

公司研究

日用化工产品/化学制品/化工

投资评级	买入
评级变动	首次
总股本	4.22 亿股
流通股本	2.40 亿股
ROE（摊薄）	3.91%
每股净资产	4.99 元
当前股价*	9.11 元

注：上述财务数据截止 2017 年三季度
*3 月 6 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

胡晨曦

执业证书编号：

S0200116080033

huchenxi@gwgsc.com

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

赞宇科技（002637）

——表活/油脂化工龙头企业，收购新天达美切入环保业务

主要观点：

◆阴离子表面活性剂国内龙头地位，原材料价格企稳毛利率有望回升。近年来，我国表面活性剂行业维持在一个相对稳定的发展状态，整体产销量几乎维持在 200 万吨左右。中国洗协表面活性剂专业委员会的数据显示，近年来，我国阴离子表面活性剂中，AES 产销量占全国表面活性剂产销量的 20%以上。公司生产的表面活性剂主要包括 AES、AOS、磺酸、MES 为代表的阴离子表面活性剂和以 6501 为代表的非离子表面活性剂。

2016 年末至 2017 年上半年，终端原材料棕榈仁油以及直接原材料脂肪醇的价格短期剧烈波动，给公司的产品成本带来巨大影响。2017 年上半年，公司表面活性剂产品实现销售毛利率 9.48%，较上年同期下降了 3.62 个百分点。2017 年 11 月，棕榈仁油价格企稳回升，为公司产品的价格及毛利率带来正面影响，有利于公司的未来业绩。目前，公司表面活性剂的产能为 50 万吨，占据国内 30%的市场份额。公司主要客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、立白、白猫、蓝月亮、南风化工等国际、国内知名品牌日化企业，公司多年保持阴离子表面活性剂国内龙头地位。

◆国内油脂化工行业龙头企业，棕榈油价格企稳利好公司业绩。

2012 年，公司收购杭州油脂化工，开始进入油脂化工领域，现杭州油化已逐步成为了国内最具竞争力的公司，规模体量达 20 万吨。2016 年，公司又完成对杜库达和南通凯塔两家公司各 60%的股权收购，油脂化工业务规模快速扩大，两家公司的体量之和为 70 万吨（其中印尼杜库达 45 万吨）。其中，南通凯塔和印尼杜库达两公司主要生产氢化油、硬脂酸及甘油等油脂化工产品，杭州油化主要生产油酸、硬



脂酸盐、以及其他助剂类产品。

受厄尔尼诺现象以及传统棕榈产业周期更替影响，2016 年全球棕榈油减产，中国港口库存偏低，造成整体供应量不足，价格持续高位。2017 年上半年厄尔尼诺影响退出，棕榈油产量大幅回升至 160 万吨/月左右，导致其价格反向大幅度下跌至 6000 元/吨左右。棕榈油价格的短期大幅波动对公司油脂化工的产品的销售业绩产生负面影响。2017 年上半年，公司油脂化工类产品销售规模有较大幅度增长，共实现营业收入 1,514,518,418.10 元，较上年同期增加了 325.21%。但销售毛利率仅为 6.60%，较上年同期下降了 5.00 个百分点。

国内油脂化工行业目前的生产企业在 10 家以内，其中益海嘉里在国内有 60 万吨的油脂化工品产能，泰科棕化有 30 万吨，其他剩下的企业为 30 万吨左右。公司已成为国内油脂化工龙头企业，产品主要销往中国大陆、台湾、东南亚、美洲、欧洲等国家和地区。

◆检测板块毛利率高盈利能力强，设立并购基金推动公司产业结构调整。公司第三方检测业务以浙江省内为主，现阶段业务涵盖食品、化妆品、保健品、安全卫生、职业健康、环境环保等领域，接受政府部门委托开展专业检测服务，同时也为生产经营企业提供质量检测外包服务，所出具的检测报告在行业内部具有较高的公信力，位列浙江省内第三方检测服务排名前列。2017 年上半年，公司第三方检测服务实现营业收入 4,069.67 万元，较上年同期增长了 20.41%，实现销售毛利率为 46.58%，较上年同期增长了 5.68 个百分点。

同时，公司与另外两名合伙人设立了“赞宇科地并购基金”，投资方向为表面活性剂、日用化工、油脂化工、检验检测、环境环保和消费升级等。产业基金已先后投入诚鑫化工、维顿生物、江苏金马油脂、武汉新天达美等企业。

◆收购新天达美，拓展至环保业务。2017 年 9 月，公司以 70,742.20 万元人民币收购交易对方合计持有的新天达美 73.815% 股权。新天达美是一家致力于污水处理、受污染水体净化、水资源保护与修复的高新技术企业，主营业务为运用拥有自主知识产权的“碳系



载体生物滤池系统”及其衍生技术为客户提供污水处理、湖泊河流水质净化的解决方案，提供工程的设计、建造和运营管理服务。新天达美承诺在 2017-2019 年度归属母公司的净利润数（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准）分别不低于 8,000 万元，10,660 万元和 13,000 万元。

投资建议：

我们预计公司2017-2019年的净利润分别为1.71亿元、2.64亿元、3.08亿元，EPS分别为0.40元、0.63元和0.73元，对应P/E分别为22.78倍、14.46倍、12.48倍，目前日用化学用品P/E（TTM，剔除负值）中位数为54.85倍，考虑公司估值有较大的提升空间，原材料价格回升企稳，产品毛利率有望回升至正常水平，我们首次给予其“买入”投资评级。

风险提示：

棕榈油等原材料价格波动；并购标的业绩未能兑现，商誉减值风险。

主要财务数据

关键指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4360.66	7003.04	8101.71	9133.83
增长率（%）	54.50%	60.60%	15.69%	12.74%
归属母公司股东净利润（百万元）	151.79	170.52	264.06	308.36
增长率（%）	868.77%	12.34%	54.86%	16.78%
基准股本（百万）	416.80	422.20	422.20	422.20
每股收益（元）	0.36	0.40	0.63	0.73
销售毛利率	12.53%	10.72%	11.34%	11.39%
净资产收益率（%）	7.32%	7.88%	11.46%	12.50%

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目 录

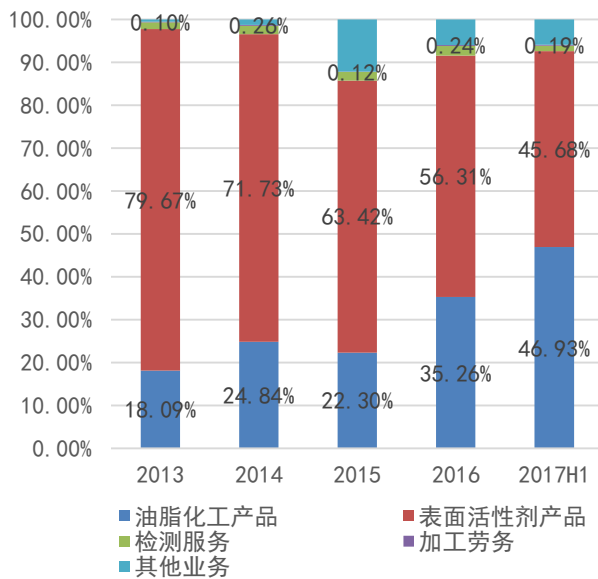
1 公司主营业务情况	5
1.1 公司主营业务情况	5
1.2 公司主要财务数据概览	6
2 阴离子表面活性剂国内龙头, 原材料价格企稳毛利率有望回升	7
2.1 中国表面活性剂情况简介	7
2.2 原材料价格企稳, 表面活性剂毛利率有望回升	9
3 国内油脂化工行业龙头企业, 棕榈油价格企稳利好公司业绩	12
3.1 中国油脂化工行业简介	12
3.2 棕榈油价格企稳利好公司业绩	13
4 检测板块毛利率高盈利能力强, 设立并购基金推动公司产业结构调整 ...	16
5 收购新天达美, 拓展至环保业务	17
6 盈利预测	20

