

水处理产业链不断延伸开拓，中期业绩增长

投资要点

- 2017年上半年业绩高增长，主要来自于子公司并表。**公司今年上半年实现营业收入3.08亿元，同比增长49.65%，归母净利润2843.91亿元，同比增长68.78%，EPS0.13元，同比增长44.46%。公司业绩同比大涨主要来自于西安安得、同生环境并表。
- 公司基本情况介绍。**公司是国内最大的水处理剂专业生产、研发、服务企业之一，具有6万吨水处理剂产能，主要产品有HEDP、亚磷酸固体、ATMP等水处理剂产品和氯甲烷产品，其他产品为甲醇、破乳剂干剂、1227等。通过并购，目前公司的核心业务拓展为三块：水处理药剂生产与研发、生活污水处理和工业污水处理。公司将全力打造以清水源本部为核心的水处理药剂生产、研发板块，以同生环境公司为核心的市政污水工程投资、建设、运营、污水处理厂升级改造、垃圾渗滤液处理、河道治理板块，以清水源(上海)环保科技有限公司为核心的工业污水、脱硫废水零排放工程、固废处理板块，以安得科技为核心的水处理剂的终端应用板块，四大板块资源共享、互为支撑，齐头并进。
- 水处理剂行业业务表现一般。**今年上半年水处理剂产品收入1.20亿元，同比下降27.82%，毛利率提升3.69个百分点至26.99%，氯甲烷产品收入2960万元，同比增长52.25%，毛利率下降3.17个百分点至34.82%。
- 期间费用率增长可控，盈利能力提升，但资产周转率下降。**公司期间费用率总体可控，今年上半年期间费用率17.31%，比一季报下降3.15个百分点。由于环保类业务的并表，其毛利率在40%以上，故今年上半年销售毛利率30.03%，好于去年同期的23.17%，净利润率9.24%，好于去年同期的8.20%，来自于并表的业务盈利能力较好。但是公司的资产周转率由0.41次降至0.19次，主要原因还是收入增速不够大，预计未来随着新产能的投放和业务的开展，总资产周转率有望提升。
- 两家子公司并表，贡献全年业绩增量。**2016年公司完成收购河南同生环境工程有限公司后，初步打造了一体化水处理服务模式。同生环境是一家河南省内水环境服务领域资质全面、成长性良好的企业，承建的伊川第二污水处理厂是河南省首家地下全埋式污水处理厂，原股东方的业绩承诺是2016-2018年扣非后归母净利润不低于3520万元、5600万元、6680万元。2016年同生环境在7

西南证券研究发展中心

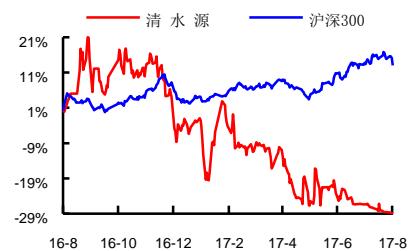
分析师：商艾华
执业证号：S1250513070003
电话：021-50755259
邮箱：shah@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
邮箱：hjw@swsc.com.cn

联系人：徐文浩
电话：010-57631196
邮箱：xuwenh@swsc.com.cn

联系人：李海勇
电话：0755-23605349
邮箱：lihaiy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.18
流通A股(亿股)	0.81
52周内股价区间(元)	17.55-30.04
总市值(亿元)	38.32
总资产(亿元)	16.96
每股净资产(元)	5.45

相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	478.77	581.77	735.58	897.01
增长率	20.28%	21.51%	26.44%	21.95%
归属母公司净利润(百万元)	45.24	69.49	79.57	91.63
增长率	15.63%	53.62%	14.50%	15.15%
每股收益EPS(元)	0.21	0.32	0.36	0.42
净资产收益率ROE	3.84%	5.61%	6.10%	6.64%
PE	85	55	48	42
PB	3.25	3.09	2.94	2.78

数据来源：Wind, 西南证券

月实现并表，贡献上市公司的净利润为 2531.48 万元，2016 年完成业绩考核目标。今年上半年，河南同生实现营业收入 6190.76 万元，净利润 1773.70 万元。2017 年 1 月，公司收购了陕西安得科技 51% 的股权，2017 年 7 月，公司收购了剩余 49% 股权，其中原股东方的业绩承诺为 2017-2019 年扣除非经常性损益前后归属于母公司股东所有的净利润的孰低值不低于 2300 万、2700 万、3200 万，本次业绩承诺标准高于之前收购 51% 股权时候的业绩承诺标准。今年上半年，陕西安得贡献收入 4567.16 万元，净利润 775.78 万元。

- **募投项目今年年底投产，贡献未来业绩增量。**公司 3 万吨的水处理剂产品的募投项目预计今年 12 月完工，公司产能将增加 50%，预计其产能将缓慢释放，将贡献未来 3 年的业绩。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.32 元、0.36 元、0.42 元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**并购标的业绩不达预期的风险，市场需求下滑的风险，水处理剂行业竞争加剧的风险，募投项目达产进度或不及预期的风险。

关键假设：

假设 1：公司 3 万吨水处理剂募投项目 2017 年底达产，2018、2019 年贡献销量 1.5 万吨、2 万吨；

假设 2：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	478.8	581.8	735.6	897.0
	增速	20.3%	21.5%	26.4%	21.9%
	成本	351.4	405.2	516.4	630.5
	毛利率	26.6%	30.3%	29.8%	29.7%
水处理剂产品	收入	335.00	278.05	375.36	469.20
	增速	10.7%	-17.0%	35.0%	25.0%
	成本	258.03	214.10	289.03	361.29
	毛利率	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
氯甲烷	收入	39.39	59.08	70.90	85.08
	增速	-16.4%	50.0%	20.0%	20.0%
	成本	28.20	38.40	47.50	57.00
	毛利率	28.4%	35.0%	33.0%	33.0%
环保类业务	收入	78.67	216.35	259.62	311.54
	增速		175.0%	20.0%	20.0%
	成本	46.12	129.81	155.77	186.93
	毛利率	41.4%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	25.72	28.29	29.70	31.19
	增速	-46.6%	10.0%	5.0%	5.0%
	成本	19.00	22.91	24.06	25.26
	毛利率	26.1%	19.0%	19.0%	19.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	478.77	581.77	735.58	897.01	净利润	45.24	69.49	79.57	91.63
营业成本	351.36	405.22	516.36	630.48	折旧与摊销	19.00	21.22	25.83	29.00
营业税金及附加	3.25	3.36	4.40	6.19	财务费用	-0.91	-5.24	-6.43	-7.63
销售费用	33.55	43.63	55.17	67.28	资产减值损失	2.32	5.00	5.00	5.00
管理费用	37.85	51.78	65.47	79.83	经营营运资本变动	17.30	-48.13	-46.14	-43.89
财务费用	-0.91	-5.24	-6.43	-7.63	其他	-55.56	-5.00	-3.00	-6.00
资产减值损失	2.32	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	27.39	37.34	61.21	76.15
投资收益	2.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	-509.40	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	301.14	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-208.25	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	54.20	78.01	90.63	104.46	短期借款	100.00	-100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.92	3.67	2.89	3.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	56.12	81.68	93.52	107.70	股权融资	721.05	0.00	0.00	0.00
所得税	10.88	12.19	13.95	16.07	支付股利	-10.01	-9.05	-13.90	-15.91
净利润	45.24	69.49	79.57	91.63	其他	-452.66	5.02	6.43	7.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	358.39	-104.03	-7.47	-8.29
归属母公司股东净利润	45.24	69.49	79.57	91.63	现金流量净额	177.63	-116.69	3.73	17.87
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	332.14	215.46	219.19	237.06	成长能力				
应收和预付款项	152.49	152.63	202.91	248.98	销售收入增长率	20.28%	21.51%	26.44%	21.95%
存货	171.65	197.96	250.26	307.01	营业利润增长率	37.98%	43.93%	16.19%	15.26%
其他流动资产	6.64	8.07	9.90	11.75	净利润增长率	15.63%	53.62%	14.50%	15.15%
长期股权投资	80.69	80.69	80.69	80.69	EBITDA 增长率	37.05%	30.01%	17.08%	14.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	191.77	223.95	251.51	275.90	毛利率	26.61%	30.35%	29.80%	29.71%
无形资产和开发支出	538.72	535.50	532.27	529.04	三费率	14.72%	15.50%	15.50%	15.50%
其他非流动资产	19.18	19.02	18.85	18.69	净利率	9.45%	11.95%	11.15%	10.81%
资产总计	1493.29	1433.28	1553.34	1680.87	ROE	3.84%	5.61%	6.10%	6.64%
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.03%	4.85%	5.12%	5.45%
应付和预收款项	147.34	118.81	162.29	204.93	ROIC	7.19%	6.58%	7.01%	7.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.10%	16.16%	15.41%	14.85%
其他负债	67.02	75.17	90.25	105.20	营运能力				
负债合计	314.36	193.98	248.37	300.18	总资产周转率	0.49	0.40	0.48	0.52
股本	218.32	218.32	218.32	218.32	固定资产周转率	4.19	3.15	3.09	3.40
资本公积	734.16	734.16	734.16	734.16	应收账款周转率	6.19	5.94	6.59	6.25
留存收益	226.37	286.81	352.49	428.20	存货周转率	3.34	2.19	2.29	2.25
归属母公司股东权益	1178.94	1239.30	1304.97	1380.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1178.94	1239.30	1304.97	1380.68	资产负债率	21.05%	13.53%	15.99%	17.86%
负债和股东权益合计	1493.29	1433.28	1553.34	1680.87	带息债务/总负债	31.81%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	2.20	3.17	2.85	2.70
EBITDA	72.29	93.99	110.04	125.84	速动比率	1.63	2.08	1.81	1.69
PE	84.70	55.14	48.15	41.82	股利支付率	22.12%	13.02%	17.47%	17.37%
PB	3.25	3.09	2.94	2.78	每股指标				
PS	8.00	6.59	5.21	4.27	每股收益	0.21	0.32	0.36	0.42
EV/EBITDA	49.55	38.29	32.67	28.43	每股净资产	5.40	5.68	5.98	6.32
股息率	0.26%	0.24%	0.36%	0.42%	每股经营现金	0.13	0.17	0.28	0.35
					每股股利	0.05	0.04	0.06	0.07

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn