

第三方治理加速渗透，工业水治理龙头高增长可期

——上海洗霸 (603200.SH) 公司深度报告

公司深度研究

邱懿峰 (分析师)	黄红卫 (联系人)	赵腾辉 (联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.07.05
收盘价(元):	32.81
一年最低/最高(元):	30.43/53.88
总股本(亿股):	0.75
总市值(亿元):	24.62
流通股本(亿股):	0.25
流通市值(亿元):	8.29
近3月换手率:	252.8%

● 国内领先的水处理服务提供商，“小而美”的优质标的：

公司是国内领先的水处理服务提供商，专注化学水处理业务，客户覆盖钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、汽车制造、民用等领域。公司业绩比较稳健，2013年至2017年营收及归母净利润复合增长率分别为13.64%、11.76%。公司毛利率高、负债低、现金流好，是工业水领域“小而美”的优质标的。

● 行业大势：第三方治理加速渗透：

工业水行业整体增速放缓，年均600亿至700亿空间。我们认为，未来工业水治理的主要突破点是第三方治理带来的渗透率提升。(1)由于工业水相对更复杂，治理难度也更大，废水偷排现象屡禁不止。2016年以来，“环保督查+排污许可证制度+环保税”共同建立了一套监管的长效机制，倒逼工业废水处理正规化，企业有向第三方转移治污责任的动力。(2)受供给侧改革和环保高压影响，工业废水排放量大的主要行业（化工、造纸、纺织、煤炭等）的企业盈利能力显著改善，由此环境治理意愿将增强。(3)循环经济产业园可以将原本零散的排污企业集中起来，污染物可以进行规模化的集中处置，可以大大降低治污成本，也更方便第三方进来统一进行管理，有望成为第三方治理重要的突破口。

● 公司在“技术、项目经验、品牌”上优势显著，最先受益：

公司在技术、项目经验、品牌等方面都具有优势，已经逐渐得到了业内的认可，大量客户的服务时间都超过了10年，在钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、汽车制造、电子等工业与民用建筑领域拥有较高的品牌知名度。工业水治理相对市政工程更重视“治理效果”，龙头公司具备更强的竞争优势。

● 看好公司在第三方治理方面渗透率的提升，维持“推荐”评级：

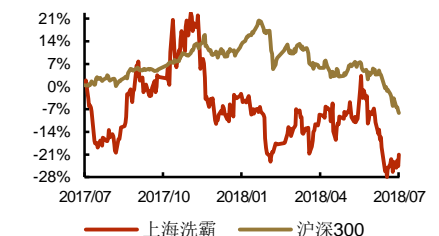
由于公司业务推进速度加速，我们上调盈利预测，预计公司2018-2020年EPS分别为1.06(+0.08)、1.30(+0.18)和1.59(+0.32)元，当前股价对应2018-2020年PE分别为30.9、25.3和20.6倍。我们看好公司在第三方治理方面渗透率的提升，维持“推荐”评级。

● 风险提示：竞争加剧、上游企业盈利能力下降、新业务拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	296	301	391	496	607
增长率(%)	21.4	1.6	30.0	26.6	22.6
净利润(百万元)	59.3	58	80	97	120
增长率(%)	40.0	-3.0	38.5	22.1	22.9
毛利率(%)	43.8	42.3	45.0	45.5	45.7
净利率(%)	20.0	19.1	20.4	19.6	19.7
ROE(%)	16.0	8.1	10.9	11.9	13.0
EPS(摊薄/元)	0.79	0.77	1.06	1.30	1.59
P/E(倍)	41.54	42.8	30.9	25.3	20.6
P/B(倍)	6.63	3.5	3.4	3.0	2.7

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.63	1.6	-11.28
绝对	-13.71	-11.69	-19.95

相关报告

《业绩低于预期，期待2018年业绩反弹》
2018-04-20

《业绩增长稳健的国内领先水处理服务提供商》
2018-01-08

《业绩稳步增加，多因素利好公司未来发展》
2017-10-26

投资要件

关键假设

1. 预计公司汽车制造板块有望继续做大做强。
2. 预计公司石油化工及钢铁冶金板块增速回升。
3. 预计公司民用板块基本保持平稳，小幅上涨。
4. 预计公司制浆造纸板块业绩稳中向下。

我们区别于市场的观点

1. 市场认为工业水治理空间已经不足，行业空间下滑对公司业绩产生不利影响。我们认为，尽管整个工业水的市场空间不会大幅增长，但是目前“环保督查+排污许可证制度+环保税”会倒逼工业废水处理正规化，而上游资源型企业盈利能力回暖也增强了环境治理的意愿，第三方治理市场是一个逐渐打开的过程，渗透率有望持续提升。

2. 市场认为公司对上游行业的依赖较大，如个别上游行业景气度下降，对公司业绩影响较大。我们认为，上游行业对公司的业绩确实会有影响，但是公司目前通过稳步拓展传统优势行业和积极开拓新的领域来抵御上游行业可能出现的盈利能力下滑的风险，通过量的提升来抵御质的不确定性。一方面，公司目前已经通过优质的服务逐渐建立了良好的口碑，客户的稳定性较强，也为发展新客户打下了坚实的基础。另一方面，公司也在积极拓展新的工业水领域，例如汽车制造业务就是一个典型的成功案例，未来随着新的领域逐渐打开，公司对个别行业的景气度依赖就会大大降低。

3. 市场认为大型企业在环保治理方面更信赖外企，公司作为民营企业竞争力有限。我们认为，随着公司近些年的不断努力，技术已经逐渐成熟，相比于外企成本更低，已经具备了很强的竞争力。公司目前已经获取了大量的大型企业订单，如中石化、宝钢、武钢、上汽等。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩的释放，我们认为，公司作为国内工业水行业的龙头企业，在工业水治理第三方治理的大趋势下，有望抓住机遇快速扩张。公司汽车制造业务的成功彰显了实力，未来在其他新领域的拓展可期。公司目前体量还比较小，业绩弹性大。同时，公司负债低、现金流好，在宏观去杠杆的大背景下理应给与更高的估值。

估值与投资建议

由于公司业务推进速度加速，我们上调盈利预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06 (+0.08)、1.30 (+0.18) 和 1.59 (+0.32) 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 30.9、25.3 和 20.6 倍。公司毛利率高、负债低、现金流好，业绩增长稳健，是国内优质的工业水治理标的。公司在汽车制造、石油化工等领域拓展较快，逐渐形成了稳定的客户基础和良好的口碑，为后续新业务拓展打下基础。在工业水第三方治理渗透率提升的进程中，公司作为龙头公司最先受益，维持“推荐”评级。

投资风险

竞争加剧、上游企业盈利能力下降、新业务拓展不及预期。

目 录

1、国内领先的水处理服务提供商.....	5
1.1、主营业务由民营领域向工业领域拓展.....	5
1.2、专注于化学水处理业务.....	5
1.3、“小而美”：业绩增长稳健、毛利率高、负债低、现金流好.....	6
1.4、实际控制人持股比例高.....	8
2、行业大势：第三方治理是工业水处理市场未来主要突破点.....	8
2.1、行业整体增速放缓，年均 600 亿至 700 亿空间.....	8
2.2、“环保督查+排污许可证制度+环保税”倒逼工业废水处理正规化.....	9
2.3、上游资源型行业回暖，环境治理意愿将增强.....	10
2.4、循环经济产业园是第三方治理突破的良好契机.....	12
3、市场化后将更重视“处理效果”，公司有望凭借“技术、项目经验、品牌”的优势突出重围.....	13
3.1、民营企业逐渐成熟，已具备了更强的竞争优势.....	13
3.2、公司在“技术、项目经验、品牌”上优势显著，国产替代可期.....	14
3.2.1、技术研发实力强.....	14
3.2.2、项目经验丰富.....	14
3.2.3、品牌带来稳定的客户基础.....	17
4、水环境治理潜力巨大，有望成为公司新的业绩亮点.....	18
5、上市后首个股权激励授予登记完成，绑定员工利益.....	19
6、盈利预测与投资建议.....	19
7、风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司业务构成.....	5
图 3：公司业务占比（%）（2017 年）.....	5
图 4：公司水处理系统种类和目标.....	6
图 5：公司业绩稳健增长.....	7
图 6：公司汽车制造业务拓展迅猛.....	7
图 7：毛利率比较（%）.....	7
图 8：资产负债率比较（%）.....	7
图 9：经营活动产生的现金流量净额/营业收入比较（%）.....	7
图 10：公司股权结构（首次发行后）.....	8
图 11：全国工业废水治理完成投资总额（亿元）.....	8
图 12：工业废水处理能力仍有余地.....	8
图 13：根据我们预测，未来几年工业水治理市场空间年均 600 亿至 700 亿.....	9
图 14：环保督查力度逐渐趋严.....	10
图 15：环保监管长效机制.....	10
图 16：重点行业废水排放情况（亿吨）.....	11
图 17：上游资源型行业盈利能力整体回暖.....	11
图 18：化工行业净利率变化（%）.....	11
图 19：造纸行业净利率变化（%）.....	11
图 20：纺织行业净利率变化（%）.....	12