1 公司主营业务情况

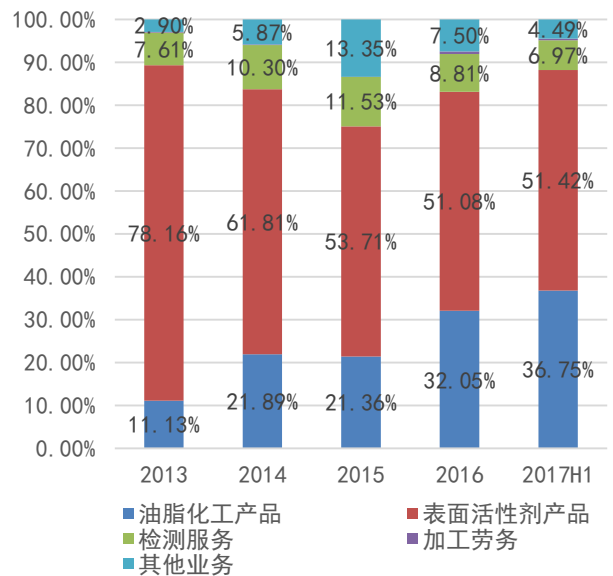
1.1 公司主营业务情况

公司是专业从事表面活性剂和油脂化学品研发、生产和销售的企业，并提供食品安全、环境、职业卫生等第三方检测认证服务。主要产品包括 AES、AOS、磺酸、MES 等表面活性剂，氢化油、硬脂酸、硬脂酸盐、油酸等油脂化工品以及第三方检测技术服务。

图表 1 2013-2017H1 公司营业收入结构



图表 2 2013-2017H1 公司毛利结构

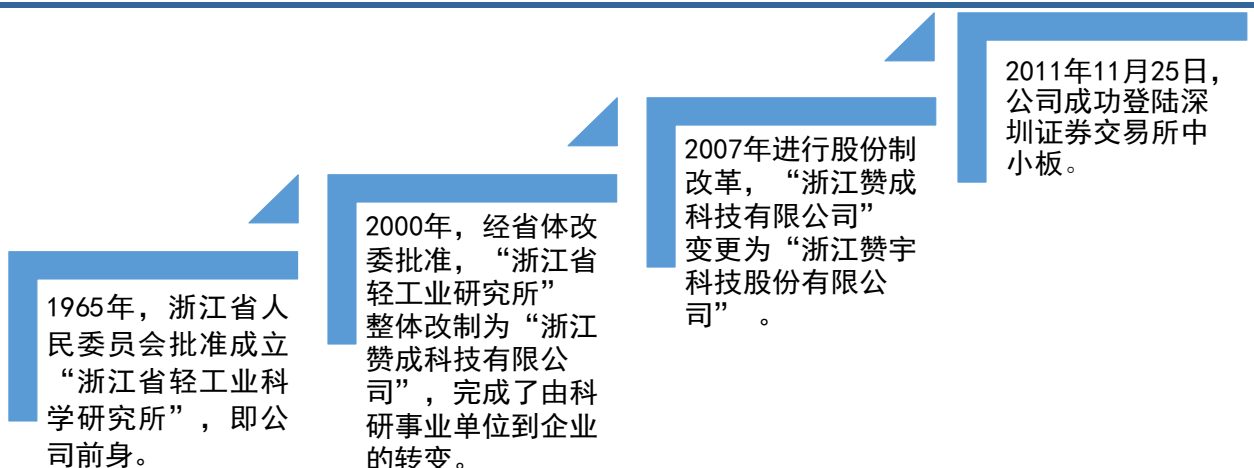


数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司前身是创建于 1965 年的“浙江省轻工业研究所”，2000 年改制为浙江赞成科技有限公司，2007 年实施股份制改造，于 2011 年登陆深交所中小板。

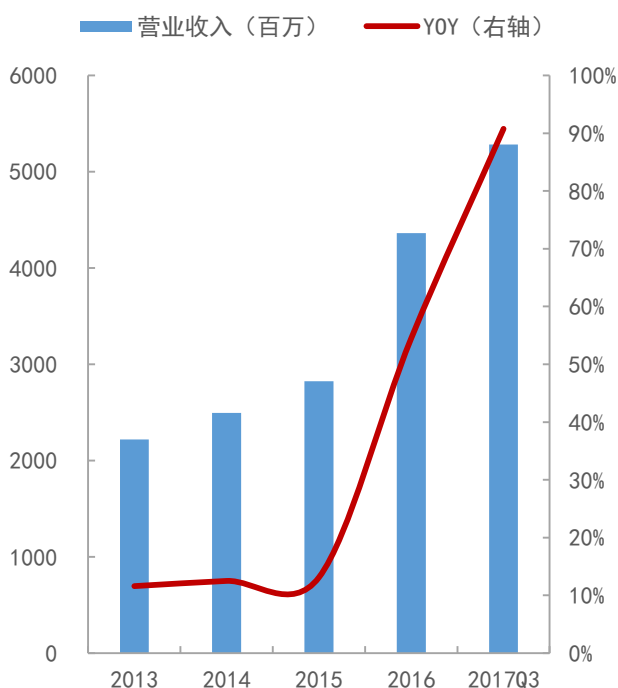
图表 3 公司发展历程



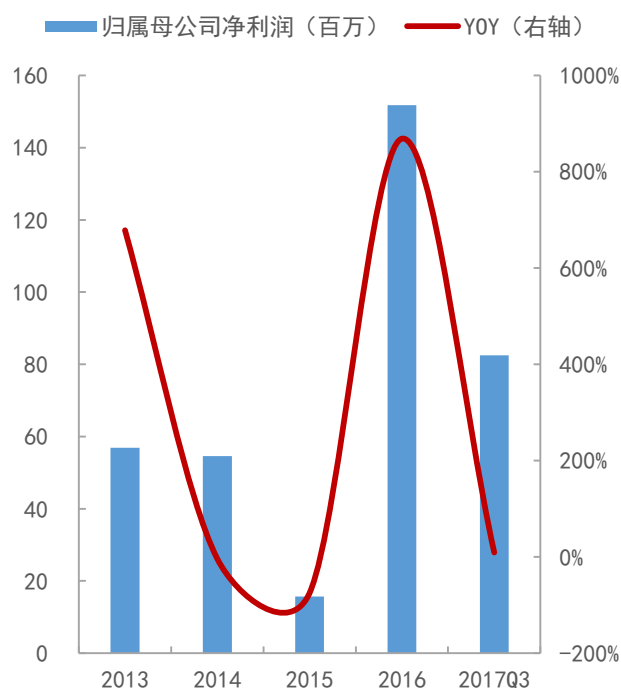
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 公司主要财务数据概览

图表 4 2013-2017Q3 公司营业收入及增速



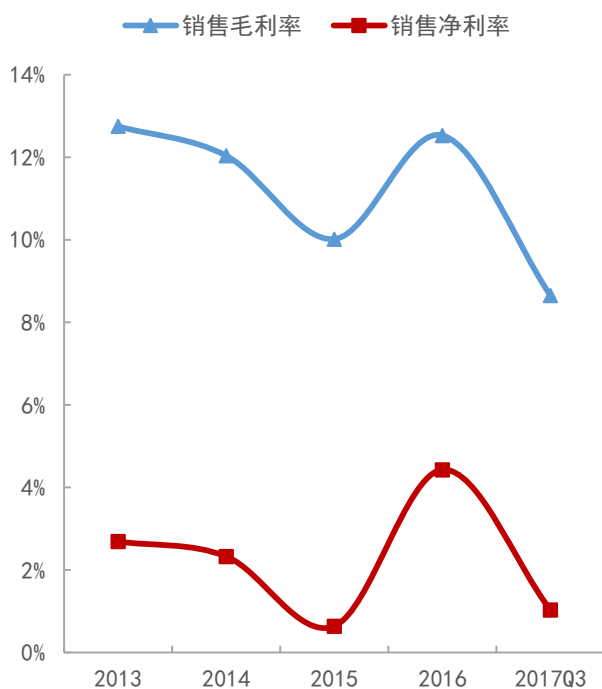
图表 5 2013-2017Q3 归属母公司净利润及增速



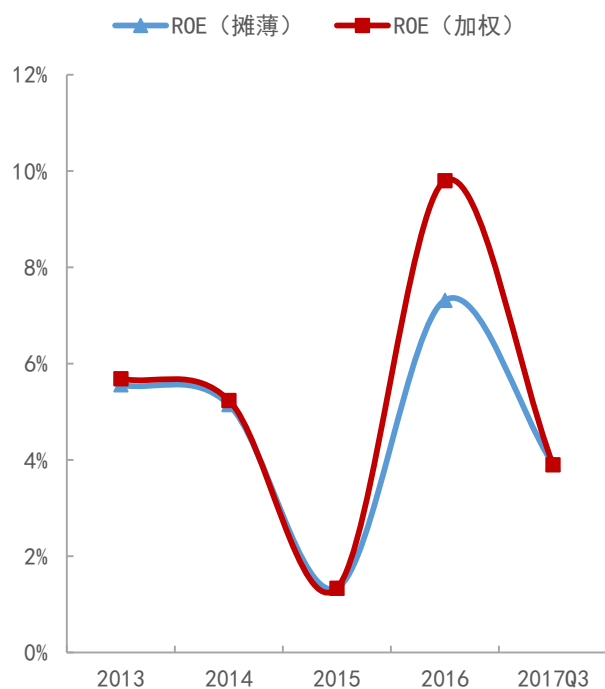
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 2013-2017Q3 公司销售毛利率与净利率



