成，公司正式切入河道疏浚领域并打通疏浚-淤泥处置产业链，整体装备制造实力得到显著提升，协同效益显著。

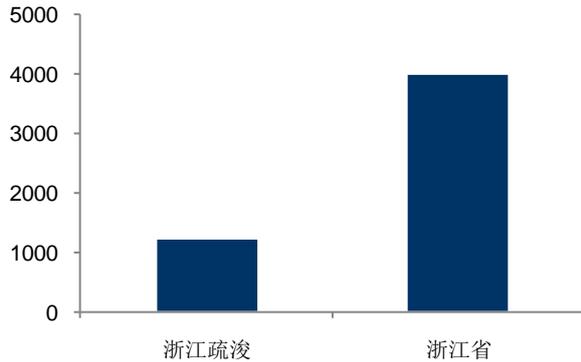
此外，疏浚并表也将对公司业绩形成有效补充。11-13 年，浙江疏浚营业收入分别达到 2.6、2.8 和 3.0 亿元实现稳步增长，净利率也基本维持在 10% 左右水平。根据承诺，14-16 年将实现净利润 2998、3011 和 3124 万元，较公司 13 年净利润增厚 1 倍以上。

表 6：浙江疏浚主要竞争对手

竞争对手名称	竞争对手资质	竞争对手领域
湖北长江清淤疏浚工程有限公司	水利水电施工总承包壹级、河湖整治、堤防工程施工专业承包壹级	各种类型水利水电工程及港航工程施工
山东省水利疏浚工程处	河湖整治工程专业承包壹级、堤防工程专业承包壹级	江河湖泊的清淤疏浚、陆地土石方机械化施工、水库堤防除险加固、基础处理，路桥市政工程施工、水工建筑物施工等。
湖南百舸疏浚股份有限公司	水利水电工程施工总承包贰级、河湖整治工程专业承包贰级、航道工程专业承包贰级	以河湖整治工程为龙头，积极开拓航道、环保、港口等施工市场，公司涉足港口、航道、围海造地等领域

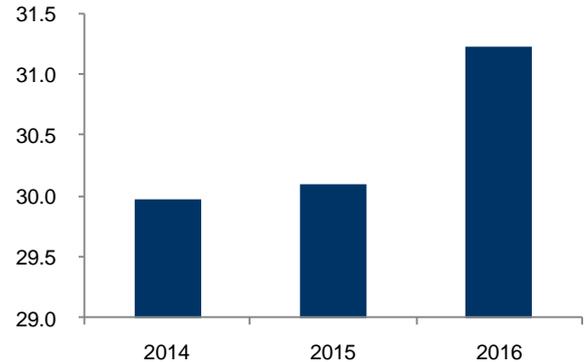
资料来源：公司公告，申万研究

图 13: 浙江疏浚装备能力占浙江省 30% (单位: 万立方米/年)



资料来源: 公司公告, 申万研究

图 14: 浙江疏浚有望对公司业绩形成有效补充 (单位: 百万元)



资料来源: 公开资料, 申万研究

2.3 整合水美切入工业水处理 完善版图

借助水美工程经验, 以高新技术开拓工业水处理市场。14 年 9 月, 公司公告拟以股票+现金方式定增收购水美环保 100% 股权, 交易对价 3.6 亿元。浙江水美专注于为客户提供成熟有效的污水处理整体解决方案, 先后引进荷兰 PAQUES. BV 的 UASB (上流式厌氧污泥床) 技术、美国 Air Products A/O、A2/O 生物筛选技术等多项国外先进环保技术, 并自主研发了 FENTON 高级氧化等领先工艺。20 多年来以高新环保技术开拓市场完成国内外废水处理工程项目 300 余项, 在造纸、印染、化纤等工业污水处理和再生水回用领域积累了丰富的项目经验和品牌知名度。其中, 公司承担了全国前 10 名重点造纸企业中 6 家企业如宁波中华纸业、江苏金东纸业、玖龙纸业等的废水处理工程, 竞争优势明显。

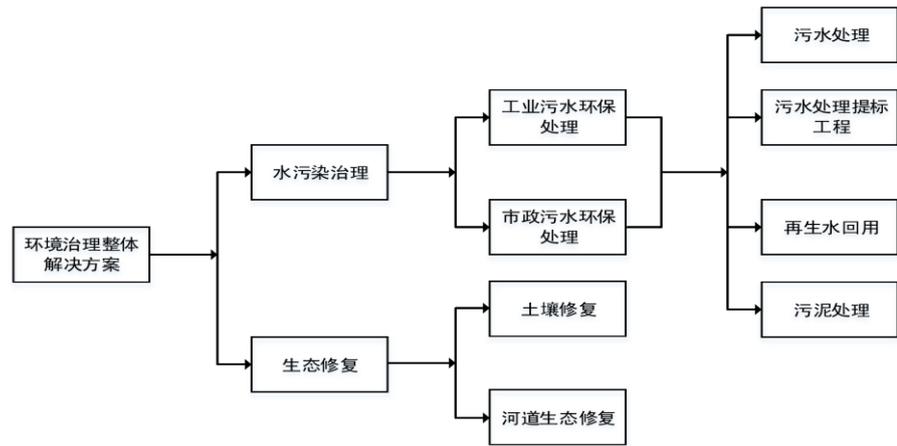
表 7: 目前, 水美环保主要技术产品

序号	产品名称	技术水平	使用情况
1	生物处理池排泥技术	国内领先	产业化
2	造纸废水二段 A/O 处理技术	国内领先	产业化
3	造纸废水再生回用技术	国内领先	产业化
4	印染废水再生回用技术	国内领先	产业化
5	高浓度有机废水内循环厌氧处理技术 (SMART -II)	国内领先	产业化
6	新型 EGSB 厌氧反应器 (SMART -I)	国内领先	产业化
7	一体化 Fenton 高级氧化技术	国内领先	产业化

资料来源: 公司公告, 申万研究

环保地图进一步完善, 为转型水环境治理综合服务商奠定基础。上述交易日前已获证监会审核通过, 公司由此打通污水-污泥处理全产业链, 技术实力和工程施工能力均得到大幅充实。未来, 公司将充分利用资本平台优势、环保装备先进制造技术和行业影响力, 采取内生增长与外延式扩张并举策略, 沿流域生态修复和水污染治理两大主线, 不断丰满现有业务体系, 加快转型环境治理综合服务商, 争取实施超常规发展, 逐步建立环境治理产业生态圈。

图 15: 公司两大业务路线



资料来源: 公司公告, 申万研究

3. 长战略新征程 三路进兵推动跨越发展

3.1 技术完备一体化 瞄准污泥处置兴起

污泥处置“十二五”末有望启动，将带动环保压滤市场景气。行业长期“重水轻泥”导致污泥处置发展滞后，现阶段以农用、填埋为主，处置效果差，二次污染严重。目前市政污泥安全处置率小于 35%，远低于 15 年达到 70% 目标。随污泥处置纳入污水处理费征收范围，外加产业链投资下延，污泥处置市场有望提速，未来 5 年累计投资规模有望达 360 亿，18 年后运营规模有望达百亿。这为以隔膜压滤机为代表的高效污泥处理设备使用带来广阔发展空间。相比带式 and 离心压滤机，隔膜压滤机脱水污泥体积减少 50% 以上，电耗降低 30% 以上，脱水污泥呈固态减少运输过程中渗滤液“二次污染”，节能减排效果显著，且目前市占率低仅 6% 具备较大提升空间。

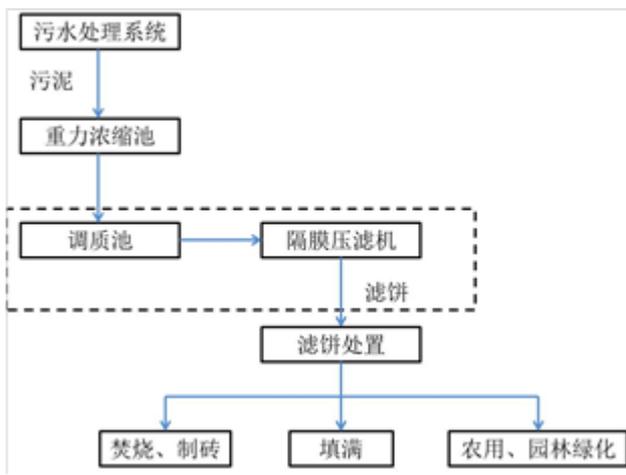
表 8: 隔膜压滤机在污泥处置技术体系中占据领先优势，市场空间广阔

设备类型	粒径	粒度分布	可压缩性	脱水方法	脱水效果(滤饼含水率)	目前使用占比
隔膜压滤机	较小(低于 1mm 以下)	无要求	无要求	隔膜压榨法	40-58%	6%
带式压榨机	较小(低于 1mm 以下)	无要求	较好	带式挤压法	75-83%	65%
离心机	较大(高于 0.5mm 低于 1.5mm)	较集中	无要求	离心脱水法	75-80%	22%