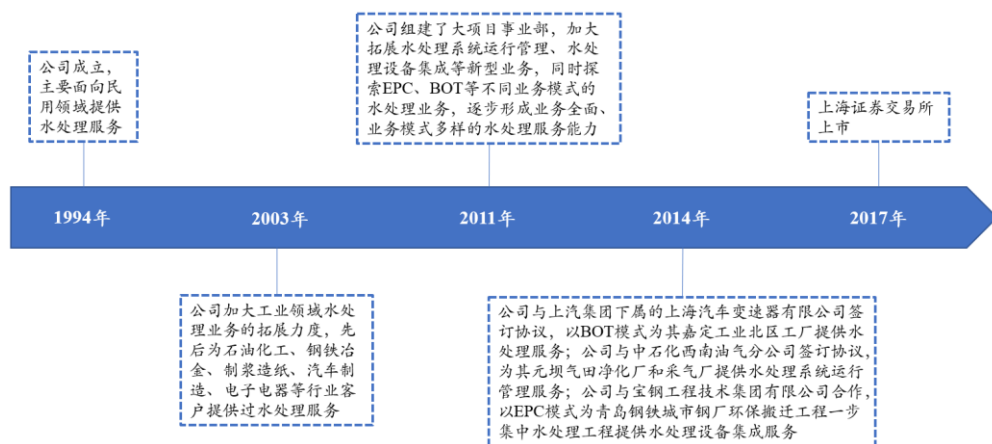
图 21: 煤炭行业净利率变化 (%)	12
图 22: 有色行业净利率变化 (%)	12
图 23: 钢铁行业净利率变化 (%)	12
图 24: 公司部分核心技术研发情况	14
图 25: 公司部分客户	17
表 1: 公司业务详情	6
表 2: 不同水环境下的水处理剂及其功能表	9
表 3: 排污费理论应缴额测算	10
表 4: 典型循环经济产业园	12
表 5: 水处理行业竞争格局	13
表 6: 汽车制造行业部分项目	15
表 7: 石油化工行业部分项目	15
表 8: 钢铁冶金行业部分项目	16
表 9: 公司为金光集团下属公司服务过的项目情况	16
表 10: 民用领域项目	17
表 11: 公司部分水处理项目的服务时间	18
表 12: 水环境综合治理相关政策规划	18
表 13: 财务预测的关键假设 (百万元)	19

1、国内领先的水处理服务提供商

1.1、主营业务由民营领域向工业领域拓展

公司于1994年7月成立，并于2017年6月1日在上海证券交易所成功上市。公司成立早期，主要面向民用领域提供水处理服务，后来逐渐向工业领域水处理业务方向发展。截止2016年底，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。

图1：公司发展历程

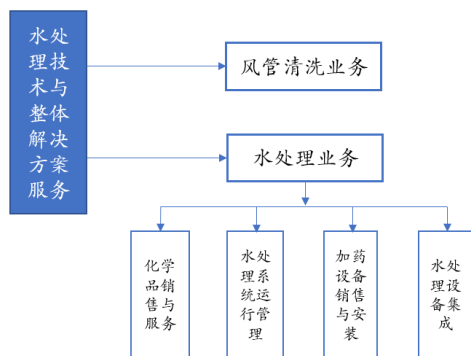


资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

1.2、专注于化学水处理业务

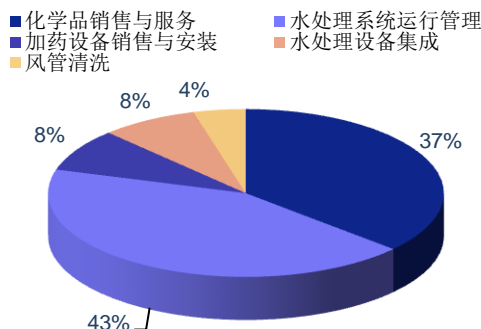
目前，公司主要业务为水处理服务业务和风管清洗业务，主要是以化学水处理技术为基础，以化学品（药剂）为手段，为客户提供专业的水处理服务和风管清洗服务。截止2017年，公司水处理业务及风管清洗业务营收占比分别为95.72%、4.28%。

图2：公司业务构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3：公司业务占比（%）（2017年）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

以化学水处理技术为核心。化学水处理技术是本公司水处理服务业务的核心，加药设备是本公司水处理服务的辅助设施，水处理系统运行管理、水处理设备集成则是本公司利用化学水处理技术和工艺技术在工业水处理市场上的优势所进行的服务延伸。从服务的阶段看，水处理设备集成是为水处理系统建设阶段提供的服务，而水处理化学品销售与服务、水处理系统运行管理服务则是为保障水处理系统运营阶段提供的服务。

表1: 公司业务详情

业务分类	业务详情
化学品销售与服务	通过水质分析、配方开发、动态模拟试验、生产复配、现场药剂投加、在线动态监测等工作，确保处理后的水质能够满足生产、生活需要或达标排放。
水处理系统的运行管理	水处理系统的生产运行、工艺调整、QHSE 管理以及负责设备、电气、仪表的日常维护等操作。
加药设备系水处理服务的辅助设备	主要功能是实现自动连续性投加水处理药剂，并能够根据水质、水量、水温、水处理药剂浓度及其变化等情况自行调节药剂用量。
水处理设备集成	属于水处理系统建设阶段的业务，公司利用化学技术和工艺技术方面的专业优势进行的服务延伸，其业务内容主要是为水处理工程提供设备采购与相关工艺技术集成等服务。
风管清洗	主要为酒店商务楼、机场高铁站、大型城市综合体等场所提供中央空调风管清洗消毒、闭式空间环境消毒等业务

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

业务覆盖工业和民用两大领域。公司处理的水系统主要包括锅炉水、循环水、工艺用水、工业废水、污水处理与中水回用及中央空调水、城市景观水、雨水收集、海绵城市建设、黑臭河治理等，服务的领域包括工业领域和民用领域：其中，工业领域包括钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、汽车制造等行业的工业企业；民用领域包括办公楼宇、机场车站、大型城市综合体、标准厂房等场所。

图4: 公司水处理系统种类和目标

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

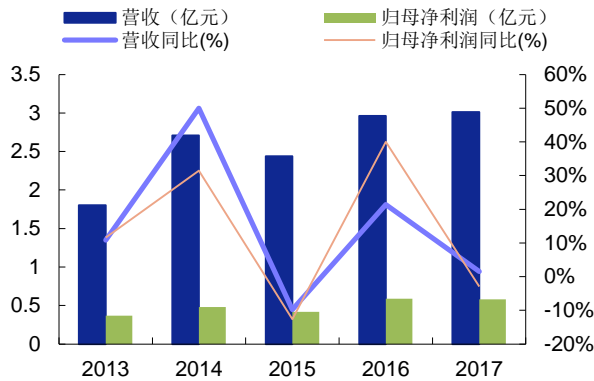
1.3、“小而美”：业绩增长稳健、毛利率高、负债低、现金流好

业绩增长稳健。公司业绩比较稳健，2013年至2017年营收及归母净利润复合增长率分别为13.64%、11.76%。公司2017年实现营业收入3.01亿元，同比增长1.57%；实现归母净利润0.58亿元，同比下降2.97%。2017年公司业绩略有下滑，一方面，受上游周期行业相对不景气影响，公司2016年下半年及2017年上半年所签合同数量及价格有所下降，导致毛利率整体下降了1.45个百分点；另一方面，受地产调控影响，公司民用领域回款较慢，坏账准备提取较多，同时公司还增加了研发投入，致使费用上升明显。

从各个业务板块来看，公司汽车制造业务拓展最快，营收占比从2015年的10.44%

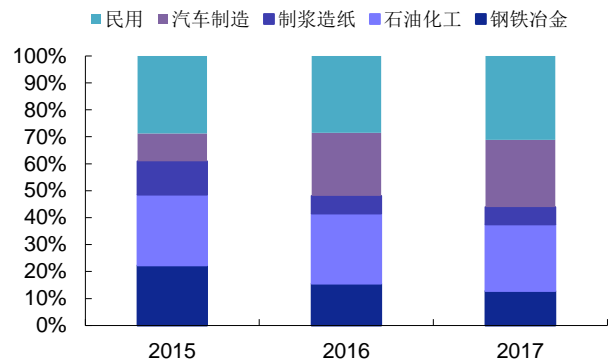
上升到了 2017 年的 24.96%。公司石油化工及民营板块占比相对比较稳定，钢铁冶金和制浆造纸板块占比在下滑。

图5: 公司业绩稳健增长



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

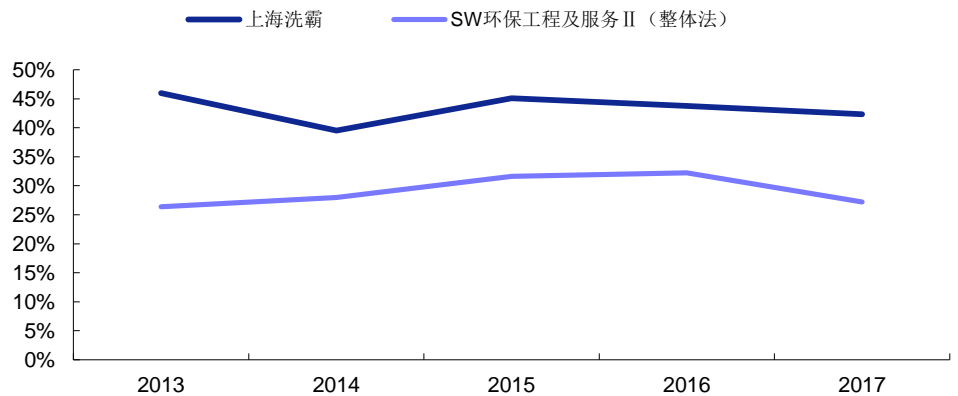
图6: 公司汽车制造业务拓展迅猛



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

毛利率高。公司毛利率基本保持在 40% 以上，而环保行业的毛利率基本保持在 30% 以下，公司的盈利能力相对更好。

图7: 毛利率比较 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

负债低、现金流好。随着 PPP 模式的推广和兴起，环保公司的资产负债率普遍走高，现金流普遍恶化。反观公司，公司近年来的资产负债率持续下降，2017 年仅为 10.26%，经营活动产生的现金流量净额/营业收入远高于环保行业，2017 年为 18.85%，现金流更优质。

图8: 资产负债率比较 (%)

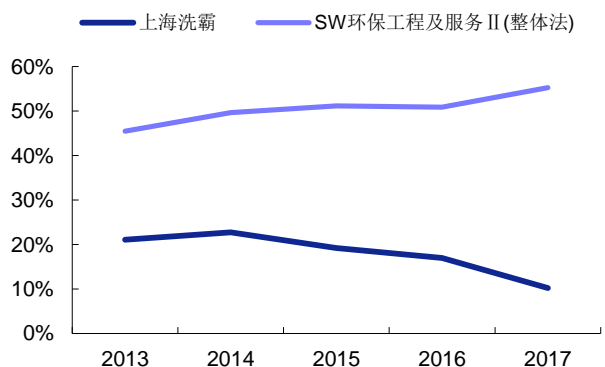
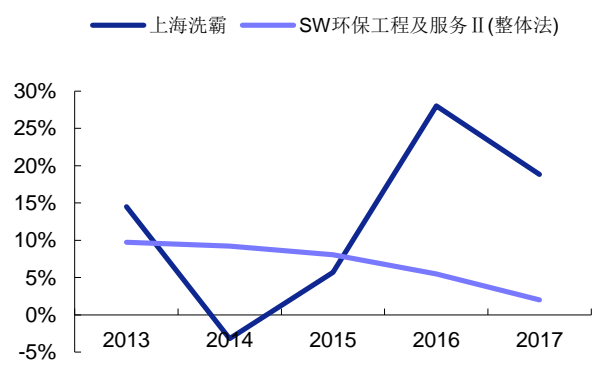


图9: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入比较 (%)



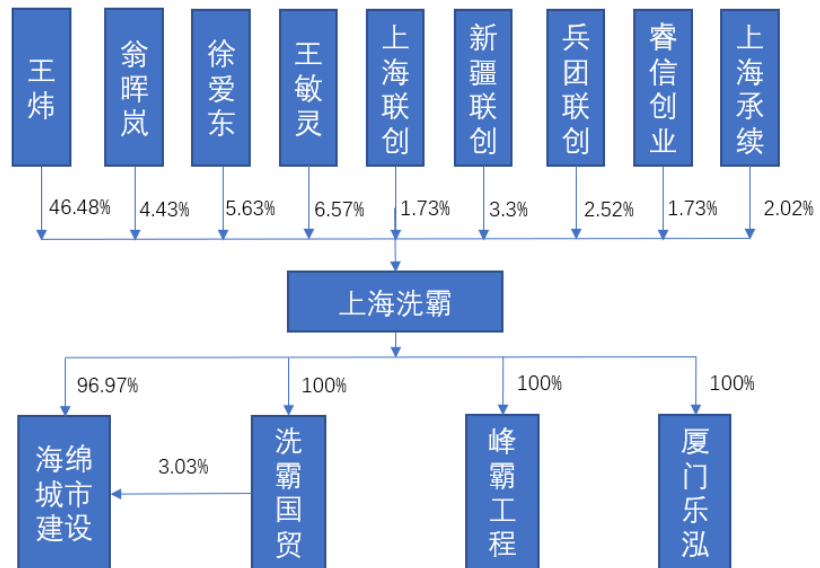
资料来源：Wind，新时代证券研究所

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.4、实际控制人持股比例高

公司首次发行前，王炜先生直接持有本公司 61.98% 的股份，通过上海承续、上海汇续间接持有本公司 0.14% 的股份，同时担任上海承续、上海汇续的执行事务合伙人。翁晖岚女士直接持有本公司 5.91% 的股份，王炜、翁晖岚夫妇合计持有本公司的股份比例为 68.02%。首次发行后，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%，仍处于绝对控股地位。

图10：公司股权结构（首次发行后）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

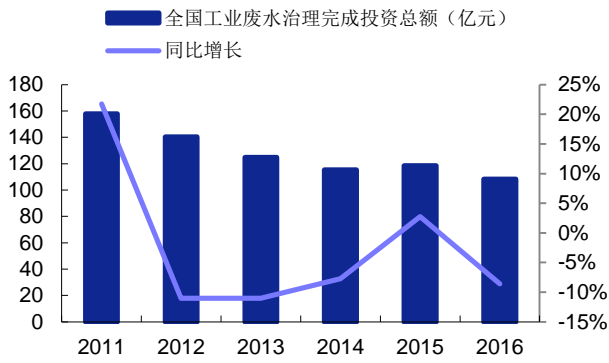
2、行业大势：第三方治理是工业水处理市场未来主要突破点

2.1、行业整体增速放缓，年均 600 亿至 700 亿空间

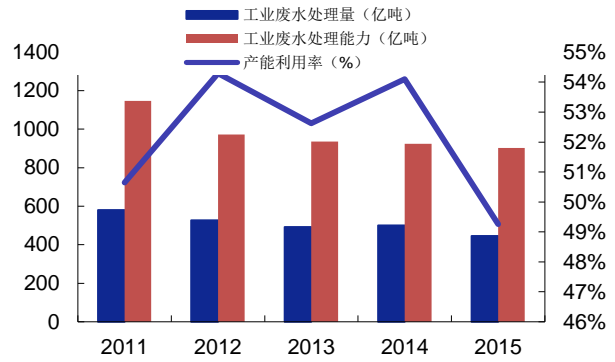
根据国家统计局，2016 年全国工业废水治理完成投资总额为 108.24 亿元，同比下降 8.59%，近几年总的趋势是缓慢下行。究其原因，主要是因为目前的工业废水处理能力大幅高于废水处理量，15 年产能利用率仅为 49.26%，处理设施从建设数量上来看其实是够用的。根据我们预测，未来几年工业废水处理量将下降（-6.45%），处理价格将提升（5.15%），整体处理空间保持平稳，年均 600 亿至 700 亿市场空间。

图11：全国工业废水治理完成投资总额（亿元）

图12：工业废水处理能力仍有余地

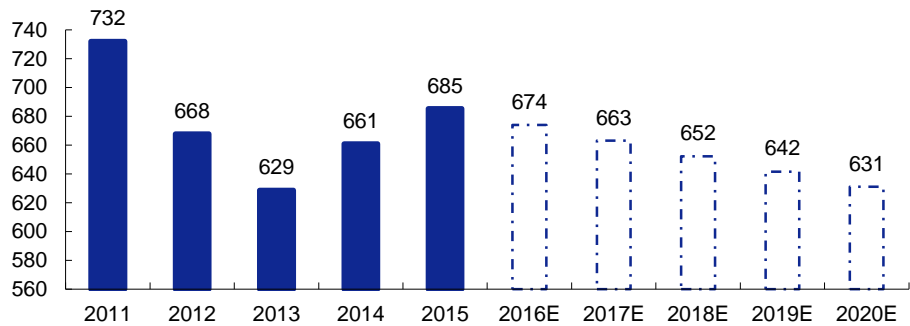


资料来源：国家统计局，新时代证券研究所



资料来源：环境统计年鉴，新时代证券研究所

图13: 根据我们预测, 未来几年工业水治理市场空间年均600亿至700亿



资料来源：国家统计局，环境统计年鉴，新时代证券研究所

2.2、“环保督查+排污许可证制度+环保税”倒逼工业废水处理正规化

工业水治理更复杂、更灵活，企业治理难度大。工业废水的水质和水量因生产工艺和生产方式的不同而差别很大。如电力、矿山等部门的废水主要含无机污染物，而造纸和食品等工业部门的废水，有机物含量很高，BOD₅常超过2000毫克/升，有的达30000毫克/升。即使同一生产工序，生产过程中水质也会有很大变化，如氧气顶吹转炉炼钢，同一炉钢的不同冶炼阶段，废水的pH值可在4至13之间，悬浮物可在250至25000毫克/升之间变化。

表2: 不同水环境下的水处理剂及其功能表

水环境	主要化学品	处理目标
循环冷却水	缓蚀剂、阻垢剂、分散剂、杀菌灭藻剂、粘泥剥离剂、清洗剂、预膜剂等	控制设备与管道的腐蚀，防止换热设备结垢，避免微生物危害，提高循环水的浓缩倍数，保证主装置生产系统安全、稳定、高效运行，满足节水、减排、节能、环保要求。
污水处理与中水回用	氧化剂、还原剂、混凝剂、金属离子螯合剂、脱色剂、消泡剂、污泥脱水剂、膜阻垢剂、膜清洗剂、微生物营养剂等	除去或降低污水中BOD、COD、悬浮物、重金属、磷、氮等有害物质，使水质达到一定标准；经处理达标的水直接或再经深度处理后返回到用水环节使用，服务于环境保护和水资源综合利用。
锅炉水	离子交换剂、再生剂、软化剂、除氧剂、碱度调节剂、锅炉防垢剂、清垢剂等	锅炉补给水处理：去除水中硬度或去除全部溶解盐类、去除溶解氧；炉内水处理：去除水中残余硬度、调节炉水碱度；凝结水处理：调节pH值、降低铁含量，保证锅炉系统安全、高效运行。
中央空调水	清洗剂、镀膜剂、冷却水处理剂、冷冻水处理剂、热水处理剂、杀菌消毒剂等	冷却水系统：控制结垢、腐蚀、微生物和粘泥；冷冻水系统：控制腐蚀、低温微生物和粘泥；热水系统：控制高温腐蚀、结垢；冰蓄冷系统：控制腐蚀、防

水环境 主要化学品 处理目标

止载冷剂变质，延长设备和管线使用寿命，保证空调机组的运行效率。

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

“环保督查+排污许可证制度+环保税”建立的是一个长效的监管体制，第三方治理可以转移企业治污责任。（1）自从2016年环保督查强势推进以来，环保的监管不断趋严，整个环保督查不到两年时间就实现了全国全覆盖。我们发现，四批督查的反馈情况是逐次严格，办结举报问题从第一批的11871件提升到第四批40706件，增长了241.9%，表明督查的力度是逐渐增强的。目前，第一批中央环境保护督察“回头看”已经启动，新一轮中央环保督察2019年开始，环保督查将真正实现常态化。（2）2016年11月《关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知》适时发布，明确要求到2020年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作。排污许可证制度作为监管的重要抓手，进一步向企业施压，倒逼企业治污规范化。（3）2018年1月1日起，《环保税法》正式实施，立法层次更高，有助于弥补过去排污费制度下收费缺口巨大的问题（2015年不足50%），企业违法成本进一步增强。

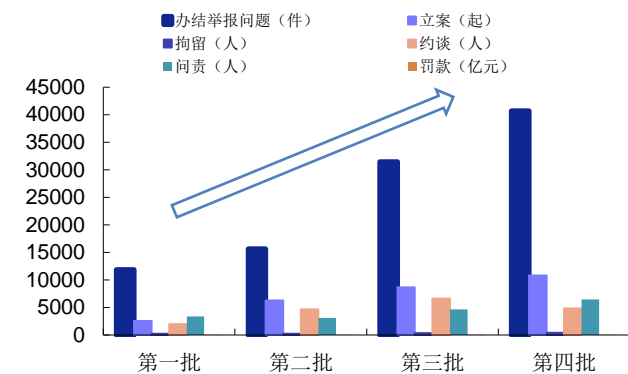
表3： 排污费理论应缴额测算

污染物	税额 (元/当量)	污染当量值 (kg/当量)	2015年排放量 (万吨)	2015 排污费理论应缴额测算 (亿元)
二氧化硫	1.2	0.95	1556.7	196.64
氮氧化物	1.2	0.95	1180.9	149.17
化学需氧量	1.4	1	293.5	41.09
氨氮	1.4	0.8	21.7	3.80
合计				390.69

资料来源：全国环境统计公报，新时代证券研究所；备注：测算值为最保守的排污费理论值：1、采用最低收费标准；2、污染物只选取了最重要的四种（二氧化硫、氮氧化物、化学需氧量、氨氮）；3、排放量只考虑了工业源。

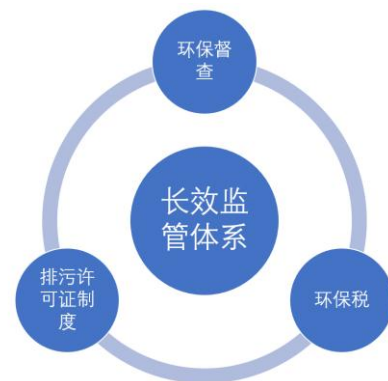
我们认为，“环保督查+排污许可证制度+环保税”建立了一套长期的、强有力的监管体系，企业的污染治理面临了空前的压力，出现任何环保问题都有处罚、关停的风险，企业有转移环保治污压力的内在动力。

图14： 环保督查力度逐渐趋严



资料来源：环保部，新时代证券研究所

图15： 环保监管长效机制

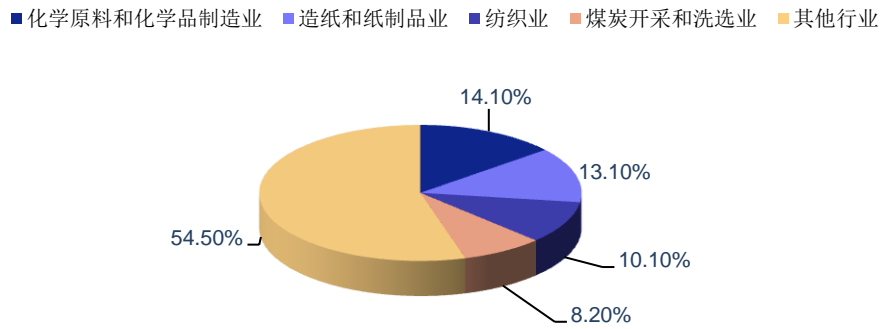


资料来源：新时代证券研究所

2.3、上游资源型行业回暖，环境治理意愿将增强

2015年，在调查统计的41个工业行业中，废水排放量位于前4的行业依次为化学原料和化学品制造业、造纸和纸制品业、纺织业、煤炭开采和洗选业。4个行业的废水排放量为82.6亿吨，占重点调查工业企业废水排放总量的45.5%。

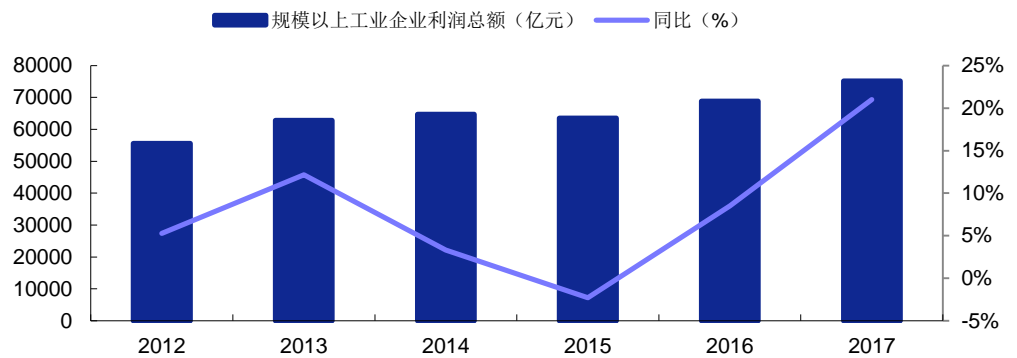
图16: 重点行业废水排放情况 (亿吨)



资料来源: 环境统计年鉴, 新时代证券研究所

“供给侧改革+环保”压力下，上游资源型行业盈利能力整体回暖。根据国家统计局 2018 年 1 月 26 日发布的工业企业财务数据显示，2017 年，规模以上工业企业实现利润 75187.1 亿元，比上年增长 21%，增速比 2016 年加快 12.5 个百分点，是 2012 年以来增速最高的一年。

图17: 上游资源型行业盈利能力整体回暖



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

通过上市公司净利率的变化情况来看，近年来上游资源型企业盈利能力都出现显著回暖，如化工行业的净利率从 2014 年的 1.83%，提升到了 2017 年的 4.16%，增幅达 128.01%。我们认为，上游资源型行业盈利能力的改善（部分行业的净利率更是从负值转正后大幅提升），大大提升了企业进行污染治理的意愿。

图18: 化工行业净利率变化 (%)

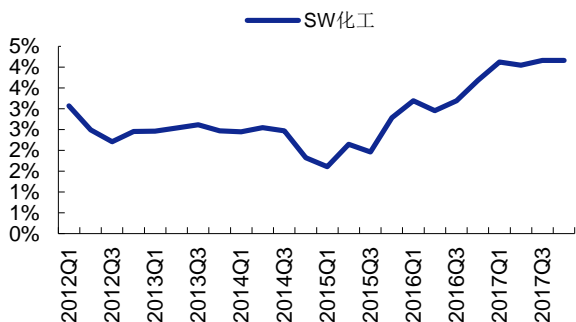
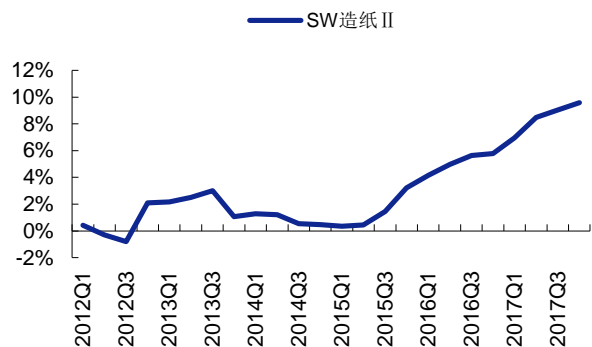


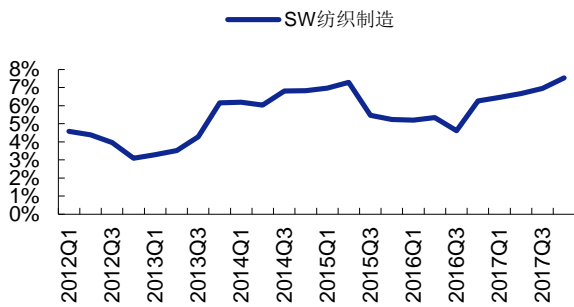
图19: 造纸行业净利率变化 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

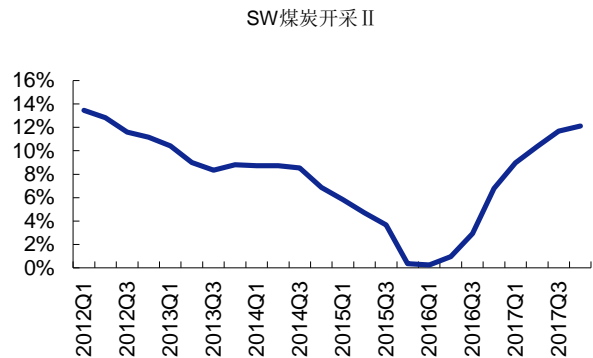
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 纺织行业净利率变化（%）



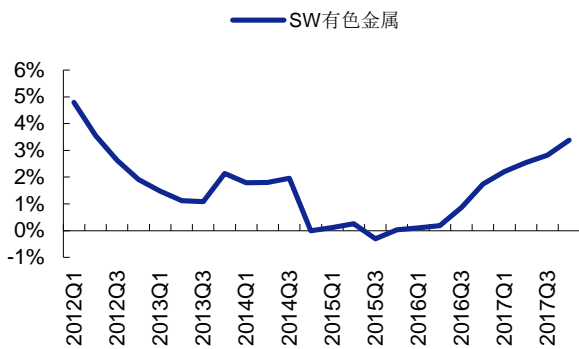
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： 煤炭行业净利率变化（%）



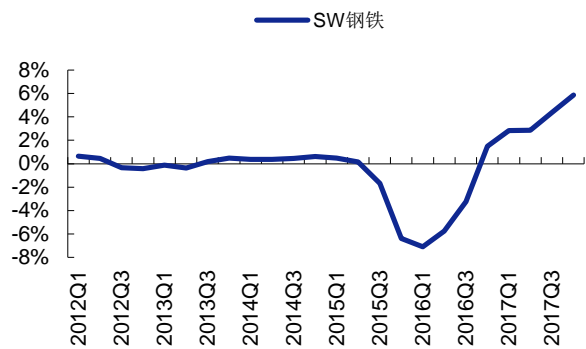
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： 有色行业净利率变化（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图23： 钢铁行业净利率变化（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、循环经济产业园是第三方治理突破的良好契机

2015年1月，国务院发布《关于推行环境污染第三方治理的意见》，提出：“在工业园区等工业集聚区，引入环境服务公司，对园区企业污染进行集中式、专业化治理，开展环境诊断、生态设计、清洁生产审核和技术改造等；组织实施园区循环化改造，合理构建企业间产业链，提高资源利用效率，降低污染治理综合成本。”2017年8月，环保部发布《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》，进一步明确强调：“以工业园区等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、固体废弃物等进行一体化集中治理”。我们认为，过去第三方治理比例低的一个重要原因就是工业企业过于分散，污染治理很难实现规模化的经济效益。随着国家持续推进循环经济产业园，大量的工业企业将会“退城进园”，工业废水有望更多的采取集中化处置。同时由于工业污染的复杂性，这部分处置任务交给专业的第三方来运营顺理成章，是第三方治理一个良好的突破机会。

表4： 典型循环经济产业园

产业园名称	详情
北京朝阳循环经济产业园	实行精细化管理，实现了水资源的循环利用、热力资源的循环利用和沼气回收利用。垃圾渗沥液，在园区经过后端处理，达到了中水标准，用于园区绿化灌溉及道路降尘；25万平方米的雨污分流工程，实现了雨水回收再利用；垃圾焚烧发电

产业园名称 详情

厂也采用中水作为循环冷却水，节约了水资源。园区内的垃圾填埋气收集利用率接近 100%，处理后能为园区的生产及办公区域供电、供暖。垃圾焚烧厂、餐厨厂、医疗厂等在生产运行中都会不断产生余热，产业园计划将这些资源统筹协调、开发，实现余热系统的综合利用。

广东南海固废产业园包含南海垃圾焚烧发电项目、南海区城乡一体化生活垃圾转运工程及集中控制系统项目、污泥处理项目、餐厨垃圾处理环保产业 圾处理项目、飞灰处理项目、垃圾渗滤液处理系统，形成了由源头到终端完整的生活固体废物处理产业链，实现了南海全区生活垃圾 100%无害化处理。

浙江兰溪循环经济产业园 固废循环处理系统工艺是将垃圾电厂与无害化的病死禽畜高温焚烧、尾气净化系统、废水处理系统相结合。经过破碎机，将病死禽畜尸体进行破碎，之后物料在灭菌脱水反应釜内进行高温、高压灭菌操作，然后在负压下对物料进行脱水处理。脱完水的物料，再经油渣分离系统分离为油脂和残渣。油脂被制作成生物燃料，残渣送进入垃圾焚烧炉内进行焚烧。对于灭菌脱水过程中产生的尾气，经旋风除尘和冷凝处理后，可引入电厂锅炉进行焚烧，再利用电厂的尾气净化系统进行处理后达标排放；灭菌脱水过程中产生的废水，将与垃圾池里产生的渗滤液一起接受废水处理。

河北桑德循环经济产业园 项目包括办公区、生产区、生活区、物流区、环境处理设施、综合服务设施及相关配套建设，项目特许经营期限为 20 年。园区一期共入驻 70 家企业，已实现 100%出租率和 80%开工率，形成具有废旧塑料储存、分拣、初级加工、交易、信息收集发布等功能的循环经济产业园。

资料来源：中国固废网，新时代证券研究所

3、市场化后将更重视“处理效果”，公司有望凭借“技术、项目经验、品牌”的优势突出重围

3.1、民营企业逐渐成熟，已具备了更强的竞争优势

目前，水处理服务行业内的竞争企业主要分为跨国企业、研究机构、民营企业、国有企业附属子公司等四类。过去的大型企业更倾向于技术优势更有保证的跨国企业，国有企业更倾向于自己建立环保公司，为集团内部服务，而研究机构尽管在某些细分方向具有技术优势，但是规模往往比较小。我们认为，民营企业通过多年的积累沉淀，已经显示出了更强的优势。一方面民营企业的处理价格会低于跨国企业；另一方面民营企业的技术逐渐成熟，优于国企自建的环保公司，规模更大，综合运营能力远超研究机构。民营企业竞争力逐渐增强，未来有望占据更高的市场份额。

表5：水处理行业竞争格局

企业类型	优劣势
跨国企业	大型跨国公司则凭借其杰出的开发能力、管理经验和众多成功案例，占据了全球市场领导者地位，代表着行业技术与服务模式的发展方向。目前，以纳尔科（Nalco）公司、通用（GE）水处理为代表的跨国公司凭借其雄厚的资金实力、强大的销售服务能力以及世界各地的技术研发中心，在水处理服务市场上占据主导地位，国内水处理服务企业与之相比整体上尚存在较大差距。为抓住国内的市场机会，这些国际巨头纷纷通过直接投资、收购兼并等各种方式抢滩登陆中国市场。
研究机构	国内的研究机构或大学下属研究所具有较强的研发能力，技术比一般国内企业要领先。一些研究院被并入大型国有企业后，为其带来了一些内部客户资源。这些研究院同时也为各种行业提供全面的解决方案服务，但他们的业务规模一般较小。
民营企业	民营水处理服务类企业普遍规模偏小，业务量、技术水平和经营管理水平不高，综合服务业务发展迟缓，服务能力较弱。但这些民营企业充分发挥其对国内市场的了解、较快的响应能力和较低的运营成本等本土优势参与竞争。随着国内企业对国际先进技术和经营理念的引进、吸收和创新，在某些方面已经达到甚至超过跨国公司的水平，国内企业与国外企业的技术差距也在不断缩小。与此同时，国内企业凭借其对国内水处理行业技术服务趋势的变化更为深刻的认识、本地化布局带来更为迅速的市场响应速度和对国内商务习惯的了解，在市场开拓过程中逐步扩大了市场份额。
国有企业附	国有企业附属子公司的行业范围一般较窄，因为他们主要服务于集团内部客户，并且通常只服务于母公司所在行业。由

企业类型 优劣势

属子公司 于这些企业的母公司都是大型企业，因此往往可以获得较多的内部客户资源。

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

3.2、公司在“技术、项目经验、品牌”上优势显著，国产替代可期

由于行业竞争格局较为分散，随着第三方治理的持续推进，优质的民营企业有望抓住这个历史机遇，逐渐做大做强。同时由于工业水治理付费主体是企业，市场化程度更高，“治理效果”起到了决定性的作用。我们认为，公司在“技术、项目经验、品牌”上优势显著，有望逐渐提高行业的渗透率。

3.2.1、技术研发实力强

深厚的技术储备。(1) 在水处理化学品技术方面，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。(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。(3) 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。(4) 在江河湖泊环境治理与环境污染第三方治理方面形成一整套整体解决方案核心技术与管理研发体系。

图24： 公司部分核心技术研发情况



资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

强劲的研发实力。公司已经建立了一支八十多人的研发团队，其中博士研究生1人、硕士研究生18人、本科学历47人，另有享受国务院特殊津贴的行业专家1人。在水处理化学品和工艺技术领域拥有专利37项，其中发明专利34项，实用新型专利3项，另有18项专利申请已被国家知识产权局受理，取得国家版权局15项计算机软件著作权。

3.2.2、项目经验丰富

公司成立以来，服务过的客户涵盖钢铁冶金、石油石化、制浆造纸、汽车制造、电子电器等众多行业，业务由民用部门拓展到工业部门，由单一系统发展到多个系

统，由上海幅射全国大部分地区；同时，公司在工艺用水、冷却循环水、中水回用与深度处理、锅炉水、除盐水等水处理等方面积累了丰富的项目经验，能够应对各种水环境并提供针对性、差异化的技术服务。

汽车制造行业：2014年下半年，公司与上汽集团下属上海汽车变速器有限公司合作，以BOT模式为其嘉定工业北区工厂新建一座先进、绿色环保的现代化机加工切削乳化液污水处理中心。2015年8月，公司开始为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整车厂提供水处理系统运行管理服务。2017年12月，公司中标上汽大众汽车有限公司的安亭整车厂（三个厂区，不含发动机三厂），仪征工厂，新疆工厂的治理业务，合计总额1.62亿元，服务器3年。2018年1月，公司与上汽大众汽车有限公司就“上汽大众外包‘干式喷房喷雾净化设施运行（南京、宁波）’项目”签订意向书。

表6：汽车制造行业部分项目

时间	项目概况	服务年限
2014年	与上汽集团下属上海汽车变速器有限公司合作，以BOT模式为其嘉定工业北区工厂新建一座先进、绿色环保的现代化机加工切削乳化液污水处理中心。	2014年11月，项目建设完毕；2015年初正式投入运行，运营期共10年
2015年8月	为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整车厂提供水处理系统运行管理服务。	续约至2017年12月31日
2017年12月	中标上汽大众汽车有限公司的安亭整车厂（三个厂区，不含发动机三厂），仪征工厂，新疆工厂的治理业务	2018年1月1日至2020年12月31日
2018年1月	与上汽大众汽车有限公司就“上汽大众外包‘干式喷房喷雾净化设施运行（南京、宁波）’项目”签订意向书。	2018年1月1日至2020年12月31日

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

石油化工行业：公司自2006年进入石油化工水处理领域，相继为中石化、中石油、中国神华、逸盛石化等行业内大中型企业提供过水处理化学品销售与服务，中标中石化元坝项目，提供水处理系统运行管理服务。

表7：石油化工行业部分项目

项目名称	公司服务的水系统	服务年限
中石化达州天然气净化有限公司工艺用水、锅炉水、凝结水处理	项目业主方为高含硫天然气净化厂，年处理能力达120亿立方米。服务的水系统包括除盐水处理站、凝结水系统、锅炉水系统，为主生产装置提供高纯工艺水、锅炉给水、回收凝结水以及动力锅炉水质保障等服务。	2009年投产服务
中石化青岛炼化公司炼油和化工循环水系统水处理	青岛炼化炼油循环水设计处理能力每小时28,000立方米，化工循环水设计处理能力每小时4250立方米，苯乙烯循环水设计处理能力每小时8000立方米。	炼油循环水处理项目自2008年投产持续服务至2016年10月，化工循环水处理自2015年起服务及苯乙烯循环水处理自2016年起服务
中石油独山子石化炼油循环水处理	中石油独山子一体化是我国西部重要的大型石化基地，拥有1,000万吨炼油能力、120万吨乙烯生产能力，新区炼油循环水量为每小时18,000立方米，老区炼油循环水处理量12000至15000立方米。	老区炼油自2015年12月起服务；新区炼油本项目自2009年起投产服务
中国神华煤制油化工有限公司鄂尔多斯分公司煤制油厂循环水系统和空分空压系统循环水处理	本项目为全球首套工业化煤直接液化百万吨级煤制油装置，共有三套循环水系统总循环水量为每小时40,000立方米。	一循及二循项目自2008年投产服务；三循自2016年起服务
浙江逸盛石化有限公司PTA配套循环水系统水处理	国内最大的PTA生产基地及国内单套最大的循环水系统之一，公司服务的二期循环水每小时水量8,000立方米，四期循环水每	2012年起

项目名称	公司服务的水系统	服务年限
	小时水量 100,000 立方米。	
中海油东方石化炼油苯乙烯循环水处理	中海油东方石化炼油苯乙烯循环水量每小时 20000 立方米。	2015 年起
中石化元坝水处理系统运行管理	项目由两部分组成：一是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；二是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。	项目从 2014 年 4 月开始进入现场, 2014 年 8 月水处理装置开车投入运行

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

钢铁冶金行业：钢铁冶金行业是本公司最早进入的领域之一。公司相继为宝钢集团、武钢集团、鞍钢集团、沙钢集团、马钢集团等国内主要大型钢铁公司提供过水处理化学品销售与服务，为青岛钢铁项目和宁夏煤业项目提供水处理设备集成服务。

表8：钢铁冶金行业部分项目

客户名称	公司服务的水系统	服务年限
武钢集团	(1) 硅钢 2# 水站；(2) 冷轧 2# 水站；(3) 硅钢 4# 水站；(4) 四炼钢水站；(5) 二连铸水站；(6) 30# 水站。	2006 年起
武钢集团昆明钢铁	(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。	2007 年起
宝钢股份不锈钢分厂	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。	
	(1) 全厂污水处理；(2) 热轧余热锅炉系统。	2003 年起
宁波钢铁	(1) 鼓风机净环水系统；(2) 1# 高炉净环、软水系统；(3) 2# 高炉净环、软水系统；(4) 炼铁烧结净环和软水系统；(5) 主厂区脱盐水系统；(6) 煤气净化循环水系统；(7) 五丰塘干熄焦净循环水、脱盐水等系统。	2016 年起
马钢集团	六汾河 10 万吨/天污水处理。	2009 年起
青岛钢铁	项目利用园区供给的中水，采用了“多介质过滤器+低盐水双膜工艺包（UF+RO）+EDI”的工艺路线，经过超滤、反渗透过滤、EDI 处理等过程，制备除盐水及纯水。工和设备采购工作；2016 年该集中式水处理工程可减少钢铁废水对海洋的直接排放，同时通过中水循环使用，3 月，完成设备安装调试等工作并可通过竣工验收	

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

制浆造纸行业：公司自 2004 年进入制浆造纸行业水处理领域，重点向金光集团销售纸浆废水、锅炉化水与炉水和循环水等水处理化学品并提供服务。

表9：公司为金光集团下属公司服务过的项目情况

水处理系统	项目说明	服务年限
海南金海浆纸锅炉水、循环水系统处理	为动力锅炉与碱回收炉提供水处理技术服务，蒸汽量 2,000 吨/小时，循环水量 11.7 万吨/小时。	2004 年起
海南金海浆纸废水系统水处理	水中 COD、色度、浊度都较高，废水处理量较大。	2004 年起
亚洲浆纸印尼巴拉旺厂锅炉水处理、提供锅炉水处理、工业循环冷却水处理、废水处理等	处理蒸汽量约 4300 吨/小时；提供工业循环冷却水处理，处理量 7.2 万吨/小时。	2010 年开始为其提供锅炉水处理；2011 年开始，为其提供工业循环冷却水处理

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

民用领域：公司民用领域水处理业务主要是与中国建筑、上安集团、绿地集团、万达集团、锦江集团、上实物业等单位合作，作为楼宇施工等配套工程。

表10: 民用领域项目

合作方	合作项目
中国建筑	自 2003 年以来, 合作了 30 多个项目, 包括武汉中心、中央电视台新台、天津 117 大厦、上海和深圳的平安金融大厦、深圳腾讯滨海大厦、上海环球金融中心、上海世博会场馆、中信泰富广场等众多地标性建筑水处理, 服务内容涉及中央空调循环水处理、中水回用、雨水收集处理等业务。
上安集团	自 2006 年以来, 合作了几十个项目, 包括国家大剧院、上海中心、浦东国际机场、虹桥交通枢纽、上海轨道交通等场所水处理, 服务内容涉及中央空调循环水系统、锅炉水系统技术服务和水处理设备设施安装施工等。
万达集团	自 2008 年以来, 合作了多个项目, 包括周浦万达、南宁青秀万达广场、内江万达广场酒店、蚌埠万达广场二期酒店、安阳万达酒店、广元万达广场、松江万达、兰州万达、蚌埠万达、呼和浩特万达、金山万达、唐山万达、武汉积玉桥万达、泉州万达、宁德万达、芜湖万达、武汉经开万达二期、武汉东湖万达、合肥天鹅湖万达、宜昌万达、银川西夏万达、济宁太白路万达、马鞍山万达等众多水处理项目。服务内容包括全自动加药设备、中水回用和雨水收集回用等系统的水处理技术服务、工程施工安装等。
绿地集团	自 2008 年以来, 合作了 10 多个项目, 包括南京紫峰大厦、南昌绿地紫峰大厦及绿地中央广场 A 区及 D 区、上海绿地中央广场、南昌中央广场 A 区及 D 区等场所以水处理项目。服务内容包括空调循环水及锅炉水系统处理、全自动加药装置施工安装等。
上实物业	自 2004 年以来, 合作项目包括东方商厦、上实大厦、上海华为基地中央空调循环水系统水处理、冷却塔藻类控制、景观水系统治理等。
锦江集团	自 1994 年以来, 合作项目包括锦江饭店、建工锦江、东锦江等建筑物中央空调水系统、锅炉水系统技术服务。

资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

3.2.3、品牌带来稳定的客户基础

公司是上海市名牌企业, ECH 商标被评为上海市著名商标。经过 20 多年的专注发展, 公司已经在钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、汽车制造、电子等工业与民用建筑领域拥有较高的品牌知名度, 是宝钢集团、武钢集团、中石化、中石油、中海油、中国神华、金光集团、万达集团、绿地集团、锦江集团等众多企业水处理合格供应商; 是华东建筑设计研究院、西北建筑设计研究院、中国建筑设计研究院、同济大学建筑设计研究院、上海市机电设计研究院等甲级设计资质单位水处理项目合格供应商; 是柏城(中国)、奥雅纳等工程顾问公司的合格水处理品牌供应商; 是中石化工程建设(SEI)、中国寰球工程、宝钢工程、中国建筑、中建安装、中铁建工、上海建工、上海安装、北京建工、北京城建等众多国内知名建设安装总承包商的水处理品牌供应商。

图25: 公司部分客户

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

公司拥有稳定的客户基础，服务的内容和业务种类随着客户的发展不断增加。如公司自 2003 年中标宝山钢铁股份有限公司不锈钢分公司全厂污水处理项目以来，已为宝钢集团服务 14 年，并于 2006 年中标宁波钢铁水处理总包业务，至今服务 11 年。自 2006 年开始为武钢股份提供服务以来，先后为武钢集团控股的鄂州钢铁、昆明钢铁、红河钢铁等提供水处理服务。公司自 2004 年承接了金光集团的海南金海浆纸业有限公司水处理服务项目，为其提供水处理服务一直持续至今。

表11: 公司部分水处理项目的服务时间

行业/领域	客户/工程项目	起始服务时间	已服务时间	
工业领域	宝钢集团	2003 年	14 年	
	武钢集团	2006 年	11 年	
	钢铁冶金	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
		中石化	2006 年	11 年
	石油化工	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	

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

4、水环境治理潜力巨大，有望成为公司新的业绩亮点

2016 年 2 月，中国 73.9% 的地级市及以上城市排查出黑臭水体。根据《水污染防治行动计划》（水十条），2020 年，我国地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，2030 年，城市建成区黑臭水体总体得到消除。随着国内黑臭水体治理力度加大，流域治理的市场规模持续扩张。

表12: 水环境综合治理相关政策规划

时间	政策名称	政策详情
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》	到 2020 年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良(达到或优于 III 类)比例总体达到 70% 以上；地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内；地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例总体高于 93%；全国地下水质量极差的比例控制在 15% 左右，近岸海域水质优良(一、二类)比例达到 70% 左右。
2016 年 12 月	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	到 2020 年底，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到 95%，其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理；县城不低于 85%，其中东部地区力争达到 90%；建制镇达到 70%，其中中西部地区力争达到 50%；京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
		到 2020 年底，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内。直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。
		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%。

时间	政策名称	政策详情
2017年10月	《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》	到2020年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例总体达到70%以上，劣Ⅴ类比例控制在5%以下。

资料来源：国务院，发改委，住建部，生态环境部，水利部，新时代证券研究所

自2016年起，上海洗霸开始拓展海绵城市建设、黑臭河治理等水环境治理整体解决方案服务业务。水环境等工程项目大多以EPC、BOT等形式开展，对垫付资金及融资能力要求高。目前，公司资产负债率仅为10.26%，远低于同业水平，负债率的潜在提升空间较大。2017年3月，公司中标厦门海沧乐活岛（一期）海绵工程PPP项目，项目总预算5,894万元，是公司首次签订海绵城市建设相关业务。随着厦门PPP项目的顺利实施，公司有望继续拓展相关水环境领域，为公司业绩带来新的增长点。

5、上市后首个股权激励授予登记完成，绑定员工利益

2018年5月25日，公司发布了关于2018年限制性股票激励计划授予结果的公告，公司已完成限制性股票授予登记工作。公司本次限制性股票授予登记人数为136人，授予登记数量为132.45万股，占授予前公司总股本7372万股的1.80%。激励对象是公司董事、高级管理人员、中层管理人员及骨干员工。解除限售考核年度为2018-2020年，业绩考核目标是以2017年净利润为基数，2018-2020年净利润增长率分别不低于20%/40%/60%。限制性股票的授予价格为每股19.74元。

我们认为，此次股权激励计划实际授予人数136人，占员工总人数787人的17.28%，其中中层管理人员及骨干员工129人，占授予限制性股票总数的53.19%，授予范围广，并深度绑定了核心员工的利益。同时，此次授予的价格及考核目标都比较良心，有助于员工能够切实的分享到公司上市的成果，提升公司凝聚力。

6、盈利预测与投资建议

(1) 预计公司汽车制造板块有望继续做大做强。2017年12月，公司中标上汽大众汽车有限公司的安亭整车厂（三个厂区，不含发动机三厂），仪征工厂，新疆工厂的治理业务，合计总额1.62亿元，服务器3年；2018年1月，公司与上汽大众汽车有限公司就“上汽大众外包‘干式喷房喷雾净化设施运行（南京、宁波）’项目”签订意向书。我们认为，公司在汽车制造板块的水处理运营实力逐渐得到市场认可，随着项目中汽车产量增加和变速器水处理服务价格提高，业绩高增长可期。

(2) 预计公司石油化工及钢铁冶金板块增速回升。石油化工及钢铁冶金行业企业盈利能力回暖，有望带动公司石油化工及钢铁冶金板块业绩增速回升。

(3) 预计公司民用板块基本保持平稳，小幅上涨。公司民用板块业务拓展受到整个基建行业的影响比较大，在基建增速放缓的大背景下，公司民用板块业务增速将保持平稳。

(4) 预计公司制浆造纸板块业绩稳中向下。受行业景气度下降、客户生产工艺调整及合同到期等多种因素影响，预计公司制浆造纸板块业绩稳中向下。

表13： 财务预测的关键假设（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入（万元）	29,536.16	30,090.53	39,132.12	49,550.89	60,729.76
YOY（%）	21.10%	1.88%	30.05%	26.62%	22.56%
毛利率（%）		42.32%	45.03%	45.49%	45.70%

民用	营业收入(万元)	8,424.97	9,378.48	10868.72	12864.76	15227.37
	YOY (%)	20.32%	11.32%	15.89%	18.37%	18.37%
	毛利率 (%)		41.14%	41.14%	41.14%	41.14%
石油化工	营业收入(万元)	7,670.90	7,439.29	10036.09	12791.32	15551.37
	YOY (%)	19.49%	-3.02%	34.91%	27.45%	21.58%
	毛利率 (%)		46.39%	51.03%	51.03%	51.03%
汽车制造	营业收入(万元)	6,923.27	7,511.94	11120.75	15622.77	20154.78
	YOY (%)	171.88%	8.50%	48.04%	40.48%	29.01%
	毛利率 (%)		48.02%	50.42%	50.42%	50.42%
钢铁冶金	营业收入(万元)	4,590.45	3,848.19	5266.39	6608.11	8291.67
	YOY (%)	-15.40%	-16.17%	36.85%	25.48%	25.48%
	毛利率 (%)		32.17%	35.39%	35.39%	35.39%
制浆造纸	营业收入(万元)	1,926.57	1,912.63	1840.18	1663.93	1504.57
	YOY (%)	-35.67%	-0.72%	-3.79%	-9.58%	-9.58%
	毛利率 (%)		30.29%	30.29%	30.29%	30.29%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

由于公司业务推进速度加速,我们上调盈利预测,预计公司2018-2020年EPS分别为1.06(+0.08)、1.30(+0.18)和1.59(+0.32)元,当前股价对应2018-2020年PE分别为30.9、25.3和20.6倍。公司毛利率高、负债低、现金流好,业绩增长稳健,是国内优质的工业水治理标的。公司在汽车制造、石油化工等领域拓展较快,逐渐形成了稳定的客户基础和良好的口碑,为后续新业务拓展打下基础。在工业水第三方治理渗透率提升的进程中,公司作为龙头公司最先受益,维持“推荐”评级。

7、风险提示

- (1) 竞争加剧。
- (2) 上游企业盈利能力下降。
- (3) 新业务拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	418	745	809	900	1108	营业收入	296	301	391	496	607
现金	160	291	201	270	313	营业成本	167	174	215	270	330
应收账款	171	158	270	272	393	营业税金及附加	3	2	2	3	4
其他应收款	14	8	21	16	29	营业费用	14	15	19	25	30
预付账款	6	4	9	8	12	管理费用	49	53	67	86	105
存货	31	41	48	63	72	财务费用	-2	-4	-3	-2	-1
其他流动资产	36	243	260	271	289	资产减值损失	1	4	4	6	6
非流动资产	30	49	46	47	47	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	7	5	4	3	2	投资净收益	-0	3	1	1	1
固定资产	13	13	17	21	23	营业利润	65	63	89	109	135
无形资产	5	4	5	5	6	营业外收入	4	4	4	4	4
其他非流动资产	5	26	20	17	16	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	447	793	854	946	1155	利润总额	69	67	93	113	139
流动负债	75	81	120	130	238	所得税	10	9	13	16	19
短期借款	0	0	9	0	73	净利润	59	58	80	97	120
应付账款	45	44	67	72	97	少数股东损益	0	-0	0	-0	-0
其他流动负债	30	38	45	58	67	归属母公司净利润	59	58	80	97	120
非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	69	65	91	113	141
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.79	0.77	1.06	1.30	1.59
其他非流动负债	1	0	0	0	0						
负债合计	76	81	120	130	238	主要财务比率					
少数股东权益	0	1	1	1	1	成长能力					
股本	55	74	75	75	75	营业收入(%)	21.4	1.6	30.0	26.6	22.6
资本公积	78	342	342	342	342	营业利润(%)	47.2	-2.1	40.1	23.4	23.6
留存收益	238	295	355	421	492	归属于母公司净利润(%)	40.0	-3.0	38.5	22.1	22.9
归属母公司股东权益	371	711	733	815	916	获利能力					
负债和股东权益	447	793	854	946	1155	毛利率(%)	43.8	42.3	45.0	45.5	45.7
						净利率(%)	20.0	19.1	20.4	19.6	19.7
						ROE(%)	16.0	8.1	10.9	11.9	13.0
						ROIC(%)	15.2	7.4	10.2	11.5	11.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	17.0	10.3	14.1	13.7	20.6
						净负债比率(%)	-43.1	(40.8)	(26.3)	(33.1)	-26.1
						流动比率	5.5	9.2	6.7	6.9	4.7
						速动比率	5.1	8.7	6.3	6.4	4.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
						应付账款周转率	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.79	0.77	1.06	1.30	1.59
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	-1.83	-0.59	1.26	-0.12
						每股净资产(最新摊薄)	4.95	9.47	9.77	10.86	12.21
						估值比率					
						P/E	41.54	42.82	30.92	25.32	20.60
						P/B	6.63	3.46	3.36	3.02	2.69
						EV/EBITDA	33.22	33.5	24.9	19.4	15.8
现金流量表(百万元)											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	83	57	-44	95	-9						
净利润	59	58	80	97	120						
折旧摊销	4	4	3	4	5						
财务费用	-2	-4	-3	-2	-1						
投资损失	0	-3	-1	-1	-1						
营运资金变动	19	-7	-123	-4	-132						
其他经营现金流	4	9	0	0	0						
投资活动现金流	-3	-217	1	-4	-4						
资本支出	3	21	-2	2	1						
长期投资	0	-191	1	1	1						
其他投资现金流	0	-387	0	-1	-2						
筹资活动现金流	0	278	-55	-13	-18						
短期借款	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	18	1	0	0						
资本公积增加	0	264	0	0	0						
其他筹资现金流	-0	-4	-56	-13	-18						
现金净增加额	80	116	-98	78	-31						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>