

上海洗霸 (603200.SH)

公用事业与环保产业

评级：买入 首次评级

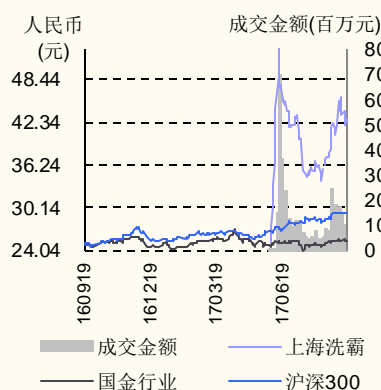
公司深度研究

市场价格(人民币): 42.90 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	18.43
总市值(百万元)	3,162.59
年内股价最高最低(元)	52.73/24.98
沪深 300 指数	3831.30
上证指数	3353.62



工业水处理解决方案提供商， 受益环保趋严下工业环保需求提升

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.766	1.072	0.933	1.158	1.457
每股净资产(元)	5.65	6.72	7.96	9.51	11.45
每股经营性现金流(元)	0.25	1.50	0.68	0.39	2.48
市盈率(倍)	0.00	0.00	45.98	37.06	29.44
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-12.67%	40.03%	16.05%	24.08%	25.89%
净资产收益率(%)	13.56%	15.95%	15.62%	16.24%	16.97%
总股本(百万股)	55.29	55.29	73.72	73.72	73.72

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

投资逻辑

- **水处理药剂服务提供商，营收稳健增长，并拓展工程业务。**公司为国内领先的以药剂为主要处理手段的工业水处理服务提供商，公司通过水质分析、配方开发定制药剂解决方案，通过自动加药设备与水处理系统运行管理为客户提供综合性水处理服务方案，并拓展至 EPC、BOT 等模式的工程项目。16 年公司实现收入 2.96 亿元 (+21.4%)，其中化学品销售服务、水处理运营管理分别为 1 亿、1.25 亿元；分行业看，石化、汽车、钢铁分别贡献 26%、23%、16%；净利 0.59 亿元 (+40%)，净利率超 20%。17H1 实现净利 0.29 亿元 (+16%)。公司为轻资产模式，运营收入占比高达 40%；资产质量好，ROE17%、ROA16%；加杠杆空间大，资产负债率低至 10%，增发后在手现金 5 亿，为外延作支撑。
- **公司工业水处理经验充足，且开拓多行业大客户能力强。竞争优势：1) 整体服务水平及行业经验：**公司与企业龙头保持长期合作关系，前五大客户除上汽外服务期均超 10 年，16 年前五大客户集中度 62%。企业客户，尤其是国企更注重环保成效，因而不会轻易更换环保服务提供商。另外为避免单一上游客户所处行业周期影响，公司近年拓展多领域行业大客户：工业领域有钢铁（2014 青岛钢铁搬迁工程、2016 埃塞俄比亚工业园区）、化工（2014 中石化元坝项目）、汽车（2015 大众 6 个整车厂、上汽变速器），民用领域有厦门 PPP 项目、商超风管清洗业务等。**2) 配方的技术优势：**公司拥有 37 项专利，可处理工艺用水、循环水等，且技术储备丰富，有助拓展医药、电力等其他工业污水行业。
- **国家推行第三方治理，环保高压下工业水处理市场空间 750 亿。**8 月环保部发布文件，鼓励引入第三方治理单位对区内企业污水一体化集中治理。且从前三批环保督察的反馈结果来看，工业企业环保达标比例仅为 40%；水污染尤其严重，主要集中于石化、钢铁、有色等行业。我们认为在环保高压下，工业环保治水需求急剧提升，且工业企业“退城入园”是趋势。而第三方治理单位专业性强、权责明确，将迅速发展。我们按工业废水处理量 440 亿吨/年、处理价 1.7 元/吨估算，2017 年工业水处理行业市场空间 750 亿元。
- **公司客户均各领域龙头，受益于上游行业订单向龙头靠拢的大趋势。**在供给侧改革下，钢铁、石化等行业盈利能力改善、造纸行业复苏，且受关停“散

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

乱污”、环保限产影响催化下，订单向行业龙头靠拢，进而龙头废水处理需求量增加。公司深耕钢铁、石化、造纸、汽车等行业，客户均为各行业龙头（中石化、宝钢、武钢、金光、上汽），短期看，受益于行业龙头水处理需求增加；长期来看，公司凭借长久客户关系、技术优势有望把握住工业水处理增量。

投资建议

- 公司是国内领先的化学水处理服务商，客户长期稳定（前五大占比 62%、合同三年）且新客户开拓能力强（14 开拓石化、15 开拓汽车、17 重回造纸）。受益于工业环保和第三方运营市场的进一步打开，预计 17/18/19 年 EPS 为 0.93、1.16、1.46 元，PE 为 46、37、29 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 客户所处行业大多为周期行业，因而受周期影响过大；对单一大客户依赖性过强，若合同无法续签将影响营收；新客户开拓能力不达预期。

内容目录

上海洗霸：以药剂为处理手段的工业水处理服务提供商	5
公司客户均为行业龙头，受益于上游行业订单向龙头靠拢的大趋势	7
公司客户为各行业龙头，服务期长，关系稳定	7
国家推行第三方治理，环保高压下工业水处理市场空间 750 亿	10
公司技术实力强、项目经验丰富，在行业竞争中占据优势	11
行业集中度低，竞争对手主要为纳尔科（Nalco）、GE、江海环保、多佳 ...	12
未来有望继续拓展存量客户及新客户	12
“药剂解决方案”+“水处理系统运营”，拓展 EPC 工程	12
2016 年公司汽车、石化行业占营收一半	12
公司业务可分为药剂解决方案、系统运营、风管清洗三大块。	13
业务毛利率 40% 以上，未来保持平稳态势	17
盈利预测	18
投资建议	19
风险提示	19

图表目录

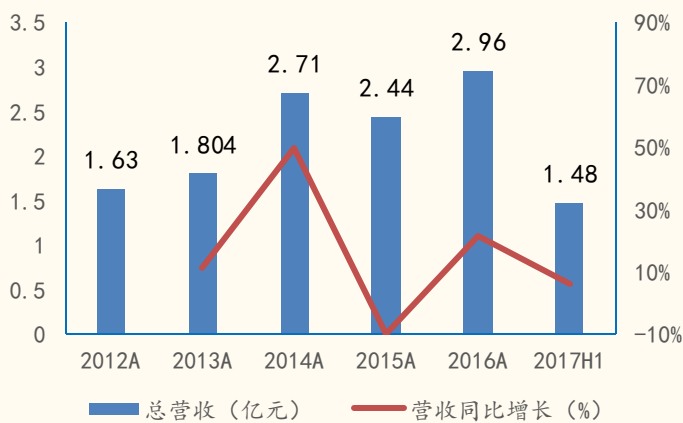
图表 1：2016、17H1 营收增速分别为 21.4%、9%	5
图表 2：2016、17H1 净利增速分别为 40%、16%	5
图表 3：公司股权结构	6
图表 4：2012-2016 年水处理技术与整体解决方案服务营收及毛利率情况	6
图表 5：2012-2017H1 公司费用支出情况（万元）	7
图表 6：2012-2017H1 经营性现金流（万元）	7
图表 7：2014-2016 年内地各地区营收情况（万元）	7
图表 8：公司为重要客户服务超过十年	8
图表 9：2016 年公司前五大客户集中度 62%	8
图表 10：公司前五大客户合同情况（截至 17 年 5 月）	9
图表 11：2020 年钢铁、石化、造纸废水处理费 750 亿元	11
图表 12：国家连续出台水处理产业相关政策	11
图表 13：2016 年公司汽车、石化行业占营收一半	13
图表 14：2014-2016 年公司分项目营收情况（亿元）	13
图表 15：公司“水处理系统运营”板块三个重要项目情况（中石化、上汽、青岛钢铁）	14
图表 16：化学品的销售与服务主要合同	15
图表 17：加药设备销售与安装金额超过 100 万元的合同	16
图表 18：2014-2016 年公司化学品生产、销售情况	16
图表 19：2014-2016 年公司分项目毛利率情况（亿元）	17
图表 20：不同行业毛利率存在差异	17