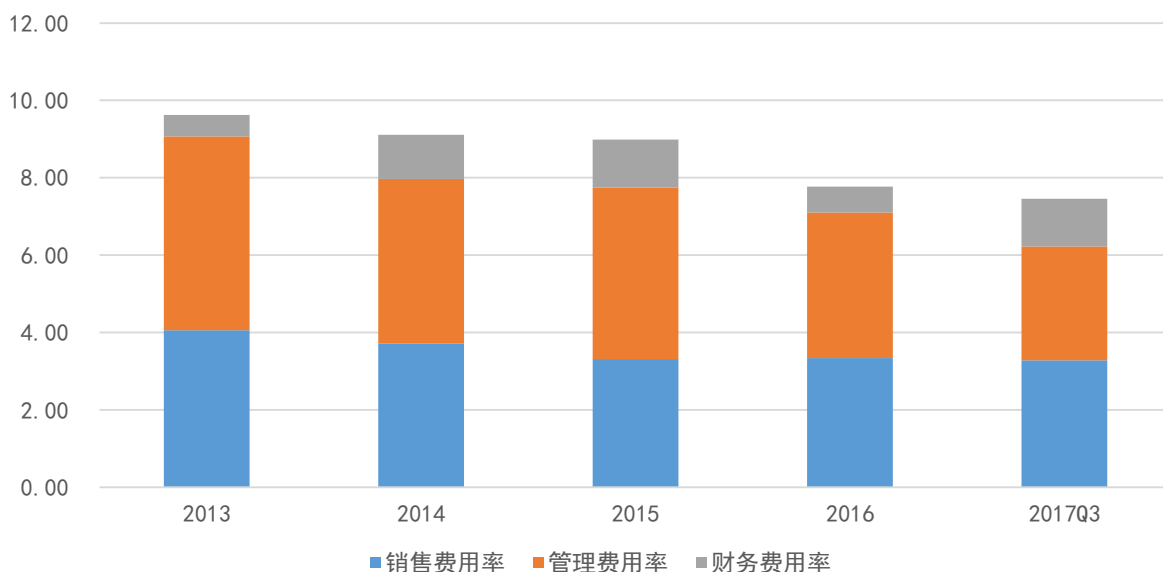
图表 7 2013-2017Q3 公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 8 公司期间费用率 (%)



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2015年起，公司营业收入及归母净利润一直保持快速增长。2017年前三季度，公司实现营业收入52.83亿元，同比增长90.75%，受上游原材料价格短期剧烈波动、公司存货跌价的影响，归母净利润8,246.65万元，仅同比增长9.17%。

三项费用率方面，2017年前三季度，销售费用率和管理费用率略有下降，财务费用率较2016年上升0.56个百分点。

2 阴离子表面活性剂国内龙头，原材料价格企稳毛利率有望回升

2.1 中国表面活性剂情况简介

表面活性剂是指在其分子中至少含有一个对显著极性表面具有亲和性的基团（以保证它在大多数情况下的水溶性）和一个对水几乎没有亲和性的非极性基团的化合物；表面活性剂在很低浓度时就能显著降低水的表面张力，在达到一定浓度后可缔合形成胶束，从而具有润湿或抗粘、乳化或破乳、起泡或消泡以及增溶、分散、洗涤、防腐、抗静电等一系列物理化学作用及相应的实际应用，可简化工艺、加速生产、降低成本，还可提高产品质量和使用价值，是一类灵活多样、用途广泛的精细化工产品。表面活性剂由于其可极大地改变物质的界面性质的独特性能，在多个行业领域都有广泛的应用，被喻为“工业味精”，是精细化工产品中最重要的品种。

表面活性剂的种类很多，按照其在水溶液中的电离特性，可以分为阴离子（a-SAA）、阳离子（c-SAA）、两性离子（z-SAA）以及非离子（n-SAA）四大类产品。

图表 9 表面活性剂的分类（按水溶液中的电离特性）

品种	主要品种	特点
阴离子	LAS、AES、AESA、LSA、AOS、K12、SAS、MES、MAP 等	具有原材料易得，成本较低，泡沫丰富及去污性能好等特点，是乳化剂、分散剂、润湿剂、洗涤剂、发泡剂等的重要组成部分。
阳离子	1227、1631、1831	具有柔软、抗静电、杀菌等特性，是柔软剂、抗静电剂、杀菌剂的重要组成部分。
两性离子	CAB-30、BS-12 等	具有去污、乳化、同时具备杀菌、抗静电、耐盐、耐酸碱、低刺激性的特点，但因成本高等缺点，主要应用于化妆品、个人护理用品等领域。
非离子	6501、CMEA、SME、NP、AEO、SPAM、TWEEM 等	具有低泡沫、去污和脱脂能力强等特点，但原材料难得和成本较高等缺点。是低泡洗涤剂、匀染剂、胶体保护剂等的组成部分。

资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

按生产用原材料分类，表面活性剂可以分为**天然油脂基表面活性剂**和**石油基表面活性剂**。

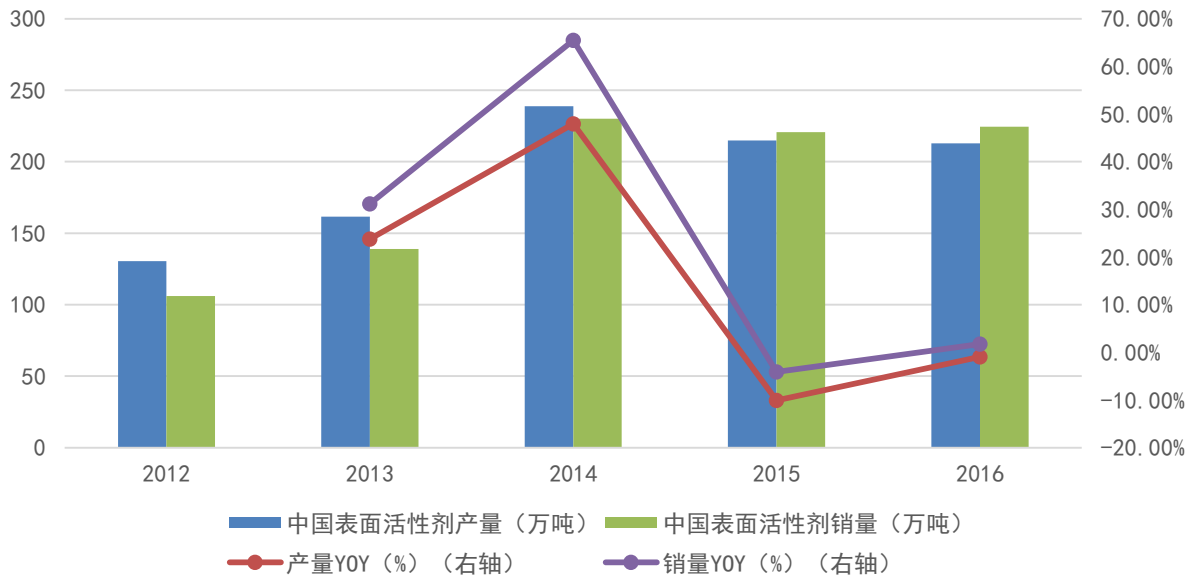
天然油脂基表面活性剂是以天然油脂为原材料制得的表面活性剂，主要包括用天然油脂制成的 6501、CMEA 等产品，用天然油脂衍生物——脂肪醇制成的 AES、AESA、LSA、K12 等醇系表面活性剂，及用天然油脂衍生物——脂肪酸甲酯制成的 MES 等产品。

石油基表面活性剂是以石油为基础原料制成的，如烷基苯、烷基酚、烯烃等原材料再进一步反应制成的表面活性剂，主要包括 LAS、AOS 等。

近年来，我国表面活性剂行业维持在一个相对稳定的发展状态，整体产销量几乎维持在 200 万吨左右。其中，阴离子和非离子表面活性剂是最大的两类产品，两者的产销量之和占全国表面活性剂产销量的 90%以上。2016 年，我国表面活性剂产量达 212.8 万吨，同比下降 0.93%，其中阴离子为 99.28 万吨（占比 46.65%）、非离子为 103.51 万吨（占比 48.64%）；2016 年我国表面活性剂销量达 224.5 万吨，同比增长 1.77%，其中阴离子为 97.03 万吨（占比 43.22%）、非离子为 106.65 万吨（占比 48.51%）。

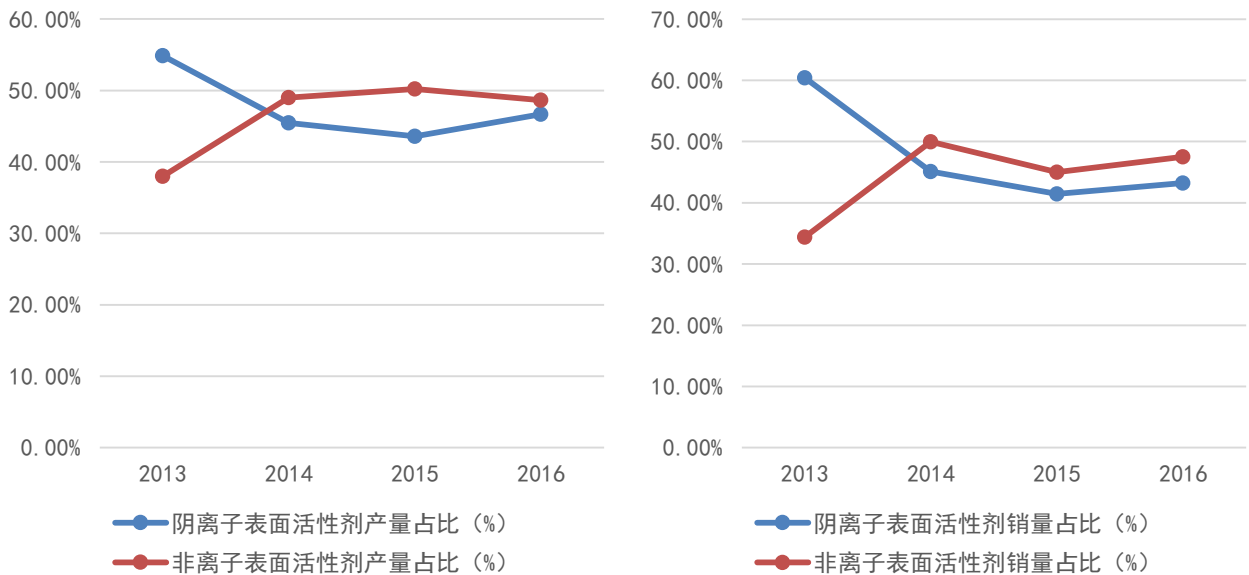


图表 10 2012-2016 年中国表面活性剂产销量情况



数据来源：中国洗协表面活性剂专业委员会，长城国瑞证券研究所

图表 11 中国表面活性剂中阴离子、非离子的占比情况

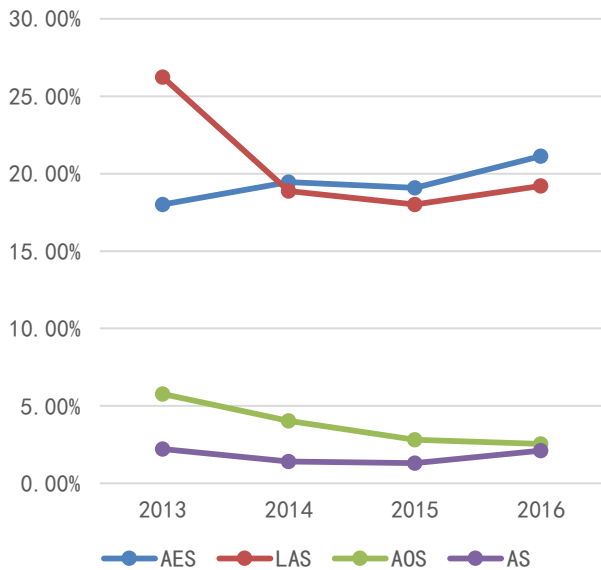


数据来源：中国洗协表面活性剂专业委员会，长城国瑞证券研究所

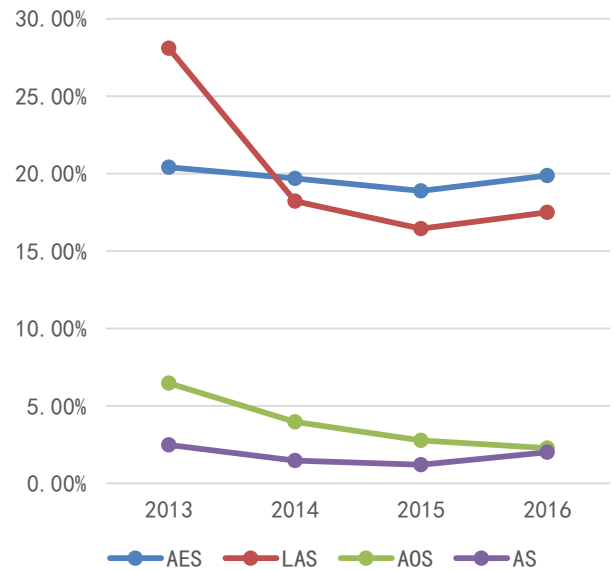
2.2 原材料价格企稳，表面活性剂毛利率有望回升

中国洗协表面活性剂专业委员会的数据显示，近年来，我国阴离子表面活性剂中，AES 产销量占全国表面活性剂产销量的 20%以上，2016 年 AES 产量为 44.96 万吨，销量为 44.64 万吨；非离子表面活性剂中，AEO 的产销量位居前列，2016 年 AEO 产销量分别为 38.25 万吨和 37.48 万吨，占全国表面活性剂总产销量的 17.97%和 16.69%。

图表 12 各阴离子表面活性剂产量占比 (%)



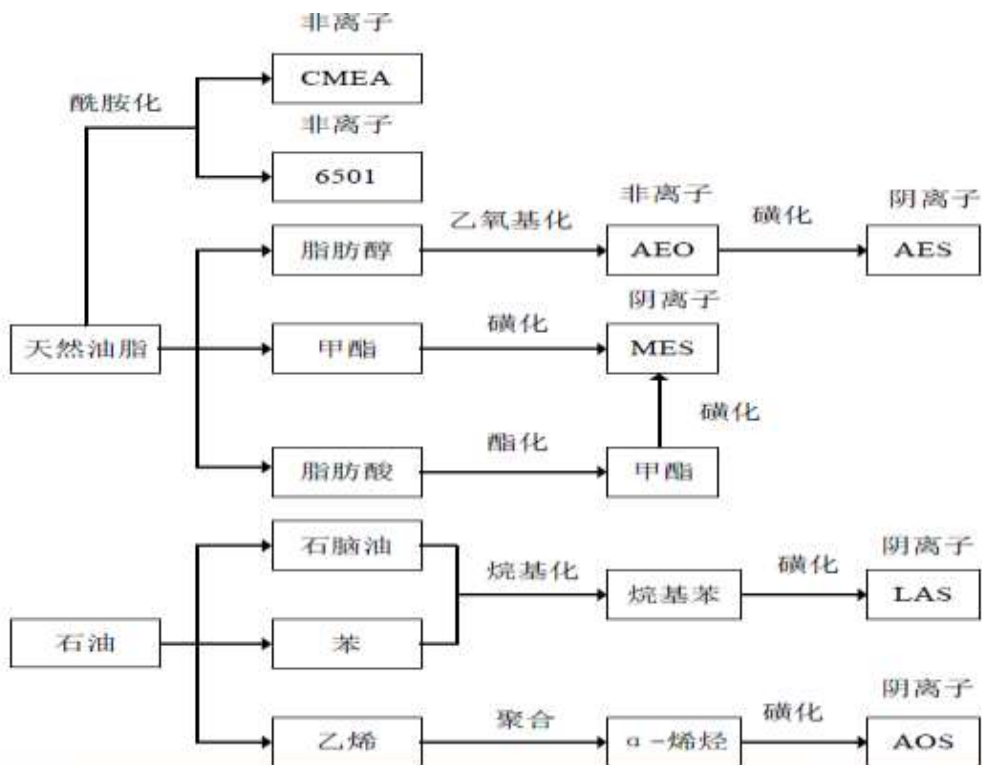
图表 13 各阴离子表面活性剂销量占比 (%)



数据来源：中国洗协表面活性剂专业委员会，长城国瑞证券研究所

公司生产的表面活性剂主要包括 AES、AOS、磺酸、MES 为代表的阴离子表面活性剂和以 6501 为代表的非离子表面活性剂。其中，AES、6501、MES 等为天然油脂基表面活性剂，6501 属于烷醇酰胺类，AOS 为石油基表面活性剂。

图表 14 公司主要产品工艺关系图



资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

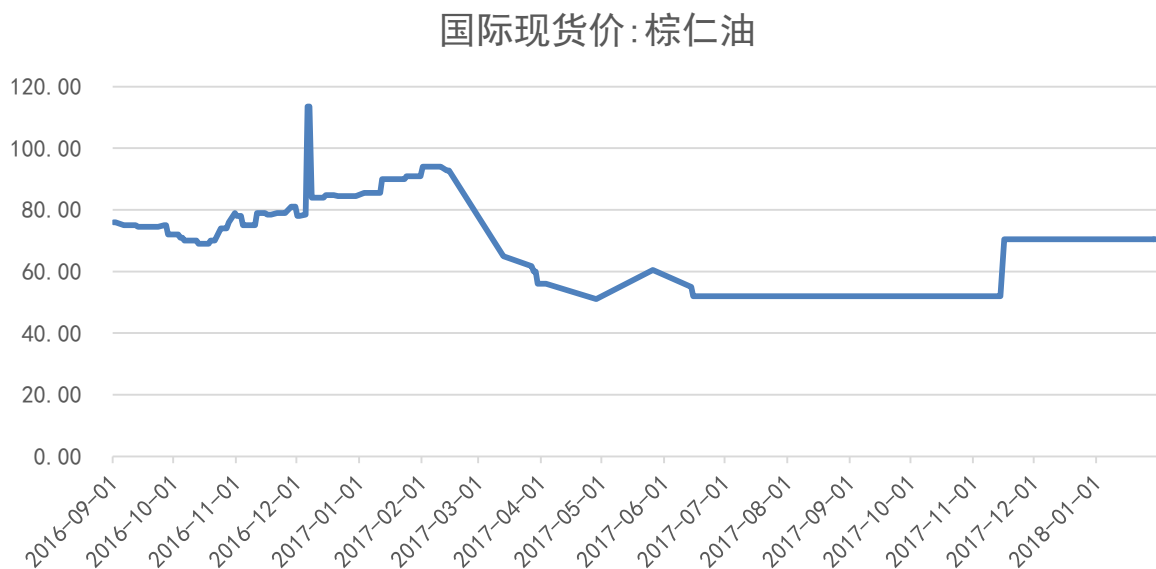


公司表面活性剂的主要直接原料为脂肪醇，终端原材料为棕榈仁油。且原材料占产品成本比重在 90%以上，因此原材料价格的波动直接影响公司产品价格及毛利率走势。

2016年，受厄尔尼诺现象以及传统棕榈产业周期更替影响，包括马来西亚和印度尼西亚在内的东南亚主要产油国的油脂产量和库存均出现下降，进而带动脂肪醇上游原料及产品价格上浮，进口主要脂肪醇价格由2016年1月的9400~9500 元/吨涨到12月的20800元/t，涨幅达120.10%，年度涨幅创历史新高。2017年上半年厄尔尼诺影响退出，油脂产量大幅回升，其价格反向大幅下跌。

原材料价格的短期剧烈波动，给公司的产品成本带来巨大影响。2017年上半年，公司表面活性剂产品销售毛利率 9.48%，较上年同期下降了 3.62 个百分点。2017年11月，棕榈仁油价格回升，目前保持在一个稳定状态，70.5 美分/磅。棕榈仁油价格企稳，为公司产品的价格及毛利率带来正面影响，有利于公司的未来业绩。

图表 15 棕仁油国际现货价（单位：美分/磅）



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

目前，公司表面活性剂的产能为 50 万吨，占据国内 30%的市场份额。整个表面活性剂行业中，有 10 家以内的产能在万吨以上，行业洗牌还没结束，产能仍处于过剩的状态。

公司表面活性剂产品具有较好的去污、发泡、分散、乳化、润湿等特性，广泛用作洗涤剂、起泡剂、润湿剂、乳化剂和分散剂，公司主要客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、立白、白猫、蓝月亮、南风化工等国际、国内知名品牌日化企业，公司多年保持阴离子表面活性剂国内龙头地位。

3 国内油脂化工行业龙头企业，棕榈油价格企稳利好公司业绩

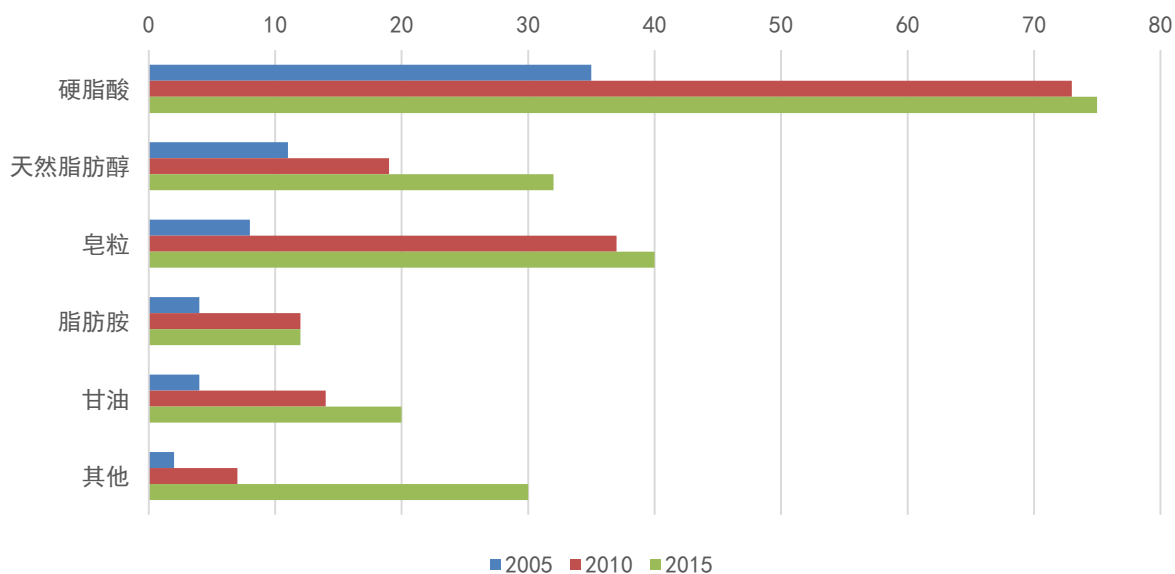
3.1 中国油脂化工行业简介

油脂化工行业，是指包括了从含油脂的各种材料，如植物的种子、果实、动物的组织和骨骼等，通过一系列的物理学方法、化学方法、生物学方法等，进行油脂的制备、提炼、精炼以及改质，从而生产出各种优质产品，以及以油脂为原材料生产各种油脂化学品，如脂肪酸、脂肪醇、脂肪胺以及甘油等的产业。油化产品广泛应用在表面活性剂、食品、化妆、医药、造纸、塑料、橡胶、农药等领域。

我国油脂化工产品以基础油脂化学品为主，主要包括脂肪酸、脂肪醇、脂肪胺以及甘油等。这些基础油脂化学品经过诸如氢化、乙氧基化、磺化、硫化、皂化等反应，能够生产出众多化学品，并应用于塑料、橡胶、纺织、日化、皮革、造纸、油田等诸多下游领域。

中国洗涤用品工业协会油脂化工分会发布的《中国油脂化工行业发展“十三五”规划》显示，“十二五”期间，我国油脂化工产业规模持续扩大，主要油脂产品的产量及表观需求量均保持了一定幅度的增长。其中，天然脂肪醇产量及表观需求量均为两位数增长，年复合增长率分别为 10.99% 和 11.45%；硬脂酸产量年复合增长率为 0.54%，表观需求量年复合增长率为 3.21%。

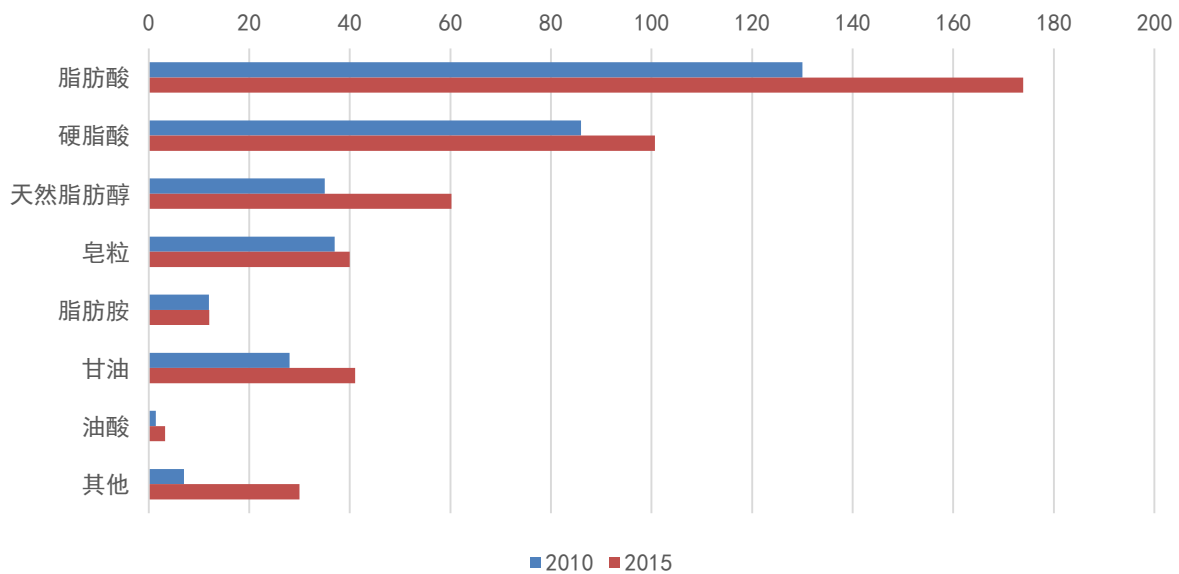
图表 16 2005、2010 及 2015 我国油脂化工品的产量情况（单位：万吨）



数据来源：中国油脂化工行业发展“十三五”规划，长城国瑞证券研究所



图表 17 2010 及 2015 年我国油脂化工品的表现需求量情况（单位：万元）



数据来源：中国油脂化工行业发展“十三五”规划，长城国瑞证券研究所

2016 年中国洗协表面活性剂专业委员会统计脂肪酸生产企业总计 16 家，脂肪酸总产量 105.59 万 t，总销量约合 99.36 万 t。其中，硬脂酸产量为 49.07 万 t，销量为 51.28 万 t，产销量分别占脂肪酸总产销量的 46.47%和 51.60%。硬脂酸的下游需求主要以洗涤皂类、塑料助剂、橡胶助剂行业为主，2016 年受益于房地产拉动以及下游汽车行业回暖，塑料和橡胶行业的景气度也持续回升，使得硬脂酸工业需求量增加。

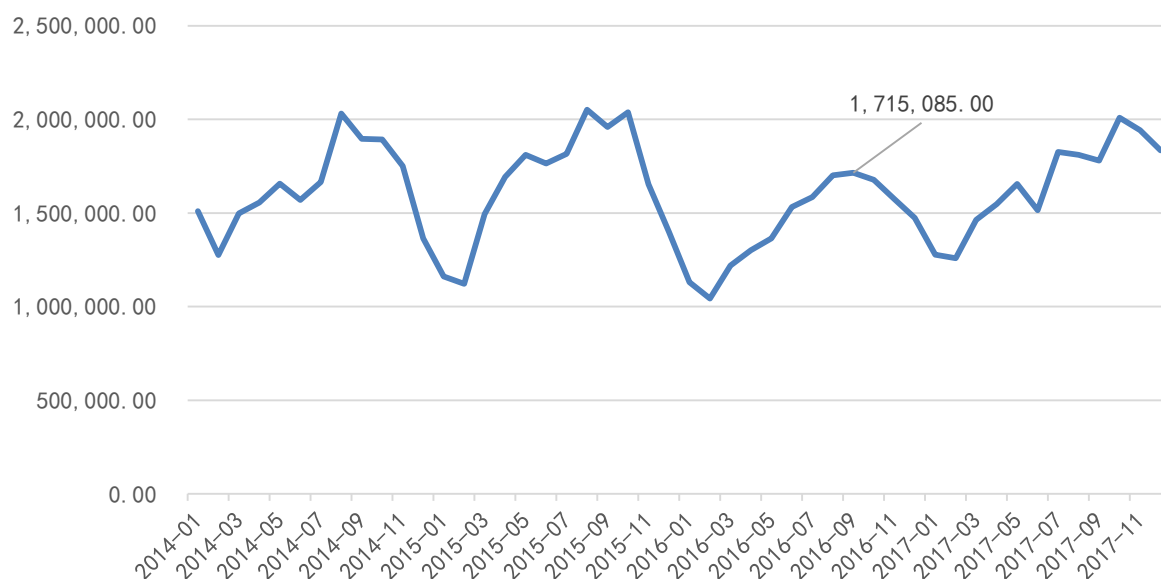
3.2 棕榈油价格企稳利好公司业绩

2012 年，公司收购杭州油脂化工，开始进入油脂化工领域，现杭州油化已逐步成为了国内最具竞争力的公司，规模体量达 20 万吨。2016 年，公司又完成对杜库达和南通凯塔两家公司各 60% 的股权收购，油脂化工业务规模快速扩大，两家公司的体量之和为 70 万吨（其中印尼杜库达 45 万吨）。

公司油脂化工业务以棕榈油为主要原料，生产的产品包括氢化油、硬脂酸、硬脂酸盐、油酸、甘油及其他助剂等油脂化工产品，在日化、塑料、橡胶、涂料、建材、医药、纺织、军工、冶金、矿产等领域均有广泛的应用。其中，南通凯塔和印尼杜库达两公司主要生产氢化油、硬脂酸及甘油等油脂化工产品，杭州油化主要生产油酸、硬脂酸盐、以及其他助剂类产品。

公司油脂化工产品原材料（包括包装物）占总成本的比例大致在 80%以上，主要原料为棕榈油、催化剂和甲醇，其中棕榈油又占了原料中的 95%以上。全球的棕榈油的产量主要来自于马来西亚和印尼，其产量约占据了全球的 90%，因此这两个国家的产量变化成为棕榈油价格走势的重要影响因素。另外，棕榈油的国内需求亦决定了其进口价格的波动。

图表 18 马来西亚棕榈油产量（单位：吨）



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 19 棕榈油中国港口现货平均价（单位：元/吨）



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

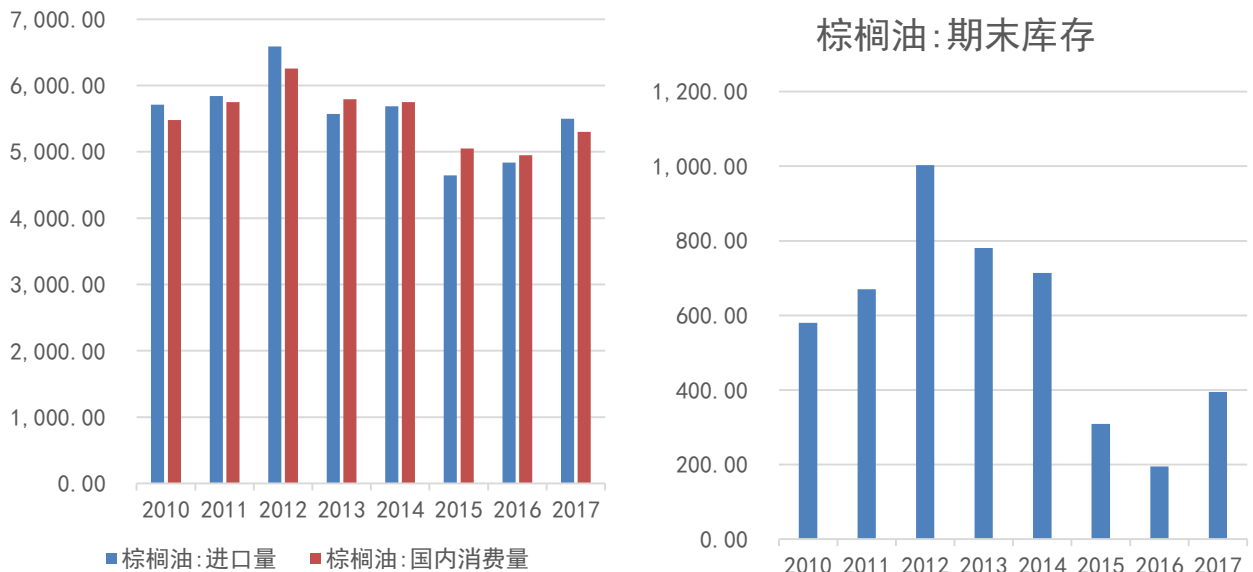
受厄尔尼诺现象以及传统棕榈产业周期更替影响，2016年四季度开始，包括马来西亚和印度尼西亚在内的东南亚主要产油国的油脂产量出现下降。马来西亚的棕榈油产量从2016年9月的高位171.51万吨/月下降至2017年1月的127.68万吨/月。产量下滑导致棕榈油价格攀升，中国港口的棕榈油现货价格从2016年9月1日的6058.33元/吨攀升至2016年11月的6800元/吨附近。

2011年以来，中国每年需求棕榈油量为500到600万吨，2014至2016年需求量有所减少。2016年全球棕榈油减产，中国港口库存偏低，造成整体供应量不足，价格持续高位。2017年上半年厄

尔尼诺影响消除，棕榈油产量大幅回升至160万吨/月左右，导致其价格反向大幅度下跌至6000元/吨左右。

棕榈油价格的短期大幅波动对公司油脂化工的产品的销售业绩产生负面影响。2017年上半年，公司油脂化工类产品销售规模有较大幅度增长，共实现营业收入1.51亿元，较上年同期增加了325.21%。但销售毛利率仅为6.60%，较上年同期下降了5.00个百分点。

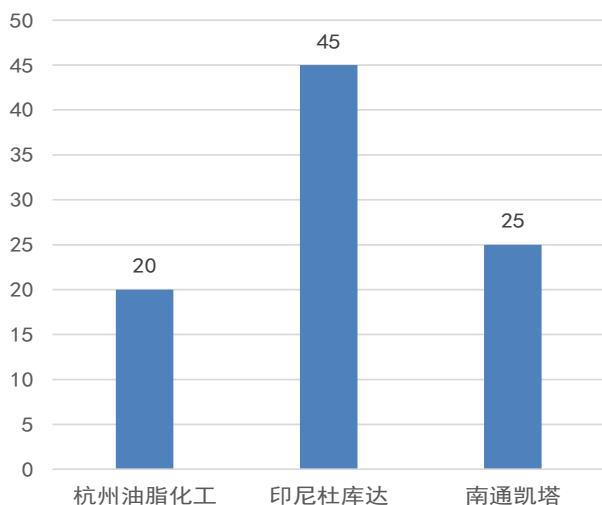
图表 20 我国棕榈油进口量、国内消费量及期末库存量情况（单位：千吨）



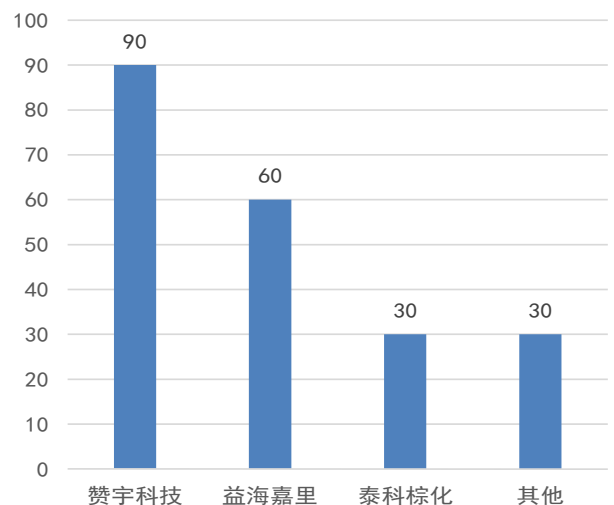
数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

国内油脂化工行业目前的生产企业在 10 家以内，其中益海嘉里在国内有 60 万吨的油脂化工产品产能，泰科棕化有 30 万吨，其他剩下的企业为 30 万吨左右。公司已成为国内油脂化工龙头企业，产品主要销往中国大陆、台湾、东南亚、美洲、欧洲等国家和地区。

图表 21 公司油脂化工产能情况（万吨）



图表 22 国内油脂化工产能情况（万吨）



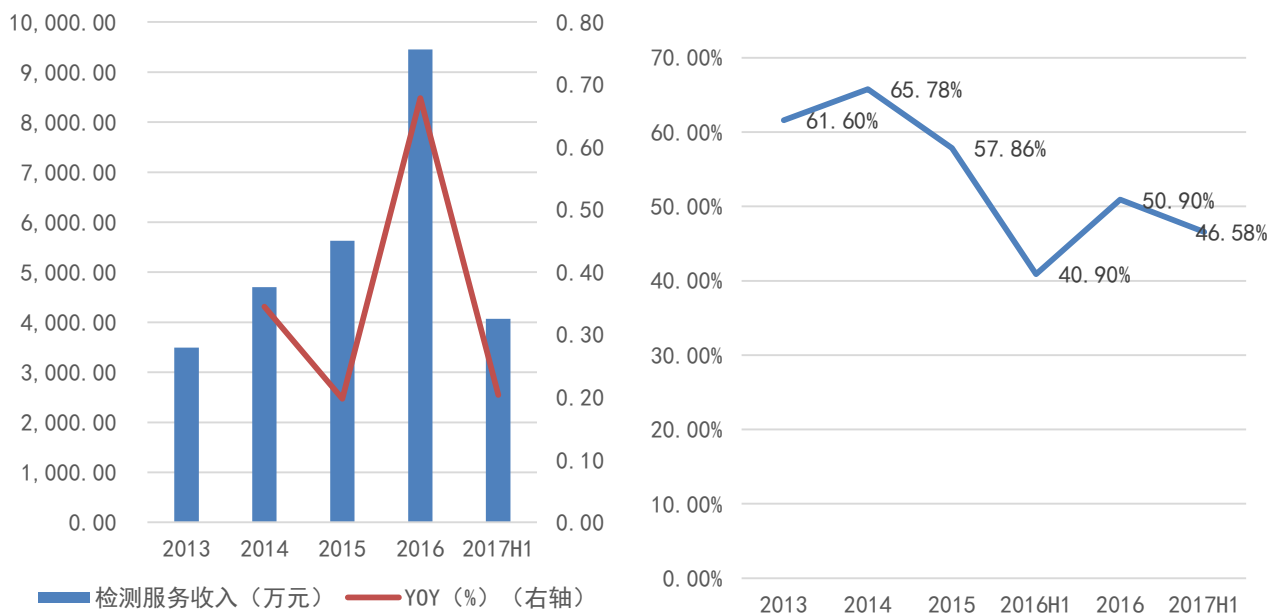
数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

4 检测板块毛利率高盈利能力强，设立并购基金推动公司产业结构调整

公司第三方检测业务以浙江省内为主，现阶段业务涵盖食品、化妆品、保健品、安全卫生、职业健康、环境环保等领域，接受政府部门委托开展专业检测服务，同时也为生产经营企业提供质量检测外包服务，所出具的检测报告在行业内部具有较高的公信力，在浙江省内第三方检测服务排名居前。公司各检测业务子公司积极参与浙江省内及周边邻近省份的政府招投标检测项目，并通过积极整合客户资源产生协同效应，增加检测服务的市场规模和营业收入。

2017年上半年，公司第三方检测服务实现营业收入4,069.67万元，较上年同期增长了20.41%，实现销售毛利率为46.58%，较上年同期增长了5.68个百分点。

图表 23 公司第三方检测服务业务收入及毛利率情况



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

同时，公司与另外两名合伙人设立了“赞宇科地并购基金”，目的在于帮助公司整合业内各方面的优势资源，及时把握并购机会，加快推动公司产业结构调整，培育新的利润增长点。该产业基金的投资方向为表面活性剂、日用化工、油脂化工、检验检测、环境环保和消费升级等。产业基金已先后投入诚鑫化工、维顿生物、江苏金马油脂、武汉新天达美等企业。

2017年9月30日，全体合伙人认缴出资人民币45,925万元，实际已出资金额45,925万元。截止2017年12月29日，赞宇科地并购基金已向华安未来资产管理（上海）有限公司（代资管计划）归还优先级有限合伙人出资本金26,300.00万元及相应收益，已向我公司归还出资本金8,000.00万元。此次资金分配后，全体合伙人具体出资情况如下：

图表 24 产业并购基金募资情况

合伙人名称	类型	出资方式	认缴出资额 (万元)	认缴比例	归还后实际出 资额 (万元)
赞宇科技集团股份有限公司	劣后级有限合 伙人	现金	15,000	32.66%	7,000
杭州科地资本集团有限公司	普通合伙人	现金	225	0.49%	225
华安未来资产管理(上海)有 限公司(代资管计划)	优先级有限合 伙人	现金	30,700	66.85%	4,400
合计			45,925	100%	11,625

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

5 收购新天达美，拓展至环保业务

随着工业化、城镇化深入发展，当前我国面临着水资源匮乏，同时水污染严重的现状使大力发展污水处理行业成为了解决水污染问题的当务之急。公司作为表面活性剂日用化工及油脂化工领域的龙头企业，在全国各地多个生产基地投资建设了工业污水处理设施，在工业污水治理和回用方面已经积累了较为丰富的经验。公司在紧紧围绕表面活性剂及油脂化工产品的生产和销售的基础上，积极拓展环保领域的业务。2016年1月，公司先后完成对杭州市环境检测科技有限公司70%股权和浙江杭康检测技术有限公司75%股权的收购。公司在原有第三方检测业务的基础上成功拓展到了环境检测领域，环境检测成为公司新的业务增长点。

2017年4月26日，赞宇科地并购基金与珠海万源水务投资管理企业(有限合伙)(以下简称“万源水务”)签署了股权转让协议，收购珠海万源持有的武汉新天达美环境科技股份有限公司(以下简称“新天达美”)29%股权，股权转让价格14,500万元人民币，并购基金与新天达美及其他股东共同签署了《增资协议》，并购基金以货币出资12,000万元认购新天达美新增注册资本637.6459万元，并购基金持有新天达美41.45%股权。

2017年9月29日，公司与珠海万源、赞宇科地并购基金、珠海聚尚投资中心(有限合伙)、上海统赢资产管理合伙企业(有限合伙)、江阴睿信投资管理有限公司、厦门添盈股权投资管理合伙企业(有限合伙)、陈朗云分别签订了《资产购买协议》，以70,742.20万元人民币收购交易对方合计持有的新天达美73.815%股权。其中，赞宇科地并购基金以37,305.00万元人民币将其持有的新天达美41.45%股权转让给公司。目前，公司直接持有新天达美73.815%的股权。

新天达美是一家水资源保护与利用的解决方案和运营服务提供商，致力于污水处理、受污染水体净化、水资源保护与修复，主营业务为运用拥有自主知识产权的“碳系载体生物滤池系统”

及其衍生技术为客户提供污水处理、湖泊河流水质净化的解决方案，提供工程的设计、建造和运营管理服务，被誉为中国水污染治理行业“碳系载体生物滤池技术”的开拓者、湖泊河流生态修复技术的领先者。通过收购新天达美，公司将环保业务拓展到行业前景广阔的水处理行业，有利于增强公司在环保领域的竞争力。

新天达美针对我国污水排放形态和水质状况，通过学习国际先进经验并结合公司多年曝气生物滤池工艺的研究成果，研发出“一种城市污水深度净化处理工艺”、“碳系载体生物滤池系统”等多项拥有自主知识产权的专利和专有技术。“碳系载体生物滤池系统”具有“安全、高效、经济、稳定、生态、景观”等综合优势，已在城镇污水处理、湖泊水体修复、河道生态保护、养猪场污水处理等领域得到成功应用，处理设施可与园林景观、人行走道等融为一体。

公司的主要产品和服务为污水处理和湖泊河流水质净化工程及其运营服务，具体如下：

公司运用“碳系载体生物滤池系统”、“一种城市污水深度净化处理工艺”等多项专利技术为客户设计和建造污水处理设施，并提供建成后的运营服务。对于城镇污水处理项目，“碳系载体生物滤池系统”能对各类污水进行有效的处理，处理后的水质能达到国家排放标准；对于河流、湖泊等水体的生态修复项目，“碳系载体生态修复技术”不仅能持续不断的处理受污染的水体，而且能增强水体的生物活性，提升其自净能力，使受污染的水体重新恢复生态平衡。

STCC 碳系载体生物滤池不仅适用于分散型生活小区、旅游景点、宾馆医院、乡镇村组的污水处理，也适用于集中型中小规模城市污水处理厂的建设。既适用于城镇污水处理，也适用于湖泊水体修复、河道水质净化以及养殖场等可生化性废水处理。STCC 碳系载体生物滤池技术已成功应用于湖北、安徽、江苏、重庆等全国多省市的城镇污水处理、湖泊水体修复、河道水质净化等不同类型和规模的污水处理工程上。

图表 25 新天达美部分项目情况

项目名称	项目概况	项目特色
东湖碧波宾馆污水处理设施（市民休闲广场）EPC	东湖碧波宾馆位于东湖湖畔，其尾水直接排放至东湖，该污水处理设施规模为 240 吨/天，2008 年建成使用，设计出水标准达到国家《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918—2002）一级 A 标准。	①项目位于全国最大的城中湖、国家五星级景区东湖风景区内，宾馆污水经处理后达到优于一级 A 标准直排东湖。 ②地面全部绿化作为市民休闲广场。
湖北中医药大学 EPC	湖北中医药大学位于黄家湖大学城，其废水来源于学院医院预处理废水、中医药科学实验中心预处理废水、	武汉市第一个达到地表水Ⅳ类的污水处理工程，2005 年建成



	学生公寓及食堂的生活污水。该处理站于 2005 年建成使用，规模为 2000 吨/天，处理后的主要指标达到国家《地表水环境质量标准》（GB3838-2002）的IV类，全部中水回用。	稳定运行至今。出水全部回用于宿舍冲厕和园林绿化。
荆州市石首城北污水处理厂 BOT	总规模 2 万吨/天，一期 1.1 万吨/天，2009 年底建成通水，设计出水标准达到国家《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）一级 A 标准，尾水受纳水体为“山底湖”。	出水标准一级 A，排入城中湖，大大改善了湖泊水体质量。
武汉市黄金口污水处理厂 BOT	总规模 6 万吨/天，一期 1.5 万吨/天，2010 年底建成，设计出水标准达到国家《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）一级 A 标准，受纳水体为“龙阳湖”。	工业园污水处理厂，处理汉阳黄金口工业园园区污水。出水标准一级 A，是国家外专局引进国外智力示范基地。
园博园楚水净化工程 EPC	“楚水”是园博园标志性景观，湖水容量 100,000M3，为封闭水体，自净能力较差，但水质要求较高。STCC 碳系水体生态修复工艺使用后，出水主要指标可达到《地表水环境质量标准》（GB3838-2002）III 标准，有效保障水质。	第十届中国（武汉）国际园林博览会唯一指定水质净化技术。

资料来源：新天达美公开招股说明书，长城国瑞证券研究所

公司与珠海万源签订了《盈利预测补偿协议》：新天达美在 2017-2019 年度归属母公司的净利润数（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准）分别不低于 8,000 万元， 10,660 万元和 13,000 万元。

6 盈利预测

图表 26 盈利预测
单位：百万元

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4360.66	7003.04	8101.71	9133.83	货币资金	241.90	546.24	631.93	712.44
减：营业成本	3814.43	6252.15	7182.72	8093.53	应收和预付款项	672.38	962.65	913.15	1191.16
营业税金及附加	13.07	14.01	24.31	27.40	存货	1045.28	1211.47	1381.17	1540.24
营业费用	145.57	233.90	265.74	299.59	其他流动资产	174.62	174.62	174.62	174.62
管理费用	163.98	224.10	239.00	269.45	长期股权投资	15.00	33.00	53.00	73.00
财务费用	29.36	63.19	54.09	41.37	投资性房地产	225.50	225.50	225.50	225.50
资产减值损失	15.53	77.00	11.00	11.00	固定资产	2136.56	1777.25	1483.95	1190.64
投资收益	3.04	18.00	20.00	20.00	无形资产	218.44	206.22	194.01	181.79
公允价值变动	17.85	-5.00	0.00	0.00	其他非流动资产	20.42	19.42	18.42	18.42
其他经营损益	0.00	8.00	8.00	8.00	资产总计	4750.10	5156.38	5075.75	5307.81
营业利润	199.61	159.70	352.86	419.49					
其他非经营损益	6.11	9.00	52.00	55.00	短期借款	620.61	1882.65	383.84	1284.43
利润总额	205.72	168.70	404.86	474.49	应付和预收款项	1548.10	627.69	1823.71	894.78
所得税	12.55	23.35	57.73	68.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	193.17	145.34	347.13	406.32	其他负债	21.59	21.59	21.59	21.59
少数股东损益	41.38	-25.18	83.07	97.96	负债合计	2190.30	2531.93	2229.14	2200.81
归母净利润	151.79	170.52	264.06	308.36	股本	416.80	416.80	416.80	416.80
					资本公积	1126.80	1126.80	1126.80	1126.80
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	531.22	621.04	760.14	922.56
经营活动现金流	-72.29	-840.98	1691.01	-711.51	归母股东权益	2074.82	2164.64	2303.74	2466.16
投资活动现金流	-666.69	2.65	44.20	46.75	少数股东权益	484.98	459.81	542.88	640.83
融资活动现金流	778.33	1142.66	-1649.52	745.27	股东权益合计	2559.80	2624.45	2846.61	3107.00
现金流量净额	36.60	304.34	85.70	80.50	负债和股东权益	4750.10	5156.38	5075.75	5307.81

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

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：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%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：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。