资料来源: 公司公告, 申万研究

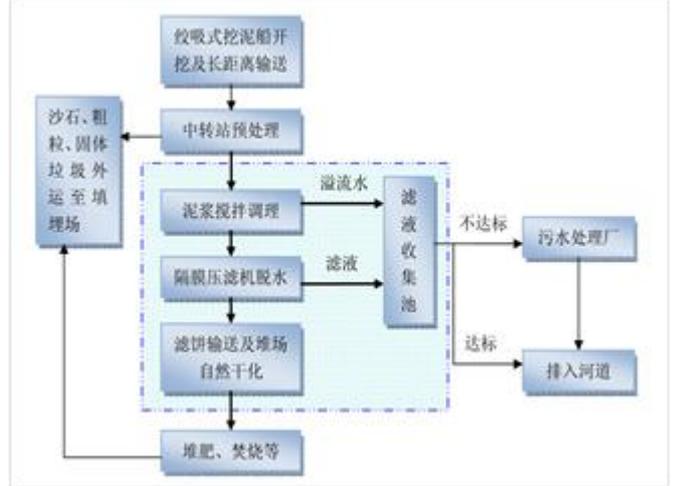
技术完备一体化，环保污泥处理占据先机。公司系国内最早使用隔膜压滤机的企业，装备制造大型化、自动化已接近国际先进水平。近年来，公司从压滤制造技术研发，向物料预处理、系统控制研发延伸，形成对压滤机过滤系统各环节先进技术全覆盖，在国内率先实现了由压滤机制造商向压滤机系统集成服务商转型升级。未来，公司有望借助浙江疏浚和水美环保工程技术实力和全产业链优势，协同推广压滤设备销售，实现产品与工程的深度融合。

图 16：公司高效污泥处置系统解决方案



资料来源：公司公告，申万研究

图 17：公司压滤机产品应用在疏浚淤泥处置领域

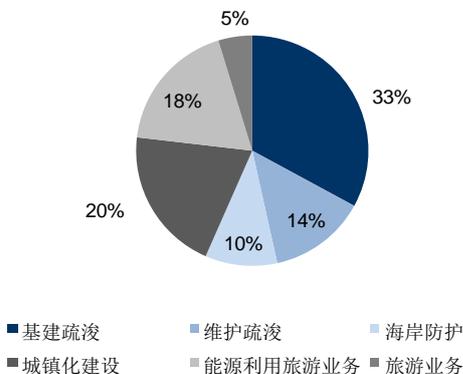


资料来源：公开资料，申万研究

3.2 加码河道生态修复 行业有望大幅扩容

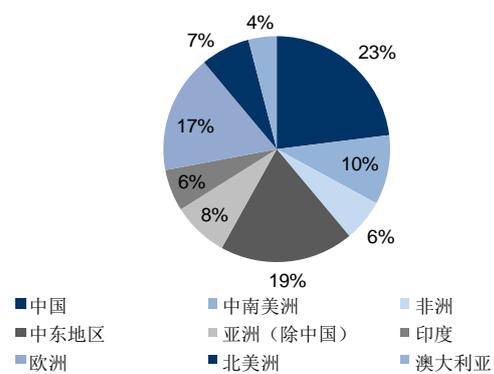
环保疏浚逐步兴起，河道生态修复空间广阔。传统河道疏浚主要目的在于利用施工船舶开挖河流或海湾浅段的泥沙，以提高航道通航或排洪能力。IADC 数据显示，09 年我国疏浚行业收入基本来自于基建疏浚、维护疏浚和吹填工程，而海岸防护、城市化建设、能源利用和旅游等形成的疏浚业务新领域与国外相比仍存在较大差距。近年来，随我国疏浚装备和技术水平进步，逐渐出现了复合功能的疏浚工程和专门以环保为主题的疏浚施工项目。威海高区 2010 年启动投资 5200 万对初村镇 2 条主河 9 条支流进行生态修复，具体包括“清污、疏浚、蓄水、修复”等工序；浙江龙游县“十二五”计划投资 6.62 亿元整治河道 322 公里；杭州 13 年也计划开工整治 30 条河道，推广生态治理。浙江省自北至南有苕溪、运河、钱塘江、甬江、椒江、瓯江、飞云江和鳌江等主要水系，以及众多独流入海和出省的小流域，总长度 6 万多公里，由于水土流失和水体污染，对河道、湖泊疏浚整治需求巨大。

图 18：全球疏浚收入分业务比重（2009）



资料来源：公司公告，申万研究

图 19：全球疏浚收入分国别比重（2009）



资料来源：公司公告，申万研究

借助环保疏浚领先技术深耕河湖生态治理，行业有望大幅扩容。我国水系特征多变复杂，不同区域水系疏浚工程需要相应的专业设备，浙江疏浚针对此开发了多种型号的挖泥船，近年来又从荷兰 IHC 公司引进具有国际先进水平的大海狸 4012、4010、4008 系列的斗轮、绞吸式挖泥船，研制了挖泥船分体调遣、环保铰刀头封闭式薄层开挖、疏浚土方远距离全封闭输送等领先工艺，实现了 GPS 定位、实施监控和精准开挖，使“浙江疏浚”发展成了国内一流的水环境治理专业公司。多年来转战浙、沪、苏、湘等地，先后承接太浦河治理工程、京杭运河航道改造工程、杭州西湖生态清淤工程、湖州市环城河清淤工程、温岭市五湾河整治工程、浙东海塘工程等国家、省、市重点项目，工程优良率达 90% 以上。未来，公司将凭借在环保疏浚上的领先技术和丰富工程经验，重点开拓城市河道、水源地水库、湖泊的疏浚及其水环境综合治理，市场空间有望极大扩张。

图 20：公司挖泥船分体调遣技术



资料来源：公司公告，申万研究

图 21：公司环保铰刀头封闭式薄层开挖技术



资料来源：公司公告，申万研究

表 9：浙江疏浚在施工河道治理项目统计（单位：百万元）

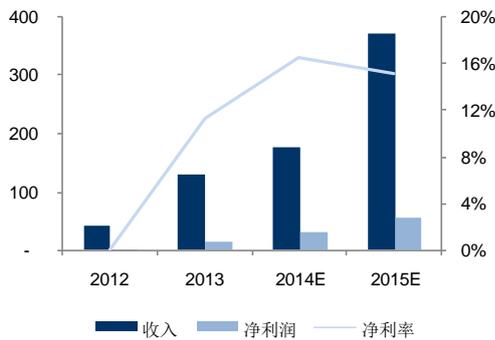
在施工项目	中标价格	合同开工时间	合同完工时间
太嘉河工程施工 2 标（幻溇港顿塘～练市塘段）	128.9	2014/8/22	2017/8/22
乐清市乐瑄运河清淤工程（第二次）施工	86.1	2014/5/14	2015/5/13
茗溪清水入湖河道整治导流港清淤工程（湖州市区段）	85.1	2014/5/27	2015/5/27
太嘉河工程试验段河道工程	77.4	2011/12/27	2013/6/26
茗溪清水入湖河道整治导流港清淤工程（德清段）	44.7	2014/5/28	2015/5/27
中小河流治理重点县综合治理及水系连通试点德清县新安镇项目区工程	19.1	2013/6/1	2014/7/25
中小河流治理重点县综合整治及水系连通试点德清县雷甸镇项目区工程 X 标段	12.4	2014/7/20	2015/9/19
海宁市黄山港宁袁塘治理工程	8.6	2013/12/30	2014/8/30
乐清市虹桥流域东干河清淤工程	8.6	2014/8/1	2015/7/26
中小河流治理重点县综合整治和水系连通试点余杭区三白潭项目区	7.7	2013/7/25	2014/1/20
合计	478.7		

资料来源：政府官网，申万研究

3.3 理顺水美内部机制 工业+市政 BOT 带来业绩高弹性

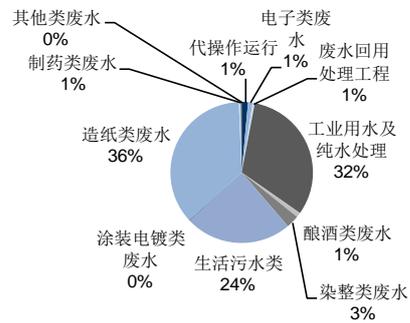
理顺水美内部机制，资源整合推动市占率提升。水美环保系我国印染、造纸等工业水处理龙头，12年营业收入只有4000万，净利润只有1.27万，主要由于原股东台资背景市场拓展能力有限，且与管理层在发展战略上不一致，投入资本金不足，外加企业融资不畅，业务规模受到明显限制。集团看中水美环保技术实力、工程经验和战略意义，13年并购进行资源整合，订单量大幅增加，当年创收1.3亿元，创利1464万元。目前，公司在手订单2.4亿元，较13年翻番，足以支撑15年业绩高增长。随“水十条”即将出台、监管趋严及第三方治理推行，公司工业水订单有望进一步爆发。

图 22：整合后，水美收入利润明显提升（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，申万研究

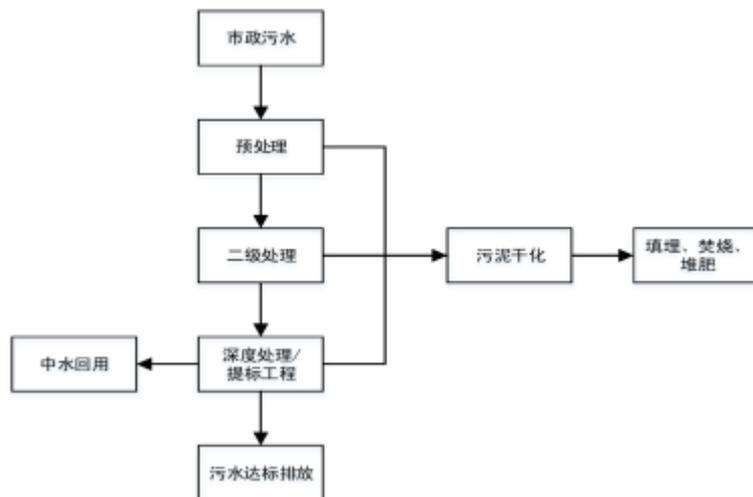
图 23：水美典型工程业绩类型分布



资料来源：公司公告，申万研究

加码市政业绩高弹性值得期待，模式有望从 EPC 向 BOT 延伸。水美环保针对市政水处理开发了预处理、二级处理、深度处理、污泥干化等全套工艺流程，每个环节都有相应国内领先处理技术（如多点进水倒置 A²/O 工艺、Turbotec 污泥处理工艺）。多年来完成市政典型工程 5 项，总处理规模近 50 万方/日，具备了提供整体解决方案实力和大型工程经验，未来将藉此积极参与竞标市政 BOT，业绩有望高弹性。

图 24：公司市政污水处理工艺流程图



资料来源：公司公告，申万研究

4. 转型水治理意志坚决 业绩高增弹性大

4.1 拟更名兴源环境 管理层意志坚决信心充足

拟更名兴源环境，董事长入主彰显决心。04年，公司资金链断裂濒临破产，现任董事长周立武先生抓住机遇入主并引入职业经理人团队，通过一系列机制创新同时加大技术研发将公司打造成为压滤机龙头。09年，公司前瞻污泥市场机遇，制定了向环保转型的战略规划。11年上市后资金实力得到进一步充实，13、14年把握水处理行业发展机遇连续收购浙江疏浚和水美环保，切入流域生态治理和污水处理。随14年5月周立武先生亲自挂帅总经理，12月申请更名“兴源环境科技股份有限公司”，公司向水环保企业转型进一步明确坚定。目前，公司正积极网罗环保高级人才，组建新的项目投资管理团队，以应对水治理行业高度景气和格局快速变化带来的重大机遇。

股东追加股份锁定表明对公司前景充满信心。14年10月，公司发布《关于完成部分股东追加股份锁定的公告》，兴源控股、韩肖芳、徐孝雅、张正洪、陈彬、张鹏等主要股东拟将其持有的合计6956.4万股限售股股份解禁日期延长锁定1年至15年9月29日。考虑14年高达80倍PE估值，这表明股东对公司未来业绩大幅增长的充分信心。

表 10：主要股东及高管追加股份锁定

股东名称	追加承诺涉及股份		延长锁定期后的限售截止日	设定的最低减持价	上市公司任职
	持股数（百万股）	持股比例%			
兴源控股	57.6	37.5	2015-09-29	无	控股股东
韩肖芳	6.6	4.3	2015-09-29	无	董事长夫人
徐孝雅	2.0	1.3	2015-09-29	无	董事，副总，董秘
张正洪	0.5	0.4	2015-09-29	无	监事会主席
陈彬	2.0	1.3	2015-09-29	无	原副总经理
张鹏	0.8	0.5	2015-09-29	无	原副总经理
合计	69.6	45.2			

资料来源：公司公告，申万研究

4.2 业绩高增弹性大 外延扩张积极 增持

不考虑外延扩张，我们上调公司14-16年EPS至0.49、0.98和1.89元/股（考虑水美并购摊薄股本），3年CAGR 143.9%（原预计14-16EPS0.45、0.69和0.82元/股，3年CAGR 62.8%，我们根据订单上调了收入假设）。公司前瞻环保产业政策机遇，借助上市资本平台，以核心环保装备制造实力为基础，先后切入流域生态治理、污水处理两大环保业务板块，未来还有望向农村水处理、污泥处置、固废处理、土壤修复等领域延伸，推动向环境治理综合服务商转型，战略思路清晰，业绩增长和市值

成长具备高弹性。我们看好“水十条”颁布和PPP推行带来的行业扩容与估值提升，公司业绩高增确定性高，目前市值73亿，14-16年PEG 0.7倍明显低于行业平均水平，强调“增持”。

表 11：水处理上市公司主营业务比较

证券代码	国内企业	工业水	市政水	农村水	污泥处置	河道整治
300070.SZ	碧水源		●			
600187.SH	国中水务			●		
300172.SZ	中电环保	●	●		●	
300262.SZ	巴安水务		●		●	●
300055.SZ	万邦达	●				
300266.SZ	兴源过滤	●	●		●	●

资料来源：公司公告，申万研究

表 12：水处理上市公司估值比较

证券代码	证券名称	最新股价	13EPS	14EPS	15EPS	16EPS	13PE	14PE	15PE	16PE	3年 CAGR	PEG
300070.SZ	碧水源	35.6	0.94	1.11	1.45	2.03	37.9	32.1	24.6	17.5	29.3%	1.1
600187.SH	国中水务	6.8	0.10	0.15	0.23	0.33	68.8	45.2	29.3	20.2	50.6%	0.9
300172.SZ	中电环保	21.7	0.41	0.51	0.64	0.82	53.1	42.4	33.8	26.5	26.0%	1.6
300262.SZ	巴安水务	19.9	0.24	0.34	0.53	0.76	83.0	58.1	37.5	26.0	47.2%	1.2
300055.SZ	万邦达	46.7	0.57	0.79	1.27	1.62	81.9	59.1	36.8	28.8	41.9%	1.4
300266.SZ	兴源过滤	47.2	0.13	0.49	0.99	1.89	363.1	96.3	48.2	25.0	143.9%	0.7
	平均						64.9	55.5	35.0	24.0	56.4%	1.2

资料来源：公司公告，申万研究

表 13：公司盈利预测表（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	312	294	322	824	1,385	2,389
二、营业总成本	267	260	300	728	1,184	2,008
其中：营业成本	212	204	238	601	1,005	1,722
营业税金及附加	1	1	2	12	19	31
销售费用	20	18	20	23	30	48
管理费用	29	37	39	68	104	172
财务费用	2	(3)	(3)	4	9	11
资产减值损失	2	3	3	20	16	24
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	46	34	22	96	201	381
加：营业外收入	8	10	3	7	3	5
减：营业外支出	0	0	0	1	1	0
四、利润总额	54	44	25	102	203	386
减：所得税	8	6	3	18	36	67
五、净利润	46	39	22	83	167	319
少数股东损益	0	0	0	2	4	6
归属于母公司所有者的净利润	46	39	22	81	163	313
六、基本每股收益	1.02	0.43	0.19	0.70	1.40	2.69
全面摊薄每股收益	0.28	0.23	0.13	0.49	0.98	1.89

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。