图表 21: 2014-2016 年公司成本构成 (万元, %)	18
图表 22: 公司分行业收入预测 (百万)	18
图表 23: 公司分业务收入预测 (百万)	19

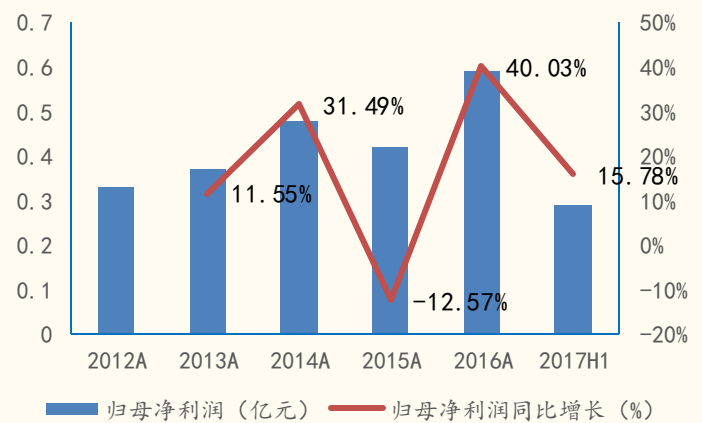
上海洗霸：以药剂为处理手段的工业水处理服务提供商

- **公司为国内领先的以药剂为主要处理手段的水处理服务提供商。**上海洗霸成立于1994年，于2017年6月在上海交易所上市。公司主要以化学水处理技术为核心，以化学品（阻垢剂、缓蚀剂、絮凝剂）为手段，集水质分析与检测、化学品配方开发、现场药剂投加与动态监测服务、水处理系统运行管理、加药设备销售与安装、水处理设备集成等产品和服务于一体，涵盖水处理系统从建设到运营等不同阶段的整体解决方案，为客户提供专业水处理服务和风管清洗服务，并拓展至EPC、BOT等模式的工程项目，公司17年3月中标厦门海沧乐活岛（一期）海绵工程PPP项目。16年公司收入2.95亿元（+20.9%），归母净利5926万元（+40%），净利率超过20%。经营区域范围方面，公司主业在上海，服务范围覆盖华东、华南、华中、西南、华北、东北、西北等地区，影响力不断扩大。
- **公司营收稳健增长，净利率20%。**2012-2017H1营收稳定增长，2016年实现收入2.96亿元，同比增长21.36%，归母净利润0.59亿元，同比增长40.03%，扣非归母净利润0.56亿元，同比增长41.17%。2017H1公司实现营收1.48亿元，同比增长6.12%，归母净利润0.29亿元，同比增长15.78%，扣非归母净利润0.24亿元，同比增长0.97%。公司净利率方面一直保持在20%左右，较为稳定。

图表 1：2016、17H1 营收增速分别为 21.4%、9%



图表 2：2016、17H1 净利增速分别为 40%、16%

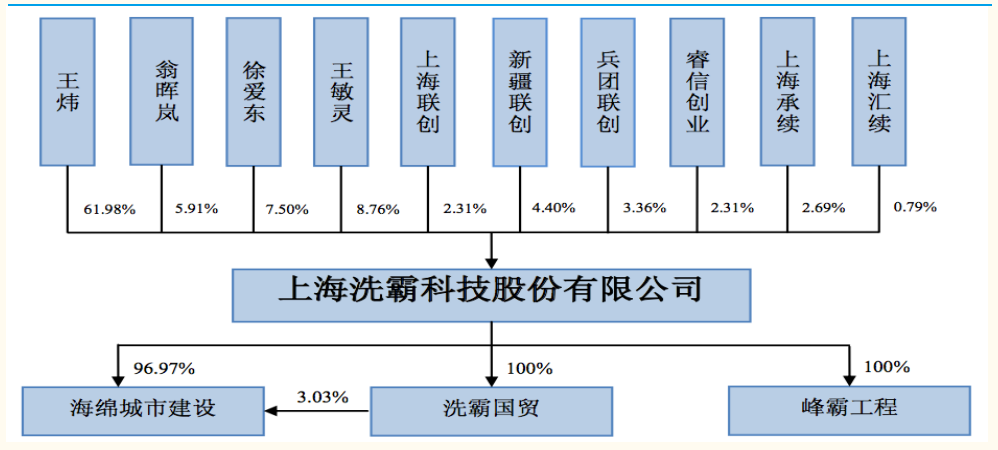


来源：WIND、国金证券研究所

来源：WIND、国金证券研究所

- **公司股权结构较为清晰，便于设立高效的管理结构。**公司董事长及控股股东为王炜先生，实际控制人为王炜先生及其配偶翁晖岚女士。实际控制人王炜、翁晖岚夫妇合计持有本公司的股份比例为51.02%。王炜、翁晖岚都是科班出身，有丰富的技术知识和工程经验，利好公司战略规划。

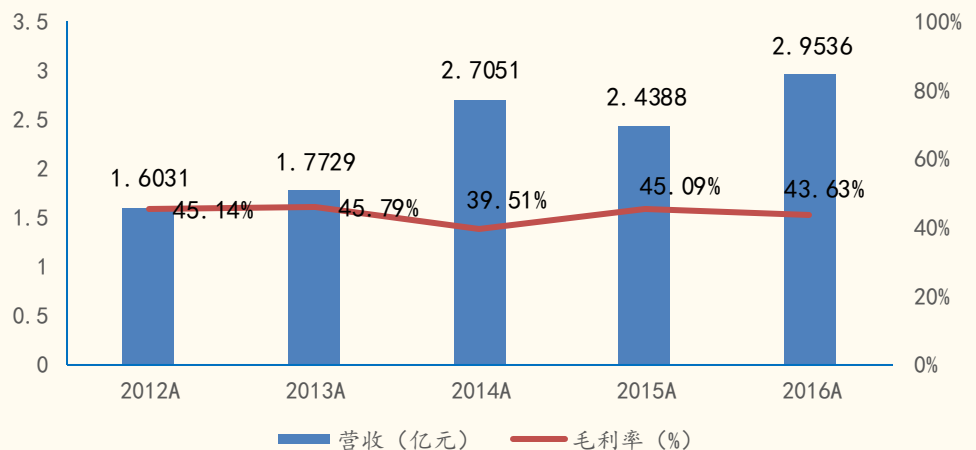
图表 3：公司股权结构



来源：招股说明书、国金证券研究所

- **公司核心业务水处理毛利率超过 43%**。分产品和服务类型营收来看，公司主要有水处理业务和风管清洗业务两大板块。水处理业务中包括化学品销售与服务、水处理系统运行管理、加药设备销售与安装和水处理设备集成。其中水处理业务 2014-2016 年营收分别为 2.70、2.44 和 2.95 亿元，毛利率维持在 40% 以上。

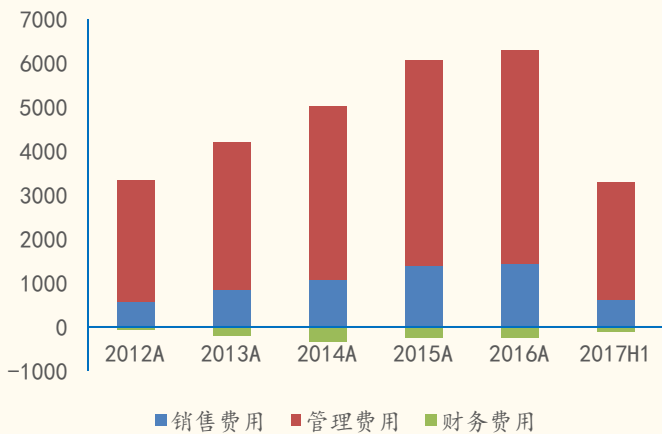
图表 4：2012-2016 年水处理技术与整体解决方案服务营收及毛利率情况



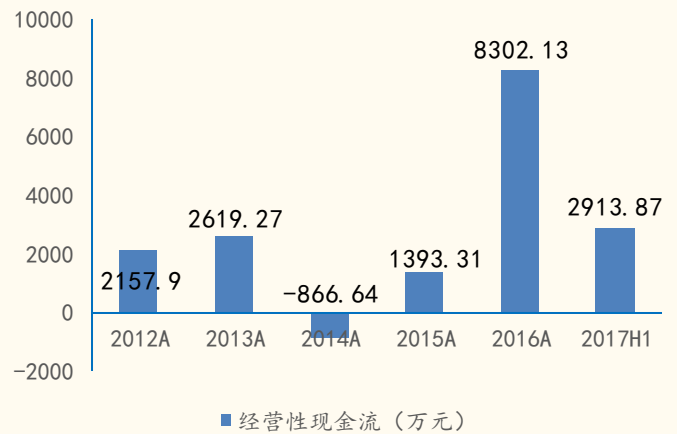
来源：WIND、国金证券研究所

- **公司管理、销售费用支出占比较稳定，低负债致财务收入。**管理费用占比较高，2014-2016 年管理费用占比分别为 14.55%、19.30%、16.38%，管理费用绝对值的增加主要是由于公司人员增多、经营规模扩张所致。2014-2016 销售费用占比分别为 4.0%、4.94%、4.83%，财务费用方面，由于公司资产负债率低，在手现金多，理财收益高于利息支出。
- **公司经营性现金流均为正值，资金较为充裕。**公司作为一家服务类环保公司，现金流良好；17H1 募资后现金 5 亿，公司资产负债率仅为 10%，后续拓展 EPC、BOT 模式的加杠杆空间大。

图表 5: 2012-2017H1 公司费用支出情况 (万元)



图表 6: 2012-2017H1 经营性现金流 (万元)

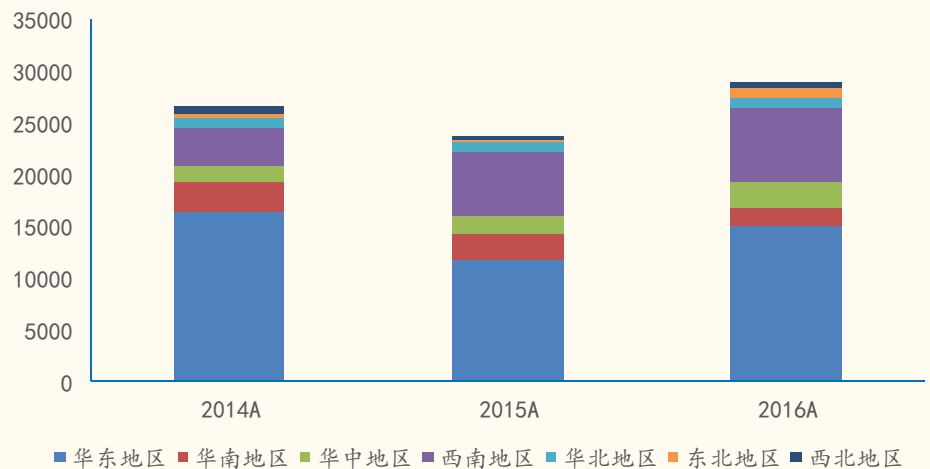


来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

- **公司覆盖区域广，由上海拓展至各区域。**公司位于上海，华东区域开发较早，营收占比接近 1/3。其次为西南地区，公司在西南地区有多家子公司，开发力度不断加大，并且西南地区工业水污染治理需求较大，有望成为公司第二大主营区域。华中、华南地区营收比例相对稳定，华北、东北和西北地区近年营收有所提升。

图表 7: 2014-2016 年内地各地区营收情况 (万元)



来源: WIND、国金证券研究所

公司客户均为行业龙头，受益于上游行业订单向龙头靠拢的大趋势

核心逻辑：今年以来钢铁、石化等行业盈利能力改善，造纸行业复苏，受去产能、环保督察影响，订单向行业龙头靠拢，龙头废水处理需求量增加。公司客户均为各行业龙头（上汽、中石化、金光、宝钢、武钢），短期看，受益于行业龙头公司水处理需求增加。

公司客户为各行业龙头，服务期长，关系稳定

- **公司深耕石油化工、钢铁冶金、制浆造纸、汽车制造行业。**重要合作伙伴包括 1) 石油化工：中石油（10 年）、中石化（11 年）、中国神华（10 年）、中海油（3 年）；2) 钢铁冶金：宝钢（14 年）、武钢（11 年）、鞍钢（10 年）。

年)、沙钢(5年)、马钢(10年)、南京钢铁(6年); 3) 造纸: 金光集团(13年); 4) 汽车: 上汽集团(3年)。

图表 8: 公司为重要客户服务超过十年

行业/领域	客户	起始服务时间	已服务时间	
工业领域	钢铁冶金	宝钢集团	2003 年	14 年
		武钢集团	2006 年	11 年
		鞍钢集团	2007 年	10 年
		沙钢集团	2012 年	5 年
		南京钢铁	2011 年	6 年
		马钢集团	2007 年	10 年
	石油化工	中石化	2006 年	11 年
		中石油	2007 年	10 年
		中海油	2014 年	3 年
		中国神华	2007 年	10 年
造纸制浆	金光集团	2004 年	13 年	
民用领域		首都国际机场	1998 年	19 年
		央视新台	2009 年	8 年
		浦东国际机场	1999 年	18 年
		锦江集团	1994 年	23 年
		上海证券大厦	1997 年	20 年
		上海大剧院	1998 年	19 年

来源: 公司招股书、国金证券研究所

- **2016 年公司前五大客户集中度 62%**。公司前五大客户分别为上汽(5 个整车厂+变速器公司)、中石化(元坝项目)、金光集团(造纸)、武钢、宝钢。2014-2015 客户集中度分别为 64.13%、56.52%，除了 2015 年新增上汽集团，2014 年青岛项目 EPC 收入高之外，公司前五大客户较为稳定，业务高度依赖大客户合同。公司与客户合同一般为一年一签，但工业企业不会轻易更换环保服务提供商，所以正常情况下均能续签。目前上汽集团合同续签至 2017 年年底，中石化合同为三年“1+1+1”模式。

图表 9: 2016 年公司前五大客户集中度 62%

客户名称	金额(万元)	占总营收比
上汽	6923	23.37%
中石化	6671	22.52%
金光	1912	6.46%
武钢	1854	6.26%
宝钢	1055	3.56%
前五大合计	18416	62.16%

来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表 10：公司前五大客户合同情况（截至 17 年 5 月）

	客户名称	合同内容	合同期限	服务历史	订单获取方式
中石化	中石化西南油气分公司	川东北采气厂元坝气田采出污水处理运行管理业务外包，采用总承包模式，具体包括水质总承包、日常运行总承包和技术服务	2016/9/25-2017/9/24	2014 年至今	投标
	中石化广元天然气净化有限公司、中石化西南油气分公司	元坝净化厂工艺化学水运行管理业务外包服务，包括循环水场运行管理、水处理及凝结水站运行管理、动力站锅炉和净化装置锅炉水质管理、工艺化学水专业的技术支持等服务	2016/8/1 起暂定三年	2014 年至今	投标
	中石化青岛炼化化工有限责任公司	炼油循环水系统水处理、化工循环水系统水处理、含盐污水处理、含油污水处理，动力中心水处理装置总包	2016/8/9 起 1 年一签	2008 年至今	投标
	中石化达州天然气净化有限公司	天然气净化厂除盐水、凝结水、锅炉水药剂及水质管理总承包	2016/1/1-2016/12/31	2009 年至今	投标
上汽集团	上汽大众汽车有限公司	上汽大众安亭整车厂纯水供应、废水处理、危废外包处置管理服务	2015/8/1-2017/12/31	2015 年至今	投标
	上汽大众汽车仪征分公司	CPY 干式喷房喷雾净化设施运行框架	2015/9/1-2017/12/31	2015 年至今	投标
	上汽大众汽车（新疆）有限公司	上汽大众 CPW 纯水供应、废水处理、危废外包处置管理服务等一体化运行	2015/8/1-2017/12/31	2015 年至今	投标
	上汽大众汽车长沙分公司	上汽大众 CPC 纯水供应、废水处理、危废外包处置管理服务	2015/8/1-2017/12/31	2015 年至今	投标
	上海汽车变速器有限公司	上海汽车变速器有限公司新工厂污水处理中心委托建设和运行管理	2014/4/2-2025/1/2	2014 年至今	投标
青岛钢铁	青岛特殊钢铁有限公司	城市钢厂环保搬迁工程一步集中水处理中心系统总承包	210 个日历天，从发包人发出开工指令之日起计，至工程结束	2014 年 3 月至 2016 年工程结束	投标
		炼钢工程作业部循环水水质处理整体大包合同	2015/9/14-2017/9/13	2015 年 11 月至今	投标
		炼铁工程作业部循环水水质处理整体大包合同	2015/9/14-2017/9/13	2015 年 11 月至今	投标
金光集团	海南金海浆纸业有限公司	锅炉水、循环水系统水处理	2014/10/1-2017/6/30	2004 年以来至今	投标
		水处理药剂销售	2015/4/1-2017/6/30		
	广西金桂浆纸业有限公司	染料等销售	根据订单分批送货	2010 年至今	投标
		聚合氯化铝寄售	2016/1/1-2017/3/31		
	金东纸业(江苏)股份有限公司	染料颜料等销售	根据生产需求，分批下订单送货	2010 年 3 月至 2015 年底	投标
	海南金红叶纸业有限公司	水处理药剂销售	定总合同，根据订单分批送货	自 2009 年 7 月至 2013 年底	投标
	宁波中华纸业集团有限公司	染料等销售	根据订单分批送货	2011 年至今	投标
	宁波亚洲浆纸业集团有限公司	颜料等销售	根据订单分批送货	2011 年至 2016 年	投标
金光集团亚洲浆纸印尼巴拉旺厂	锅炉水处理、工业循环冷却水处理、废水处理	定总合同，根据订单分	2010 年至今	投标	

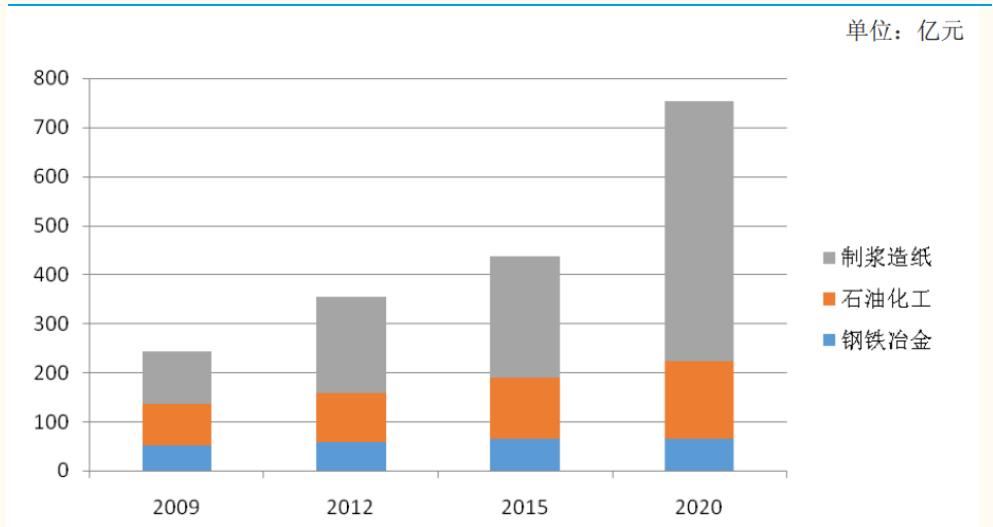
			批送货		
武钢集团	武钢集团国际经济贸易有限公司	水处理药剂销售及相关水处理服务	2017/2/27-2018/3/31, 1年一签	2006年至今	投标或议标
	武钢集团昆明钢铁股份有限公司	(1) 转炉除尘水系统 (2) 发电水系统、四烧低温余热发电水系统 (3) 高炉净环水系统 (4) 80万吨棒材净环、浊环水处理系统; (5) 热轧净环、浊环、层流水系统, 镀锌彩涂板净环水系统, 冷轧净环水系统; 新区: (1) 制氧水系统; (2) 炼钢(净环、浊环、软水系统); (3) 发电水系统	2016/7/1-2017/6/30, 1年一签	2007年至今	投标
	武汉钢铁集团鄂城钢铁有限责任公司	水处理系统承包合同	2017/3/6-2018/3/5, 1年一签	2007年10月至今	投标
	红河钢铁有限公司	水处理承包	2016/6/1-2017/5/31 1年一签	2007年11月至今	投标
宝钢集团	宝山钢铁股份有限公司	不锈钢分公司全厂污水处理; 热轧加热炉水处理系统。	2017/2/27-2017/4/30	2003年至今	投标
	上海宝钢化工有限公司	药剂销售、技术服务	2015/8/1-2016/7/31	2015年8月至2016年7月31日	投标
	宝钢工程技术集团有限公司	冷轧厂2030单元废水深度处理回用改造项目含锌废水处理系统销售	2016/1/7起至合同履行完毕	2015年3月至今	投标

来源: 公司招股书、公司公告、国金证券研究所

国家推行第三方治理, 环保高压下工业水处理市场空间 750 亿

- 环保高压, 全国工业废水处理量将稳中有升, 预计 2017 年 440 亿吨。**从前三批环保督察的反馈结果来看, 水污染十分严重, 主要集中于石化、钢铁、有色等行业。根据调研, 工业企业环保达标比例约 40%, 在环保高压下, 工业园区污水处理规模效应强, 工业企业“退城入园”是趋势, 工业环保治水需求提升; 近期环保部发布《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》, 以工业集聚区为突破口, 鼓励引入第三方治理单位对区内企业污水一体化集中治理。第三方治理专业性强、权责明确, 将迅速发展。我们认为环保督察后企业先停后治, 全国工业废水处理量稳中有升, 按工业废水处理量 440 亿吨/年、处理价 1.7 元/吨估算, 2017 年工业水处理行业空间 750 亿元。长期来看, 公司凭借客户关系优势、技术优势、项目经验优势有望把握住工业企业水处理增量。
- 2020 年钢铁、石化、造纸三大行业废水处理费 750 亿元。**公司主要客户行业钢铁冶金、石油化工和制浆造纸等三大行业, 2009 年废水治理设施运行费为 244 亿元, 2012 年增长到 364 亿元。根据环境保护部环境规划院、国家信息中心的预计, 到 2020 年三大行业废水治理设施运行费合计将增长到 752.18 亿元, 2015 年—2020 年复合增长率达 11.54%。

图表 11：2020 年钢铁、石化、造纸废水处理费 750 亿元



来源：公司招股书、环境保护部环境规划院、国家信息中心、国金证券研究所

图表 12：国家连续出台水处理产业相关政策

时间	政策	机构	内容
2013	《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》	最高人民法院、最高人民检察院	将严重的环境破坏行为界定为刑事犯罪，并相应配套了刑事处罚措施
2014	《石化和化学工业节能减排指导意见》	国务院	2017 年年底，石化和化学工业万元工业增加值能源消耗比 2012 年下降 18%，重点产品单位综合能耗持续下降，全行业化学需氧量、二氧化硫、氨氮、氮氧化物排放量分别减少 8%、8%、10%和 10%，单位工业增加值用水量降低 30%，废水实现全部处理并稳定达标排放，水的重复利用率提高到 93% 以上。
2014	《国家新型城镇化规划（2014-2020）》	国务院	使所有县城和重点镇具备污水处理能力，实现县城污水处理率达85%左右、重点镇达70%左右；城市方面，2020年的城市污水处理率达到95%
2014	《污水处理费征收使用管理办法》	财政部、发改委、住建部	污水处理费属于政府非税收入，全额上缴地方国库，纳入地方政府性基金预算管理，实行专款专用
2014	《国务院办公厅关于推行环境污染第三方治理的意见》	国务院	从总体要求、推进环境公用设施投资运营市场化、创新企业第三方治理机制、健全第三方治理市场、强化政策引导和支持、加强组织实施六大方面，对环境污染第三方治理给予了发展政策指导。
2015	《中华人民共和国环境保护法》	全国人大常委会	新增罚款、行政拘留等严厉的处罚措施；加强地方政府问责；将民间力量有序地纳入到环境治理机制中，设立了环保公益诉讼制度。
2015	《水污染防治行动计划》	国务院	“水十条”：将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面进行强力监管并启动严格问责制，铁腕治污将进入“新常态”
2015	《农业部关于打好农业面源污染防治攻坚战的意见》	农业部	通过提升检测预警能力、实施化肥农药零增长行动等，深入推进农业面源污染防治工作。
2015	《集中式饮用水水源编码规范》、《集中式饮用水源地规范化建设环境保护技术要求》、《集中式饮用水源地环境保护状况评估技术规范》	环保部	制定规范行业标准，督促指导各地稳步推进饮用水水源规范化建设。
2016	《重点流域水污染防治“十三五”规划》	环保部	提出建立流域水生态环境功能分区管理体系，将控制单元作为落实环境管理政策措施的主要空间单位，突出优先控制单元的差异化管理，具体落实和体现精细化管理，对水质改善影响显著的各类骨干工程项目和一般性任务做出具体部署。
2016	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	国务院	1. 到2020年底，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达95%，县城不低于85%，建制镇达到70%。 2. 到2020年底，城市和县城再生水利用率进一步提高，京津冀地区不低于30%，缺水城市再生水利用率不低于20%，其他城市和县城力争达到15%
2017.6	《中华人民共和国水污染防治法》	全国人大常委会	1. 对农业和农村的污染防治作了法律规定：国家支持农村污水、垃圾处理设施的建设，推进农村污水、垃圾集中处理。 2. 明确了各级政府的水环境质量责任，实施总量控制制度和排污许可制度，加大农业面源污染防治以及对违法行为的惩治力度。
2017	《关于加快推进环保装备制造发展的指导意见（征求意见稿）》	工信部	到2020年产业结构不断优化，培育十家百亿规模龙头企业，创建百家具有示范引领作用的规范企业，打造千家“专精特新”中小企业，形成若干带动效应强、特色鲜明的产业集群，环保装备制造产值达到10000亿元

来源：政府网站、国金证券研究所

公司技术实力强、项目经验丰富，在行业竞争中占据优势

- **技术实力强，公司有专利 37 项，复配药剂为核心竞争力。**公司在许多细分治水领域有核心技术经验，在水处理技术服务和健康空间环境服务领域形成了自己的技术特色。目前公司已经拥有国家发明专利水处理方面有 37 项专利、10 个软件著作权和 3 项美术及文字作品著作权，另有超过 10 项国家发明专利申请已被国家专利局受理并处于实审阶段。**1) 在水处理化学产品技术方面**，公司已形成了从水质分析预判到水处理药剂复合配方的设

计、从试验研究到现场应用、从跟踪监测到效果评价的一整套整体解决方案核心技术与管理研发体系，在绿色环保水处理剂、生物降解水处理剂、工业循环冷却水复合水处理剂、中央空调冷却水复合水处理剂、中央空调冷冻水复合水处理剂、高效清洗剂等水处理化学品领域拥有核心技术和知识产权；2) 在水处理设备工艺技术方面，公司已形成污水处理核心工艺技术、深度处理（双膜）核心工艺技术、液体零排放与固体资源化综合利用核心工艺技术、水处理工艺机电一体化技术为核心的研发体系。公司在工业高难度水处理领域，如难降解有机废水处理、冷轧硅钢废水处理、连铸二冷水处理、乳化液废水处理、高含硫化氢废水处理、转炉煤气洗涤水处理、结晶器软水处理等方面达到同行业先进水平。

- **公司深耕工业水处理二十年，项目经验丰富。**公司托管运营的环境污染第三方治理设施超过 100 套，水处理整体解决方案技术服务的单位超过 2000 家、世界 500 强企业客户超过 128 家，是国内少数同时为宝钢集团、武钢集团、鞍钢集团、沙钢集团、马钢集团等众多特大型钢铁企业提供过各类水处理技术服务与 EPC 工程经验的供应商之一；也是少数同时为中石化、中石油、中海油、中国神华、中煤集团提供过各种水处理技术服务与 EPC 工程经验的供应商之一。公司拥有高难度水处理的技术与经验，在部分行业水处理领域具有领先的能力。

行业集中度低，竞争对手主要为纳尔科（Nalco）、GE、江海环保、多佳

- **水处理行业较分散，竞争激烈。**公司国外竞争对手主要有：
 - **纳尔科（Nalco）**，在苏州设立了纳尔科工业服务有限公司，在南京建立了中国最大的水处理剂生产基地，年产 3.7 万吨水处理剂。纳尔科于 2013 年被全球清洁巨头美国艺康公司（Ecolab）收购。
 - **GE 水处理**，全球水处理领导者，GE 水处理在江苏无锡建有生产基地，拥有年产水处理剂 3 万吨、10 万支反渗透膜元件和配套水处理组装设备的能力。
- 国内的竞争对手有：
 - **中海油天津化工研究设计院**（原化学工业部天津化工研究院），业务范围涵盖石油化工、钢铁冶金、电力等重点耗水行业。
 - **江海环保**，业务范围包括工业循环水系统、污水处理工程，服务于石油、冶金、电力、化肥、煤化工等大中型工业企业。
 - **华东理工的多佳科技**，华东理工大学于 1988 年创办多佳科技，业务涉及全国化工、冶金、轻工、电力、宾馆、大厦等行业。

未来有望继续拓展存量客户及新客户

存量钢铁、汽车水处理空间大，公司大客户占有率还较低。钢铁行业中，大客户宝武钢水处理服务空间大；上汽大众官网显示整车厂共 8 座，公司已为其中 6 座整车厂提供水处理服务，未来有望拿下南京、宁波整车厂。随着环保趋严，工业水处理需求会继续扩大。公司 17 年中标厦门海绵工程 PPP 项目，未来将继续拓展 EPC、PPP 模式的项目。

“药剂解决方案”+“水处理系统运营”，拓展 EPC 工程

2016 年公司汽车、石化行业占营收一半

- **汽车、石化行业占营收一半，公司工业、民用领域收入占比较稳定。**2016 年工业领域收入 2.1 亿元，占比 71%，其中，1) 钢铁行业 4590 万元，造纸业 1927 万元，14-16 年收入下降，是由于钢铁冶金、制浆造纸等下游行业景气度下降，但 17 年钢铁、造纸行业反转，带来废水处理需求量的增加，预计两行业废水处理收入增加；2) 石油化工收入 7671 万元，连年增长的主要原因是中石化元坝项目收入增长推动；3) 汽车制造 6923 万元，主要是由于获得上汽 6 个整车厂废水处理业务，上汽大众汽车产量增加导致按

车产量计算的收入增加；4) 民用方面，公司“ECH”、“洗霸”品牌运营二十年，品牌强，收入不断增加。

图表 13：2016 年公司汽车、石化行业占营收一半

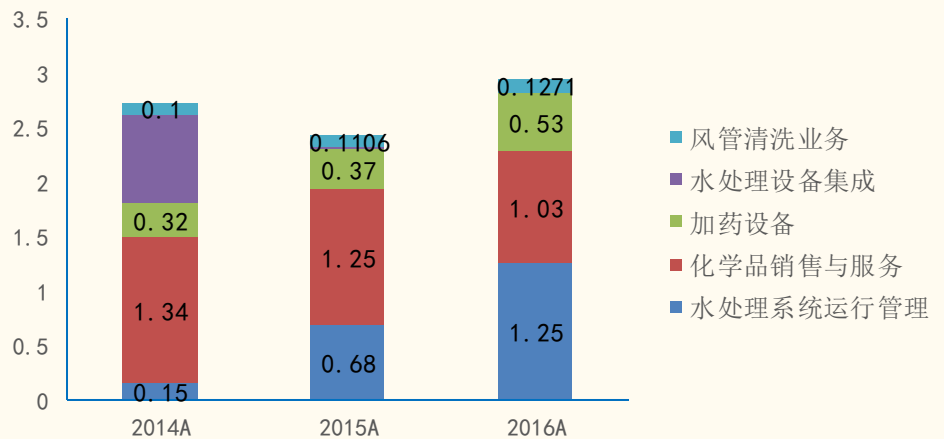
行业	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
工业	21111	71	17387	71	20853	77
钢铁冶金	4590	16	5426	22	12679	47
石油化工	7671	26	6420	26	4568	17
制浆造纸	1927	7	2995	12	3606	13
汽车制造	6923	23	2546	10	-	-
民用	8425	29	7002	29	6198	23
合计	29536	100	24389	100	27051	100

来源：公司招股书、国金证券研究所

公司业务可分为药剂解决方案、系统运营、风管清洗三大块。

- 公司将业务拆分五块，化学品销售与服务、水处理系统运行管理、加药设备销售与安装、水处理设备集成、风管清洗。我们认为化学品销售与加药设备销售与安装可归为“药剂解决方案”板块，2016 年合计收入 1.56 亿元；水处理系统运行管理、水处理设备集成这两块共三个大项目，单独核算收入，因此可归为“水系统运营”板块，2016 年合计收入 1.26 亿元。

图表 14：2014-2016 年公司分项目营收情况 (亿元)



来源：WIND、国金证券研究所

- “水处理系统运营”全部由中石化元坝项目、上汽两个项目、青岛钢铁项目构成。
 - 1) 中石化项目按药剂量结算（药剂量取决于废水处理量，废水处理量与采气量正相关），石坝项目 14-16 年收入分别为 1460、4248、5600 万收入，原因为元坝气田 2015 年开始大规模生产，采气量增加，导致采气厂和净化厂污水处理量增加，按照药剂使用量等标准计算的收入也有所增加；
 - 2) 上汽项目是公司 2015 年 8 月新开拓，分为大众项目与变速器项目，上汽大众项目 15-16 年收入 1899、5544 万元，增长是由于 16 年汽车产量增加，导致公司按照汽车产量结算的收入大幅度增加；变速器项目 15-

16 年收入 648、1379 万元，是由于 15 年以来市场上乳化液处理价格不断提高且 16 年公司与上海变速器公司之间水处理价格提高，导致 2016 年项目收入大幅度增长。上汽项目合同续签至 2017 年底。

- 3) 青岛钢铁项目。青岛钢铁项目大部分工作于 2014 年完成，导致公司 2014 年水处理设备集成业务收入较高，而 15、16 年收入较少。

图表 15：公司“水处理系统运营”板块三个重要项目情况（中石化、上汽、青岛钢铁）

序号	项目	项目内容	结算方式	15 年收入（万元）	16 年收入（万元）	时间节点
1	中石化元坝项目	中石化西南油气分公司净化厂水处理站、凝结水站、循环水场及锅炉的水处理；中石化西南分公司川东北采气厂污水处理与回注井的水处理。服务方式为总包式运行管理服务。	按照药剂量 结算结算	4248	5600	16 年续签，期限三年、采用“1+1+1”年度工期制
2	上汽大众项目	上汽集团下属上汽大众汽车有限公司位于上海安亭、江苏仪征、湖南长沙、新疆乌鲁木齐等四地 6 个整车厂提供水处理系统运行管理服务。	按车辆产量 结算	1899	5544	续签至 2017 年 12 月，一年一签
	上汽变速器项目	为上汽变速器公司的嘉定工业北区工厂新建并运营一座绿色环保的现代化机加工切削乳化液污水处理中心。	BOT 模式， 按水处理量 结算	648	1379	2015 年初运营，运营期十年
3	青岛钢铁项目	青岛钢铁有限公司城市钢厂环保搬迁工程一步集中水处理工程项目	EPC 收入+运 营费	198	126	2014 年确认建造收入，之后设备集成收入
	合计			6992	12649	

来源：公司招股书、国金证券研究所

- “药剂解决方案”包括化学品的销售与服务与加药设备的销售与安装。
 - 1) 钢铁、造纸复苏，或挽回化学品销售颓势。化学品销售业务 14-16 年收入分别为 1.34、1.25、1.03 亿元，连续下降是受钢铁冶金、制浆造纸等下游行业景气度下降和市场竞争等因素影响，部分项目服务价格有所下调；部分项目合同到期后未能续签或公司主动放弃部分盈利能力较低的项目。但 17 年钢铁、石化、造纸等行业复苏，按产品产量、水处理了结算的收入有望增加。

图表 16：化学品的销售与服务主要合同

结算方式	客户名称	主要合同	2016 年收入
按水处理量结算	中国石化达州天然气净化有限公司	除盐水及凝结水、锅炉水药剂及水质管理总承包，处理水实行固定单价，按实际处理量进行结算。	①
	海南金海浆纸业有限公司	销售缓蚀剂、缓释阻垢剂、铜杀菌剂等水处理剂，根据每月实际产蒸汽和循环水的量结算	金光集团 1912 万
按化学品用量结算	海南金海浆纸业有限公司	销售乙二醇、涂料杀菌剂、消泡剂等化学品，根据化学品验收量结算	
	中国石油天然气股份有限公司独山子石化分公司	炼油厂老区循环水药剂寄售，按实际出库量在下月结算	
	中国石化青岛炼化化工有限责任公司	缓蚀阻垢剂、氧化性杀菌剂（三氯）、非氧化性杀菌剂、粘泥剥离剂等水处理化学品销售，根据化学品验收量结算	②；中石化共 954 万，包含①与②
	PT INDAH KIAT PULP PAPER TBK	销售化学品药剂，根据化学品数量和约定单价结算。	
按服务期限结算	宝山钢铁股份有限公司	不锈钢分公司全厂污水处理承包系统、不锈钢热轧 1780/1-3#加热炉水处理系统总承包，签订年度总价。水质及技术服务达到要求的，根据月度定额结算；水质及技术服务未达到要求，根据协议约定扣款。	武钢集团 1854 万
	武钢集团国际经济贸易总公司	水质运营功能总承包，合同形式为材料寄售托管，签订期限总价合同。水质及技术服务达到要求的，根据月度定额结算；水质及技术服务未达到要求，根据协议约定扣款。	
按产品产量结算	武钢集团（云南泛亚电子商务有限公司、武钢集团昆明钢铁股份有限公司）	新区炼钢水循环系统；动力能源分公司供排水车间棒线循环水系统、炼铁高炉循环水系统、板带循环水系统；炼钢作业区循环水系统等功能总承包，根据每月承包系统钢产量和约定单价结算。	

来源：公司招股书、国金证券研究所。注：16 年收入为招股书中前五大客户披露

- 2) 加药设备板块继续高增。**加药设备销售与安装系化学品销售与服务、水处理系统运行管理业务的辅助业务，其收入因公司收入规模的扩大而增加，14-16 年收入分别为 3171、3741、5321 万元。公司加药设备销售与安装合同较多，其中金额超过 100 万元如下表。公司在上海市嘉定区设有一工厂，主要负责药剂复配和加药设备组装工作，工厂设计产能为液体水处理化学品 20,000 吨/年、固态水处理化学品药剂 5,000 吨/年、加药设备 1,000 套/年，近年来产销率均为 100%。

图表 17: 加药设备销售与安装金额超过 100 万元的合同

客户名称	主要合同	2016 年收入 (万元)
宝钢集团(上海)置业有限公司	宝钢总部基地项目 1 号楼中水回用系统 2、3 号楼雨水回用系统	822
宝钢工程技术集团有限公司	宝钢股份冷轧厂 2030 单元废水深度处理回用改造	
上海建工集团公司	浦东金融广场 SN1 地块	367
	上海浦东世纪大道 SN1 地块浦东金融广场	
	漕河泾现代服务集聚区二期(一)	
上海市安装工程集团有限公司	上海国际航运服务中心(中块)项目	217
	上海国际航运中心	
	上海中心大厦项目(办公楼)	
浦江双辉大厦		
南宁青秀万达广场投资有限公司	南宁青秀万达广场中水、雨水回收系统设计、施工及水处理供应、安装工程	
成都万达酒店投资有限公司	成都万达瑞华酒店水处理设备供应及指导安装工程	
西部机场集团建设工程有限公司	西安咸阳机场老场区改造	179
中国建筑工程总公司	徐州苏宁广场项目	1134
	上海船厂 2E5-1 项目	
	腾讯滨海大厦项目机电专业分包工程	
	连云港苏宁广场机电安装水处理工程	
	敦煌国际酒店水处理设备	
泰康松江养老社区 08-02 地块项目		
浙江诸安建设集团有限公司智嘉分公司	上海陆家嘴塘东中块总部基地项目	
上海金虹桥国际置业有限公司	上海金虹桥国际置业有限公司, 金虹桥项目	
上海港怡建设安装工程集团有限公司	高境镇江杨基地 B1-06 地块初级中学游泳池设备采购及安装工程	
杭州精文文广投资有限公司	锦和千岛湖安麓酒店项目	
天津安装工程有限公司	天津滨海国际机场二期扩建工程项目	
三亚高胜发展有限公司(甲方)	海南省三亚市海棠湾君悦酒店发展项目	
上海舜林机电设备有限公司	白玉兰广场项目水处理设备	
上海西郊庄园房地产开发有限公司	上海西郊庄园大酒店净水系统交钥匙工程	
上海新华联房地产开发有限公司	净化水设备采购和安装	
中程科技有限公司	中国太平洋保险集团武汉数据中心项目	
江苏省工业设备安装集团有限公司	虹桥商务区核心区北 13 地块南地块虹桥正荣中心	

来源: 公司招股书、国金证券研究所。注: 16 年收入为招股书中前五大客户披露

图表 18: 2014-2016 年公司化学品生产、销售情况

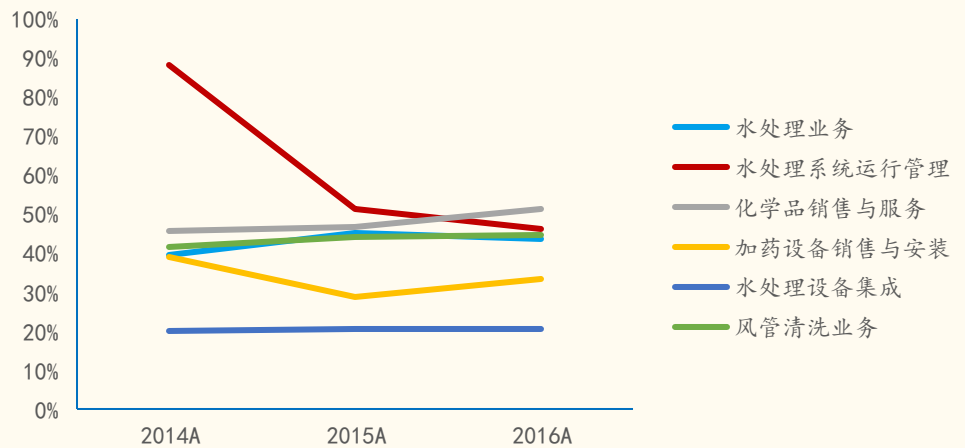
产销情况		2014 (吨)	2015 (吨)	2016 (吨)
生产情况	复配药剂	6115.49	6143.4	6006.41
	直供药剂	24062.89	26597.91	22301.29
	合计	30178.38	32741.31	28307.70
销售情况	复配药剂	6031.70	6221.70	5910.30
	直供药剂	23589.70	26624.60	22384.50
	合计	29621.40	32846.30	28294.80
产销率		100%	100.30%	98.20%

来源: 招股说明书、国金证券研究所

业务毛利率 40%以上，未来保持平稳态势

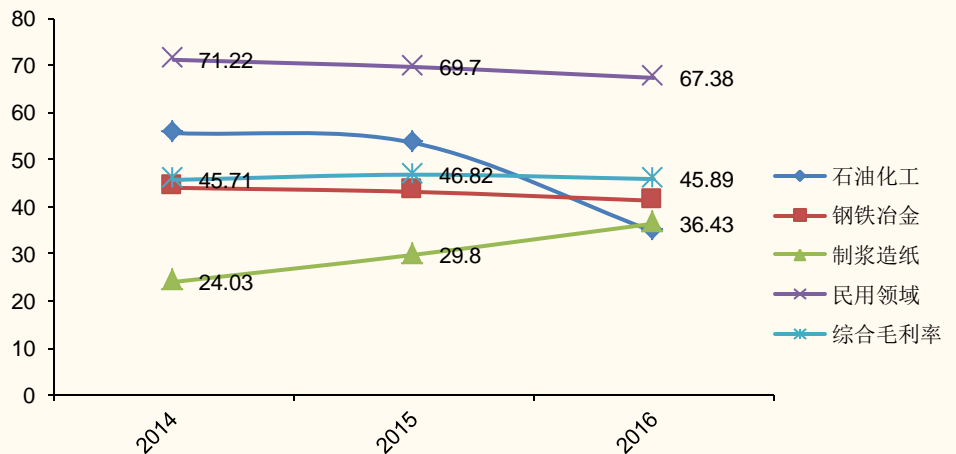
- 公司各业务毛利率均较高，综合毛利率 40%以上。其中水处理业务综合毛利率和风管清洗业务毛利率 2014-2016 年均为 40%左右。公司化学品销售与服务毛利率较高的原因是该业务以定制化的复配药剂为主，同时还需要提供水质监测等驻场服务。水处理运行管理业务 2015 年新增上汽项目，毛利率回复正常水平。

图表 19：2014-2016 年公司分项目毛利率情况（亿元）



来源：WIND、国金证券研究所

图表 20：不同行业毛利率存在差异



来源：公司招股书、国金证券研究所

- 行业毛利率存在差异的原因：1) 项目中标方式不同，钢铁冶金、制浆造纸等行业一般是在符合技术要求的情况下采取最低价格中标，而石油化工行业则往往采取对技术标和商务标综合打分的方法选择中标方，中标企业并不一定为价格最低投标方；2) 市场准入门槛不同；3) 水处理难度和要求不同；4) 公司对客户的影响力和议价能力的差异。
- 公司成本项包括人工成本、材料成本和项目费用，其中项目费用包括向第三方采购的服务，受行业特性、水质要求、水环境和服务内容等不同因素的影响，公司为不同行业客户提供水处理服务时，所使用的化学品材料不完全相同，所发生的材料成本也存在较大的差异。由于药剂水处理服务模式行业壁垒高，公司技术领先，我们认为公司未来毛利率将保持平稳。

- **钢铁冶金行业材料成本、人工成本、项目成本较平均。**由于钢铁冶金工艺流程较为复杂，每道工序涉及的水处理内容都会有所不同，需要根据具体的水环境“对症下药”，采用不同解决方法，且往往需要技术人员驻场服务，故化学品材料成本一般为项目成本的 30-50%左右，人员工资和项目费用占总成本比例较高。
- **汽车、石化行业人工费、项目费高，材料费少。**汽车制造和石油化工行业的水处理服务项目中材料成本占比也相对较小。如汽车制造行业材料成本占该项目总成本的比重仅为 10%左右，而石油化工行业材料成本一般占项目总成本的比重为 20%左右，其他项目成本为外包的危废处理费、人员工资和驻场人员的项目费用。
- **制浆造纸行业材料成本极高。**造纸行业提供水处理服务时，由于技术务要求相对较少，90%以上项目成本为化学品材料成本。

图表 21：2014-2016 年公司成本构成（万元，%）

	2014		2015		2016	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
材料成本	9876	60.35	7767	57.99	6903	41.46
人工成本	1527	9.33	2642	19.73	3229	19.4
项目费用	4961	30.32	2984	22.28	6517	39.14
合计	16364	100	13393	100	16650	100

来源：公司招股书、国金证券研究所

盈利预测

- 在供给侧改革下，钢铁、石化等行业盈利能力改善；造纸行业复苏，且受关停“散乱污”、环保限产影响催化下，订单向行业龙头靠拢，进而龙头废水处理需求量增加，公司客户都是各行业龙头，直接受益于行业复苏。
- 汽车行业，2016 年 1-12 月，上汽大众安亭、长沙、乌鲁木齐、江苏 6 座整车厂汽车产量为 98.39 万辆，上汽大众产量为 196.86 万辆，占比约 50%，上汽 17 年 1-8 月较 16 年 1-8 月产量增加 7%，我们预计公司今年收入增加 10%，并将继续与上汽保持合作，有望在 18/19 年拿下上汽 8 座整车厂剩余 2 座的水处理订单。
- 钢铁行业，钢铁产量增加带来对应的水处理收入增加，以大客户宝钢为例：宝钢 17H1 商品坯材销量 2274 万吨（产销量接近），同增 25%左右，全年估计增速也在 25%，因为以 17 年上半年的钢价，钢厂都是满产状态。
- 造纸行业今年复苏，预计公司收入反转；石化行业公司继续保持稳定增速。
- 民用领域，公司继续保持品牌优势，我们认为将保持稳定的收入增速。

图表 22：公司分行业收入预测（百万）

行业	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工业	173.9	211.1	247.5	320.3	422.9
YOY	-17%	21%	17%	29%	32%
钢铁冶金	54.3	45.9	62.0	93.0	130.1
YOY	-57%	-15%	35%	50%	40%
石油化工	64.2	76.7	88.2	110.3	137.8
YOY	41%	19%	15%	25%	25%
制浆造纸	29.9	19.3	21.2	25.6	35.9
YOY	-17%	-36%	10%	21%	40%
汽车制造	25.5	69.2	76.2	91.4	119.0

YOY	-	172%	10%	20%	30%
民用	70.0	84.2	93.5	102.9	117.3
YOY	13%	20%	11%	10%	14%
合计	243.9	295.4	341.1	423.1	540.1
YOY	-10%	21%	15%	24%	28%

来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 23：公司分业务收入预测（百万）

板块	项目	2016	2017E	2018E	2019E
水处理服务	营收	282.6	341.2	423.4	540.0
	YOY	21.40%	15.52%	24.10%	27.55%
化学品销售与服务	营收	102.9	326.6	406.7	521.0
	YOY	-17.97%	15.54%	24.55%	28.10%
水处理系统运行管理	营收	125.2	118.4	146.8	183.5
	YOY	84.33%	15.00%	24.00%	25.00%
加药设备销售与安装	营收	53.2	137.8	165.3	214.9
	YOY	42.22%	10.00%	20.00%	30.00%
水处理设备集成	营收	1.3	69.2	93.4	121.4
	YOY	-36.60%	30.00%	35.00%	30.00%
风管清洗	营收	12.7	1.3	1.3	1.3
	YOY	14.95%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	营收	295.4	14.6	16.7	19.0
	YOY	21.10%	15.00%	14.00%	14.00%

来源：公司招股书、国金证券研究所

投资建议

- 公司是国内领先的化学水处理服务商，客户长期稳定（前五大占比 56%、合同三年）且新客户开拓能力强（14 开拓石化、15 开拓汽车、17 重回造纸）。受益于工业环保和第三方运营市场的进一步打开，预计 17/18/19 年 EPS 为 0.93、1.16、1.46 元，PE 为 46、37、29 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 客户所处行业大部分为周期行业，因而受周期影响过大；对单一大客户依赖性过强，若合同无法续签将影响营收；新客户开拓能力不达预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	271	244	296	341	423	540	货币资金	76	89	160	205	235	382
增长率		-9.8%	21.4%	15.0%	24.2%	27.7%	应收账款	198	210	221	248	312	371
主营业务成本	-164	-134	-167	-198	-245	-315	存货	47	52	31	43	58	69
%销售收入	60.5%	54.9%	56.2%	58.1%	57.9%	58.3%	其他流动资产	8	4	6	8	9	11
毛利	107	110	130	143	178	225	流动资产	329	356	418	505	614	834
%销售收入	39.5%	45.1%	43.8%	41.9%	42.1%	41.7%	%总资产	94.2%	92.0%	93.4%	94.5%	95.7%	96.9%
营业税金及附加	-2	-4	-3	-2	-3	-4	长期投资	0	7	7	7	7	7
%销售收入	0.8%	1.5%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	16	13	13	11	9	7
营业费用	-11	-14	-14	-15	-18	-23	%总资产	4.7%	3.4%	2.9%	2.0%	1.3%	0.8%
%销售收入	4.0%	5.7%	4.8%	4.3%	4.3%	4.3%	无形资产	2	8	7	8	9	9
管理费用	-39	-47	-49	-59	-73	-92	非流动资产	20	31	30	29	28	27
%销售收入	14.5%	19.3%	16.4%	17.3%	17.2%	17.1%	%总资产	5.8%	8.0%	6.6%	5.5%	4.3%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	55	45	64	67	84	106	资产总计	349	386	447	534	641	861
%销售收入	20.2%	18.6%	21.4%	19.6%	19.9%	19.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	3	2	2	4	5	6	应付款项	73	70	74	91	112	144
%销售收入	-1.2%	-0.9%	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-1.2%	其他流动负债	6	4	2	2	3	82
资产减值损失	-5	-4	-1	0	0	0	流动负债	79	74	75	93	115	226
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	1	0	0	1	1	2	其他长期负债	0	0	1	1	1	1
%税前利润	1.6%	n.a	n.a	1.3%	1.0%	1.6%	负债	79	74	76	94	116	228
营业利润	54	44	65	71	90	114	普通股股东权益	270	312	371	440	526	633
营业利润率	20.0%	18.0%	21.8%	21.0%	21.2%	21.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	3	4	8	9	10	负债股东权益合计	349	386	447	534	641	861
税前利润	57	47	69	79	99	124	比率分析						
利润率	20.9%	19.4%	23.2%	23.3%	23.3%	23.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-8	-5	-10	-11	-13	-17	每股指标						
所得税率	14.3%	10.4%	13.8%	13.4%	13.4%	13.4%	每股收益	0.877	0.766	1.072	0.933	1.158	1.457
净利润	48	42	59	69	85	107	每股净资产	4.881	5.646	6.719	7.963	9.506	11.449
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.157	0.249	1.497	0.685	0.394	2.477
归属于母公司的净利润	48	42	59	69	85	107	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	17.9%	17.3%	20.0%	20.2%	20.2%	19.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.96%	13.56%	15.95%	15.62%	16.24%	16.97%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	13.88%	10.95%	13.25%	12.88%	13.30%	12.48%
净利润	48	42	59	69	85	107	投入资本收益率	17.33%	13.05%	14.74%	13.11%	13.84%	14.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	7	7	5	3	3	4	主营业务收入增长率	49.98%	-9.78%	21.36%	14.97%	24.16%	27.71%
非经营收益	-2	-1	0	-10	-10	-12	EBIT增长率	40.03%	-16.64%	39.70%	4.89%	26.03%	25.85%
营运资金变动	-63	-35	19	-24	-57	38	净利润增长率	31.49%	-12.67%	40.03%	16.05%	24.08%	25.89%
经营活动现金净流	-9	14	83	38	22	137	总资产增长率	24.49%	10.65%	15.78%	19.37%	20.12%	34.17%
资本开支	-12	-6	-3	6	7	7	资产管理能力						
投资	2	-7	0	0	0	0	应收账款周转天数	155.7	230.0	210.0	205.0	208.0	190.0
其他	1	0	0	1	1	2	存货周转天数	74.3	134.1	90.6	80.0	86.0	80.0
投资活动现金净流	-9	-13	-3	7	8	9	应付账款周转天数	82.5	128.8	100.4	105.0	105.0	105.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	14.5	19.9	15.9	11.6	7.4	4.6
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-28.33%	-28.65%	-43.11%	-46.61%	-44.70%	-60.17%
筹资活动现金净流	0	0	0	0	0	1	EBIT利息保障倍数	-16.2	-20.1	-26.0	-17.6	-18.4	-16.6
现金净流量	-18	0	80	45	30	147	资产负债率	22.73%	19.21%	16.97%	17.56%	18.06%	26.45%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.50	1.50	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于大陆地区使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD