

上海洗霸 (603200.SH)

工业水处理龙头，开启高成长之旅

● 国内化学品工业水处理领域龙头

公司以化学品药剂为处理手段，为钢铁、石化、造纸、汽车、民用等领域提供水处理服务，是国内化学药剂工业水处理领域龙头。2017年实现营业收入3.01亿元，净利润0.58亿元，过去5年收入、净利润复合增速分别为13%、12%。公司毛利率稳定在45%左右，净利率稳定在20%左右。公司的上游主要是药剂厂商，下游客户涵盖钢铁、石化领域内大型国企央企。

● 环保督查常态化+工业盈利提升，工业水处理迎来最佳时期

我国工业废水排放监管不足，各方企业偷排现象严重。中央环保督查执行以来，环保部门、党政部门对工业环保的监管大幅加强。展望未来，中央环保督查回头看、2019年第二轮中央环保督察等环保督查将持续高压。更为重要的是，环保督查结合供给侧改革，导致上游周期产品价格涨价，钢铁、煤炭、化工等企业盈利能力大幅提升，工业企业有钱进行环保改造。环保督查持续高压+工业企业盈利提升，工业环保改造进入最佳时期。

● 公司覆盖领域广、运营占比高，国外龙头Nalco收入超18亿美元

公司水处理业务涵盖钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、汽车、民用多个领域，抗风险能力强。公司收入绝大部分来自于运营，订单收入相对稳健。公司业务模式对标Nalco，Nalco 2010年实现工业水处理收入18亿美元，对比之下，公司尚有较大发展空间。

● 国内工业水处理最具弹性标的

预计公司2018-2020年对应EPS分别为1.10/1.54/1.95元/股，当前股价对应2018年PE为30倍。在环保督察持续高压+工业企业盈利提升的大背景下，工业企业环保治理意愿增强，工业水处理市场将迎来最佳发展机遇。公司工业水处理覆盖石化、钢铁、造纸、汽车等多个领域，业务占比最高，是国内工业水处理最具弹性标的，将受益于工业水处理订单的量价齐升，给予“买入”评级。

风险提示：未来环保督查力度减弱的风险；工业企业关停、淘汰比例过大的风险；工业企业环保投入不及预期的风险。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	296.25	300.91	410.16	668.87	875.30
增长率(%)	21.36%	1.57%	36.31%	63.08%	30.86%
EBITDA(百万元)	67.28	60.90	92.97	140.43	186.17
净利润(百万元)	59.27	54.23	82.83	115.56	146.60
增长率(%)	40.03%	-8.51%	52.76%	39.50%	26.87%
EPS(元/股)	1.072	0.736	1.104	1.540	1.954
市盈率(P/E)	-	55.87	30.22	21.66	17.08
市净率(P/B)	-	4.26	3.05	2.68	2.31
EV/EBITDA	-2.38	44.98	23.53	15.89	12.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

33.36元

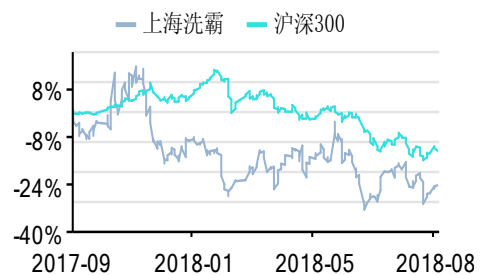
报告日期

2018-09-03

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	75/25
流通A股市值(百万元)	843
每股净资产(元)	9.65
资产负债率(%)	10.26
一年内最高/最低(元)	52.43/30.55

相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003

021-60750631

guopeng@gf.com.cn

分析师：邱长伟 S0260517080016

021-60750631

qiuchangwei@gf.com.cn

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

工业水处理领域龙头	5
工业水处理龙头，覆盖各领域核心客户	5
运营业务发力弥补化学品销售下滑，技术优势显著	7
实控人控股比例超过 50%	10
督查趋严+下游盈利提升，工业水处理迎来黄金时期	11
环保督查持续高压，工业水处理环保改造极为急迫	11
工业企业盈利大幅改善，市场空间约 700 亿元	13
参照 NALCO，国内市场将成就新巨头	15
NALCO：工业水处理龙头，水处理收入约 20 亿美金	15
开拓工程 EPC 市场，成长加速进行时	18
运营业务快速增长、EPC 提供业绩弹性	20

图表索引

图 1: 公司业务发展历程	5
图 2: 公司营收与净利增长情况 (百万元)	5
图 3: 公司毛利率与净利率水平相对稳定 (%)	5
图 4: 公司营业收入构成 (百万元)	6
图 5: 各业务毛利率情况	6
图 6: 公司 2017 年化学品销售收入企稳, 但毛利率继续下滑 (百万元)	8
图 7: 化学品销售收入结构 (百万元)	8
图 8: 化学品销售分下游毛利率	8
图 9: 水处理系统运行管理业务收入 (百万元)	9
图 10: 水处理系统运行管理业务毛利率	9
图 11: 实控人控股比例超过 50%	10
图 12: 第一批中央环境保护督察“回头看”的省份	12
图 13: 环保税、许可证将纳入生产要素成本里	13
图 14: 我国工业废水排放量 (亿吨)	14
图 15: 我国工业污水处理运营费 (亿元)	14
图 16: 分行业工业废水排放结构	14
图 17: 主要行业废水排放量与走势 (亿吨)	14
图 18: 化学品价格回升 (元/吨)	15
图 19: 钢铁价格回升 (元/吨)	15
图 20: 化工上市公司净利率提升	15
图 21: 钢铁上市公司净利率提升	15
图 22: Nalco&GE 下游服务客户领域	16
图 23: Nalco 2010 年营业收入 43 亿美元	16
图 24: Nalco 2010 年净利润 2 亿美元	16
图 25: Nalco 2010 年水处理收入 18 亿美元 (单位: 亿美元)	17
图 26: Nalco 发展历史	17
图 27: 工业水相关标的中, 上海洗霸工业水处理收入占比最高	19
图 28: 典型工业水处理公司工业水收入情况 (亿元)	19
图 29: 典型工业水处理公司工业水毛利率情况	19
图 30: 博天环境主要收入来自 EPC (百万元)	20
图 31: 万邦达工业水收入约 80% 来自 EPC (百万元)	20
图 32: 公司资产负债率仅 10%, 有提升空间	20
表 1: 公司下游客户涵盖汽车、石化、钢铁、造纸等行业的龙头企业	6
表 2: 公司部分水处理项目客户及服务时间	7
表 3: 公司在手三个水系统运行管理项目	9
表 4: 上汽大众订单拆解	9
表 5: 公司管理层简历	10
表 6: 污水排放环境税测算	13

表 7: 不同行业废水成分、处理方式差异较大	14
表 8: Nalco 主要服务行业与解决方案	18
表 9: 典型工业废水处理公司覆盖领域	19
表 10: 可比公司估值	21

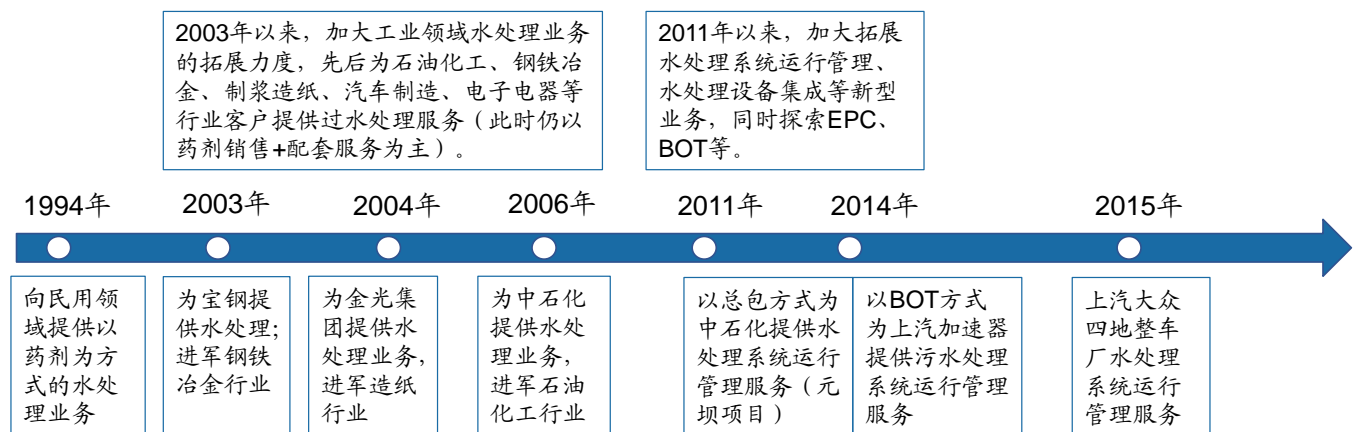
工业水处理领域龙头

工业水处理龙头，覆盖各领域核心客户

公司以化学品药剂为核心，为钢铁、石化、钢铁等多个工业领域提供水处理运营服务、化学品销售等业务，业务模式涵盖产品销售、BOT、EPC等多种。2017年实现营业收入3.01亿元，净利润0.58亿元；2018年上半年公司实现收入1.83亿元，同比增长23.90%；归母净利润0.46亿元，同比增长59.71%。过去5年收入复合增速13%，净利润复合增速12%。近5年以来公司毛利率稳定在45%左右，净利率稳定在20%左右。

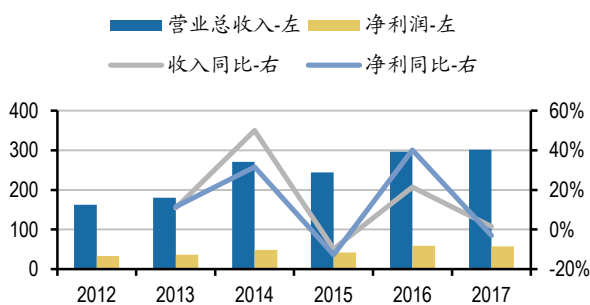
2018年上半年公司实现收入1.83亿元，同比增长23.90%；归母净利润0.46亿元，同比增长59.71%；扣非归母净利润0.38亿元，同比增长54.22%。2018年上半年收入增长主要来自智能控制在线检测与加药保障系统、汽车制造及钢铁行业项目等业务增长。上半年公司净利率24.84%，同比增长5.57个百分点，主要系公司自有资金和募集资金的收益增加及汇兑损益致财务费用减少所致，上半年为负的950万元，同比减少837万元。

图1：公司业务发展历程



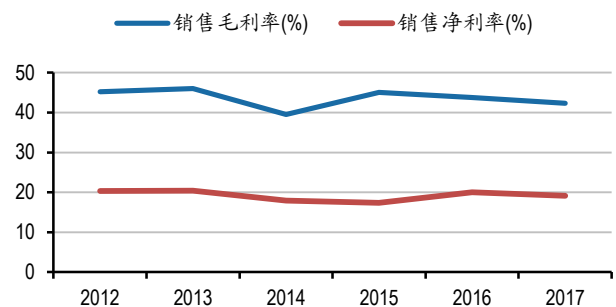
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图2：公司营收与净利增长情况（百万元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3：公司毛利率与净利率水平相对稳定（%）

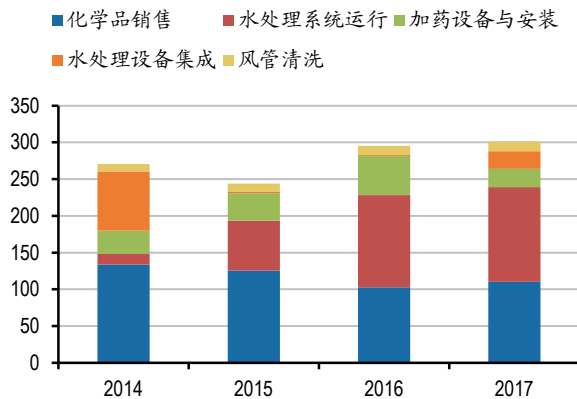


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

工业污水处理运营占比83%，集中于大客户用户。以2017年营业收入划分，扣除风管清洗业务，跟工业水处理相关业务收入占96%，工业水处理运营收入2.39亿元，包括化学品销售和水处理系统运行，在收入中占比已经达到83%。

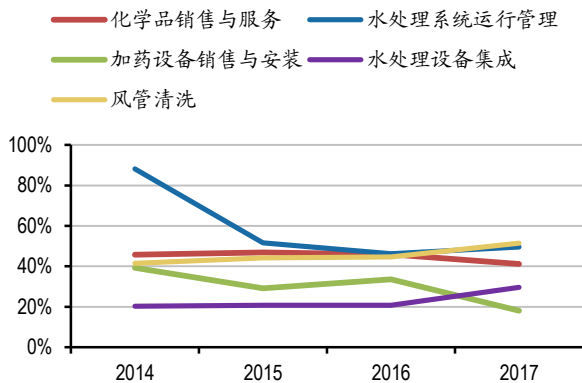
2017年收入拆分来看，水处理系统运行业务收入1.29亿元，主要是中石化元坝项目、上汽大众、上汽变速器等项目贡献；化学药品销售业务营收1.10亿元，小幅增长7%。其他业务方面，加药设备销售与安装业务营收0.25亿；水处理系统集成业务营收0.24亿元。

图4：公司营业收入构成（百万元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图5：各业务毛利率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

客户涵盖各自领域内大型国企央企。公司主要下游包含石油化工、钢铁冶金、制浆造纸、民用等四个领域，并且合作对象多为中石油、中石化、宝钢、武钢等大型国企央企且合作年限较长，具有稳定的业务保障。以2014-16年下游客户来看，上汽、中石化、武钢、宝钢等为公司核心客户，且部分客户服务时间长达10-20年之久。

表 1：公司下游客户涵盖汽车、石化、钢铁、造纸等行业的龙头企业

年度	序号	客户名称	金额（万元）	占营业收入的比例（%）
2016	1	上汽集团	6,923.27	23.37
	2	中石化	6,670.66	22.52
	3	金光集团	1,912.29	6.46
	4	武钢集团	1,854.40	6.26
	5	宝钢集团	1,055.11	3.56
	合计		18415.73	62.17
2015	1	中石化	5,351.31	21.92
	2	金光集团	2,972.55	12.18
	3	上汽集团	2,546.40	10.43
	4	武钢集团	2,041.49	8.36
	5	宝钢集团	884.17	3.62
	合计		13,795.92	56.51
2014	1	青岛钢铁	7,769.09	28.71
	2	中石化	3,512.86	12.98
	3	金光集团	3,486.54	12.89

4	武钢集团	1,657.88	6.13
5	宝钢集团	924.77	3.42
合计		17,351.14	64.13

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表2：公司部分水处理项目客户及服务时间

行业	客户	起始服务时间	服务年限
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
造纸	中国神华	2007年	10年
	金光集团	2004年	13年
	首都国际机场	1998年	19年
民用领域	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

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

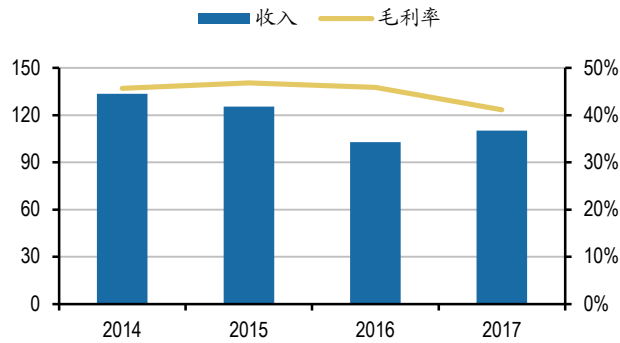
运营业务发力弥补化学品销售下滑，技术优势显著

2015-16年化学品销售业务收入、毛利率有所下滑，主要受制于下游景气度下滑

公司2015、2016年化学品销售收入较2014年年有所下滑，主要是下游景气度下滑，服务价格下调，部分项目因工艺调整、盈利能力等原因而放弃续签，具体来看：

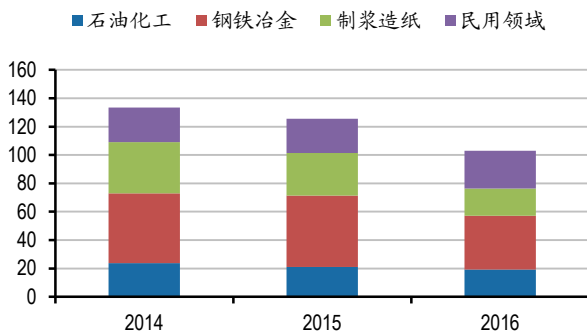
- 钢铁冶金行业一般以低价中标方式选择服务商，服务价格下调导致钢铁行业水处理毛利率下降。
- 石油化工行业往往采取对技术标和商务标综合打分的方法选择中标，石油化工行业水处理毛利率处在较高水平，但仍有所下滑。
- 造纸制浆水处理毛利率略有上升，是由于公司放弃部分造纸行业水处理毛利率低的项目，缩减业务份额导致。

图6: 公司2017年化学品销售收入企稳, 但毛利率继续下滑 (百万元)



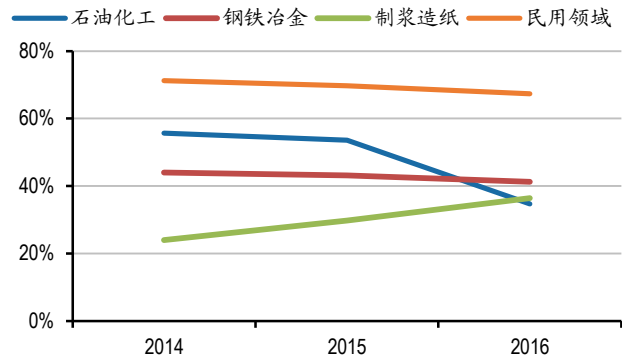
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 化学品销售收入结构 (百万元)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图8: 化学品销售分下游毛利率



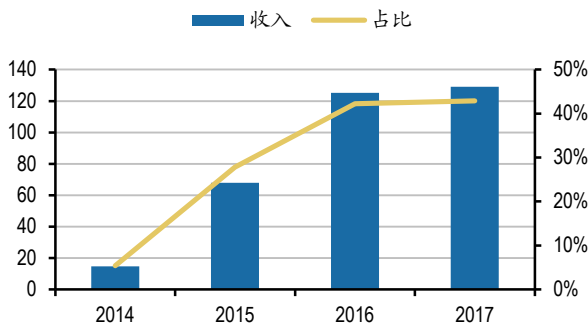
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

运营业务快速开拓, 营收、利润加速增长

公司自2014年开展水处理系统运行管理项目, 先后承接中石化元坝项目、上汽大众项目、上汽加速器项目, 2017年水处理系统运行管理业务收入1.29亿元, 占营业总收入的43%, 毛利率49.46%。

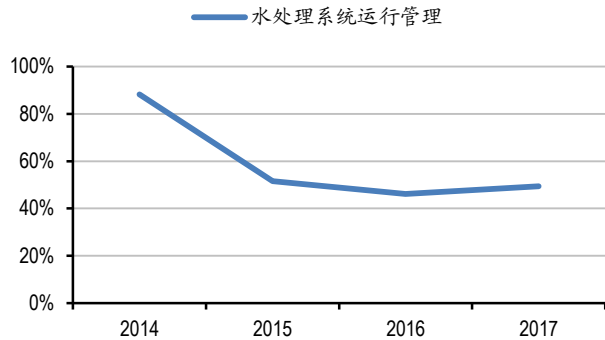
其中上汽大众项目提供水处理系统运行管理服务, 包括废水处理、纯水制备、中水回用和危险废弃物处置等业务, 在2017年重新招标中再次中标, 彰显了公司的技术、品牌实力。

图9: 水处理系统运行管理业务收入 (百万元)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图10: 水处理系统运行管理业务毛利率



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

表3: 公司在手三个水系统运行管理项目

项目	时间	简介
中石化 (元坝项目)	2014-至今	服务方式为总包式运行管理服务; 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
上汽大众	2015-2020	为上海安亭、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。托管运营上汽大众安亭基地汽车一、二、三厂的废水处理、纯水制备、中水回用和危险废弃物处置
上汽变速器	2014-2024	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

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

表4: 上汽大众订单拆解

	环保运行一体化服务框架		“干式喷房喷雾净化设施运行”项目	
	2015/8/1-2017/12/31	2018/1/1 至 2020/12/31 (另约定有 2 年意向期)	2015/8/1-2017/12/31	2018/1/1 至 2020/12/31
安亭整车厂	•	•		
新疆工厂	•	•		
仪征工厂		•	•	
发动机三厂				
南京工厂				•
宁波工厂				•
长沙工厂	•			
合同金额 (万元)		16,160.62		3,593.05
年化合同金额 (万元)		5,386.87		1,197.68

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 环保运行一体化服务框架包含废水处理, 纯水制作, 危废处置

技术优势显著, 运营经验丰富

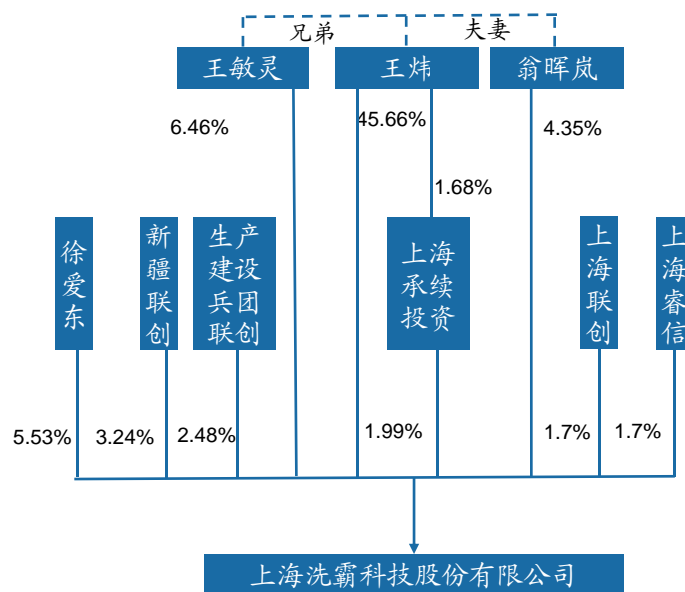
复配及处理工艺是核心竞争力，覆盖央企等众多客户。公司以药剂为处理手段，为客户进行水处理服务，收取药剂费用+运营服务费用，具体采用以下两种定价方式：一种以消耗药剂费+另计服务费方式计算；另一种直接以处理量（仍以化学药剂为主）及处理单价计算费用。公司的核心竞争优势在于根据客户具体的生产工艺、水质条件和要求、设备材质、成本控制等，开发出特定的配方，对症下药，并且随时监测水质变化，及时调整药剂配方或药剂投加。

公司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。

实控人控股比例超过 50%

实控人技术出身，控股比例过50%。公司实际控制人、董事长王炜先生是我国水文水资源高级工程师、环境保护与资源综合利用高级工程师、上海高新技术人才协会副理事长、上海市水资源保护基金会副秘书长，王炜和妻子翁晖岚合计持有公司50%的股权。环境技术专业出身的董事长始终重视技术，管理层配置也不乏技术出身的高管，更有中科院院士赵东元、华东理工环境工程研究院院长任独立董事。

图11：实控人控股比例超过50%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：截至2018年8月31日

表5：公司管理层简历

职位	姓名	简历
董事长&总经理	王炜	博士，水文水资源高级工程师，环保高级工程师，上海高新技术人才协会副理事长，石油化工优秀民营企业家。
董事&副总经理	王敏灵	清华大学硕士，常务副总，曾任科梦投资有限公司执行董事
独立董事	赵东元	中科院院士，复旦大学化学系教授，国家自然科学二等奖，
独立董事	金锡标	华东理工大学环境工程研究所常务副院长兼总工程师；

大项目事业部技术工	邹帅文	清华大学环境工程系学士，新加坡国立大学化工与环境系硕士。
艺包部总工程师		
石化事业部总工程师	何好启	历任上海璞莱利水处理技术有限公司技术服务经理，凯米拉化学品（上海）有限公司技术中心研发工程师
工艺设计部总工程师	李艳丽	武汉大学硕士，历任浙江欧美环境工程有限公司售前技术支持工程师，上海 ITT 恒通先进水处理有限公司工艺设计工程师，上海欧陆环境工程有限公司工艺设计工程师

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

督查趋严+下游盈利提升，工业水处理迎来黄金时期

2018年公司订单有望迎来量价齐升。2015年以来，我国环保监管力度大幅提升，环保成本的提升导致部分中小企业淘汰、停产，推动了化工、钢铁等领域的供给侧改革，导致工业产品价格回升，工业企业盈利出现大幅好转。我们预期工业企业水处理的订单数量和单价将有所提升。由于下游企业盈利能力提升传导到水处理招投标、再从招投标兑现到公司收入存在一定时间差，我们预计2018年公司将迎来订单的量价齐升以及收入利润的兑现，具体可跟踪公司订单及毛利率情况。

环保督查持续高压，工业水处理环保改造极为紧迫

中央环保督查以来，环保监管力度大幅加强。一直以来，我国工业废水排放监管不足，各方企业（尤其是中小企业）偷排现象严重。“十八大”生态文明建设方案推出以来，特别是中央环保督查等配套方案的执行下，环保部门、党政部门对工业环保的监管大幅加强。例如，2018年4月，央视曝光连云港化工园区存在暗管排放污水的现象，5月份中纪委通报江苏省连云港市相关部门和灌南县委、县政府对连云港化工产业园区内企业违法排污查处不力，灌南县委书记李振峰受到党内警告处分，其他相关责任人也受到相应处分。

中央环保督查还将持续高压。2018年5-6月，第一批中央环境保护督察组进驻河北、河南，内蒙古、宁夏，黑龙江，江苏、江西，广东、广西，云南等10个省（自治区）开展“回头看”督察工作。今年将继续开展第一轮中央环保督察“回头看”，并将从2019年开始第二轮中央环保督察。环保督查持续高压，将推动新一轮工业水处理需求的释放。

图12: 第一批中央环境保护督察“回头看”的省份

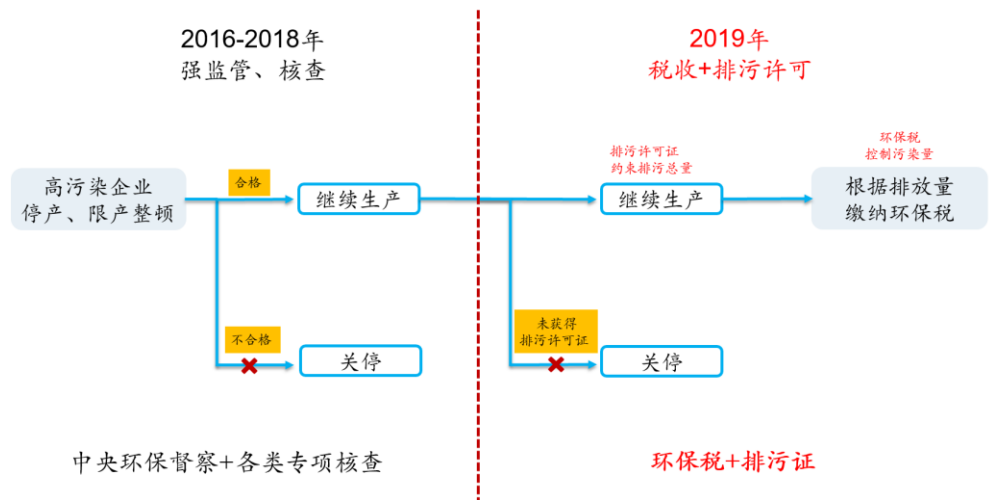


数据来源: 生态环境部、广发证券发展研究中心

工业企业盈利增强,有能力做环保改造。更为重要的是,环保督查结合供给侧改革,导致上游周期产品价格涨价,钢铁、煤炭、化工等企业盈利能力大幅提升,工业企业有钱进行环保改造。而在环保压力下,环保不达标企业将无法生产,无法享受上游周期品涨价带来的盈利,而相比环保投资,复产带来的利润更具有吸引力,工业企业进行环保改造的动力较足。环保督查持续高压+工业企业盈利提升,工业环保改造进入最佳时期。

环保税、排污许可等政策将逐步推行,环保要素价格将全面纳入工业生产体系。排污费改税、排污许可监管制度推行排污精细化管控体系建立和工业企业“谁污染谁付费”的制度建立,将其作为污染源全过程控制和污染监督管理执法的依据,逐步实现工业企业生产过程中环保要素价格的体现。当环保作为常规性成本纳入工业生产成本后,企业环保要素成本大幅增加将倒逼中小产能(如环保优势)退出市场,使得规范运营的环保达标产能优势得以凸显,推动市场化的供给侧改革。

图13: 环保税、许可证将纳入生产要素成本里



数据来源: 生态环境部, 广发证券发展研究中心

假设工业企业按照一级A的标准排污水, 我们仅考虑化学需氧量、生化需氧量、悬浮物、氨氮等主要污染物, 按照当前水污染物税收征收标准(1.4元-14元每污染当量), 按照7元每污染当量的标准算, 每吨污水的环境税至少0.69元。

表 6: 污水排放环境税测算

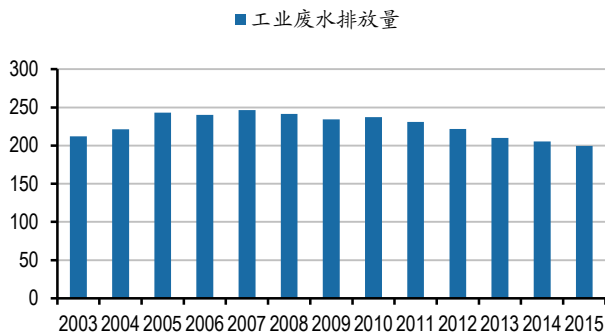
	单位含量 (mg/L)	污染当量值 (千克)	每污染当量 环境税(元)	环境税 (元/吨)
化学需氧量 (COD)	50	1	7	0.35
生化需氧量 (BOD5)	10	0.5	7	0.04
悬浮物 (SS)	10	4	7	0.28
氨氮 (以 N 计)	5	0.8	7	0.03
合计				0.69

数据来源: 生态环境部, 广发证券发展研究中心

工业企业盈利大幅改善, 市场空间约 700 亿元

据公报统计显示, 我国2015年工业废水排放量(指经过企业厂区所有排放口排到企业外部的废水量)为199.5亿吨, 总运行费685亿元。而造纸、化工、煤炭采选、纺织等前4个行业废水排放量为82.6亿吨, 占比45.5%。具体来看, 造纸纺织行业废水排放量近年不断下降, 石油加工、钢铁有色行业废水排放自15年开始有小幅上升。不同行业的不同工艺产生的废水成本差异较大, 处理方案也不尽相同。

图14: 我国工业废水排放量 (亿吨)



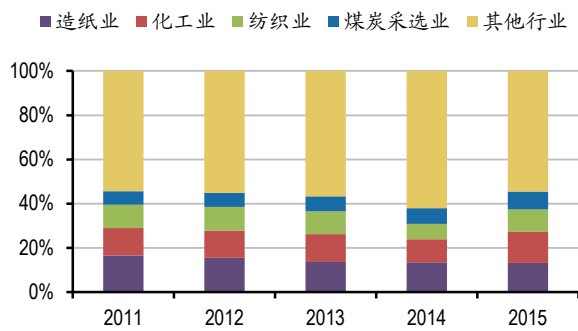
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 我国工业污水处理运营费 (亿元)



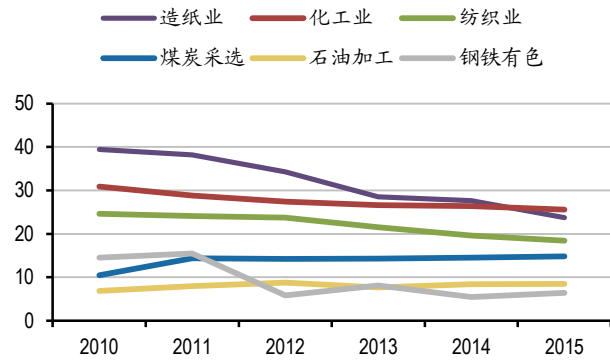
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 分行业工业废水排放结构



数据来源: 国家统计局-环境统计、广发证券发展研究中心

图17: 主要行业废水排放量与走势 (亿吨)



数据来源: 国家统计局-环境统计、广发证券发展研究中心

表7: 不同行业废水成分、处理方式差异较大

	COD mg/L	BOD mg/L	氨氮 mg/L	总酚 mg/L	其他	处理工艺
造纸废水	1500-3500	450-1100	N.A.	N.A.		混凝气浮+生物接触氧化
电镀废水	<150				Ni ²⁺ , Cu ²⁺ , Cr ⁶⁺ , CN ⁻	多级物化
制药废水	809		69		AOX: 127mg/L; 磷, 盐	臭氧催化氧化+A/O
石油炼化	800~1000				含油量高	气浮+活性污泥
克旗煤制气	3500	1000	150	700		多级 A/O
包头煤制烯烃	3000	600	500	1000		A/O+BAF
潞安煤制油	4000		150			

数据来源: 文献综述、广发证券发展研究中心

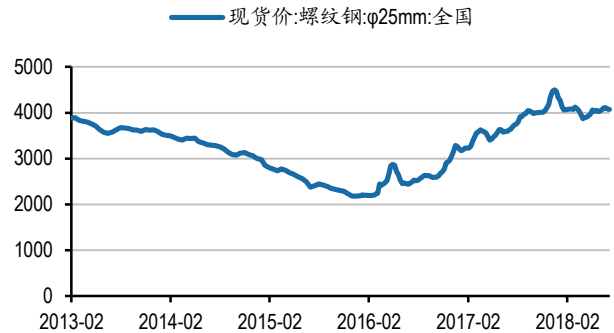
工业企业伴随供给侧改革, 商品价格上涨, 龙头企业盈利大幅回升。特别是公司所覆盖的下游, 如钢铁等行业盈利改善显著, 或将带动钢铁、化工等行业水处理需求的量和价的提升。

图18: 化学品价格回升(元/吨)



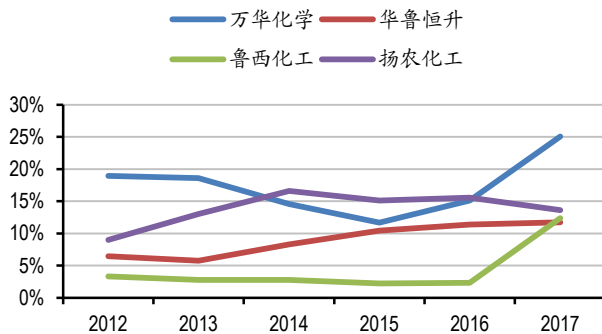
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 钢铁价格回升(元/吨)



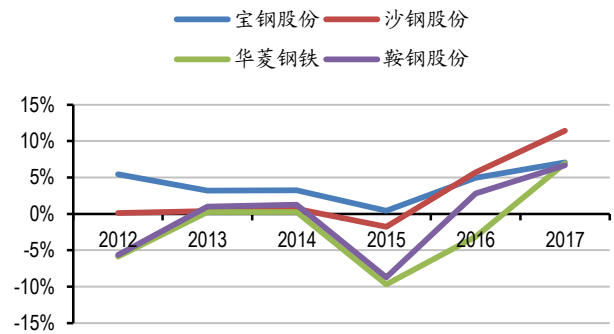
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 化工上市公司净利率提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 钢铁上市公司净利率提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

参照 Nalco, 国内市场将成就新巨头

Nalco: 工业水处理龙头, 水处理收入约 20 亿美金

国际上知名工业废水处理龙头有美国纳尔科工业服务公司 (Nalco, 2011年被艺康 Ecolab收购) 和GEwater (2017年被苏伊士收购)。Nalco主要也是以化学法水处理运营为主, 跟上海洗霸的业务比较类似, 上海洗霸可以说是Nalco的追随者。

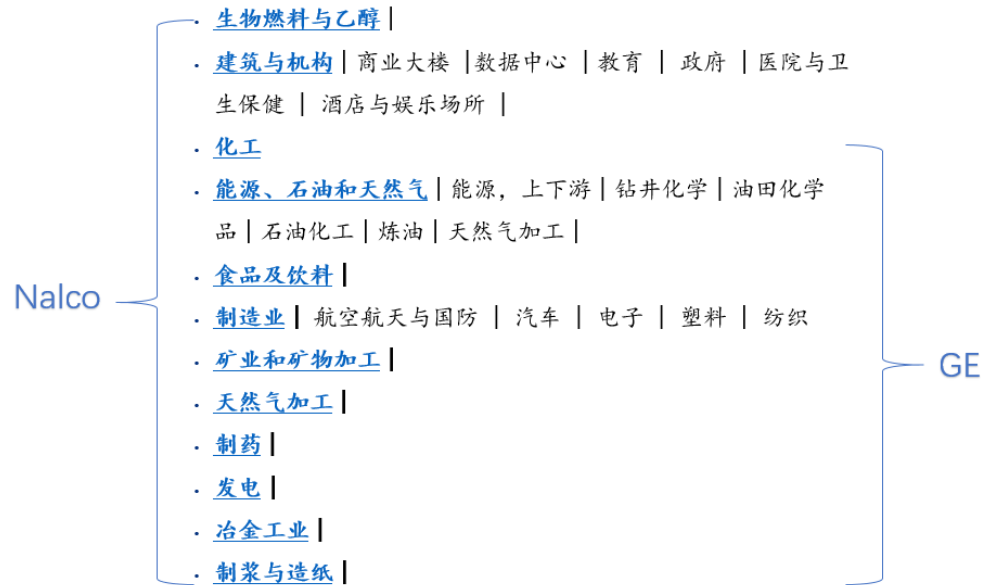
Nalco: 成立于1928年, 业务遍布全球130多个国家和地区的七万多家客户, 产品和服务被广泛应用于电力、石油、化工、矿业、造纸、汽车、电子、城市污水处理等各个领域。

GE: 前身是GleggWaterConditioning, 1999年并购进GE。其水处理化学药剂几乎涵盖了工业水处理的全部内容, 服务的主要行业包括石油化工、煤化工、钢铁冶金、电力、食品饮料、电子电器和市政等。

Nalco 2010年实现工业水处理收入18亿美元, GE water 2016年收入约21亿美元。因此, 看海外成熟市场, 工业污水处理龙头企业的规模可达到20亿美元级别。公司

是国内化学品水处理业务的龙头企业，2017年收入3.0亿元，无论从绝对收入规模还是相对收入规模，国内工业水处理企业都有较大的成长空间。

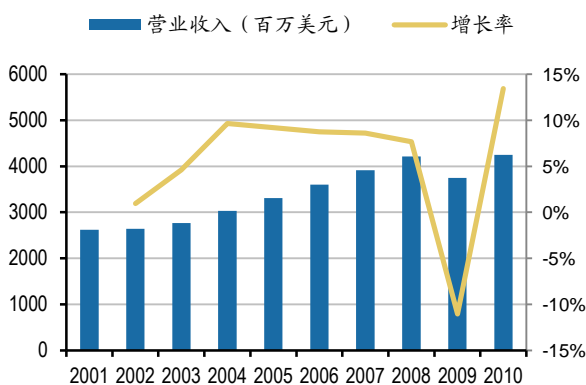
图22: Nalco&GE下游服务客户领域



数据来源: Nalco、GE公司官网、广发证券发展研究中心

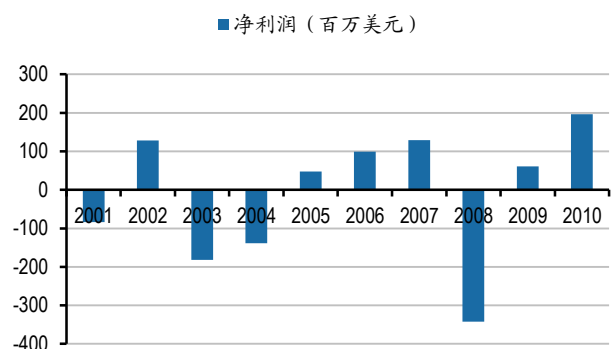
Nalco是全球领先的水处理化学药剂生产、供应和工艺过程解决方案服务商，2010年水处理收入18亿美元。公司使用先进的水处理技术为全球170多个国家涉及40多个行业（包含商业建筑、食品加工、汽车、发电、石油、化学品、初级金属、造纸和采矿等）的客户，提供生产过程中的水处理及各项清洁生产现场增值服务。目前公司总计拥有19个全球技术中心，1,600名科研人员、工程师与技术专家，7,700项专利。截至2010年，公司年营业收入达43亿美元，其中水处理收入18亿美元，净利润2亿美元（Nalco 11年被艺康收购，不再具有单独的业务数据详情）。

图23: Nalco 2010年营业收入43亿美元



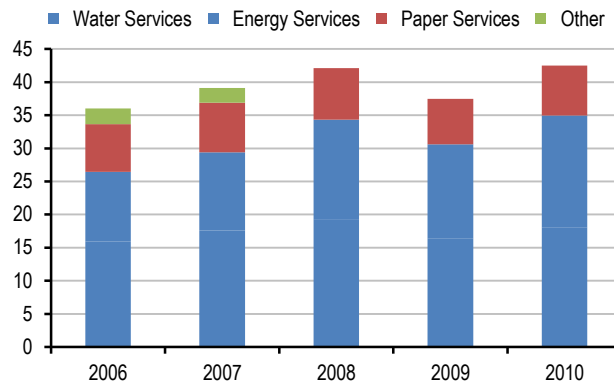
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图24: Nalco 2010年净利润2亿美元



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图25: Nalco 2010年水处理收入18亿美元 (单位: 亿美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

Nalco的成长主要来自于并购整合和细分领域的拓展。

Nalco 成立于1928年, 成立之初主要向市政机关和工业工厂销售锅炉给水处理设备, 同时向铁路行业销售用于调节蒸气机车用水的产品。

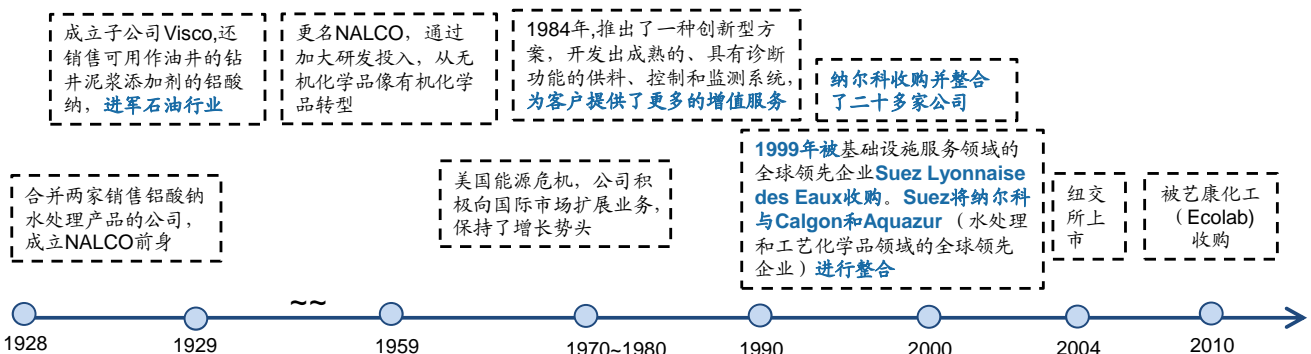
1959~1970年间, 在研发方面的投入, 公司从无机化学品到有机化学品的转型过程取得了重大进展, 并且Nalco领先开发了用于水处理的重要合成聚合物

1970~1980年, 能源危机期间, Nalco一直积极向国际市场扩展业务, 凭借在水处理和石油技术方面50年的丰富经验, 满足了客户的需求, 让公司保持了强劲的增长势头。

1990~2000年, Nalco收购并整合了二十多家公司, 最终Nalco在1999年被基础设施服务领域的全球领先企业Suez Lyonnaise des Eaux收购。Suez将纳尔科与Calgon和Aquazur进行整合, 这两家企业也是水处理和工艺化学品领域的全球领先企业。

2011年, Nalco与艺康化工 (ECOLAB) 合并, 艺康化工是全球水、卫生、公众健康、能源技术和和服务领域的领导者。

图26: Nalco发展历史



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

表 8: Nalco 主要服务行业与解决方案

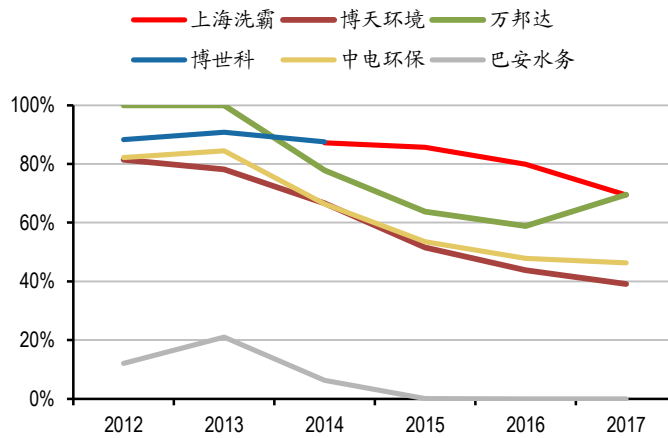
行业	处置方案	主要内容
化学加工	水处理和自动化专业技术	水处理过程中实现最佳的传热效率，是工厂盈利的关键因素。Nalco 提供解决方案优化此系统
矿业和矿物加工	3D TRASAR®冷却水技术减少耗水量	每年的新鲜补给水消耗降低了 102,000m ³ ，降低企业运营成本
	氧化铝、铝土矿与水解决方案	降低采矿和矿物加工活动中的用水量，节水、能源、原料
	煤矿开采	CoalEX 和 Nalflote 方案提供绿色聚集剂、起泡剂、过滤和助滤剂，以帮助优化回收率并满足质量规格要求
能源勘探与生产	各类金属/非金属矿开采等	帮助客户达到或超越环境和安全法规的要求，节约用水，将运营成本减至最低，并实现矿砂、砾石、水泥和工业矿物产量最大化
	传统生产-资产完整性	我们的腐蚀减缓、监控和管理方案可帮助您维护设备，保障工作环境安全无虞
	极地生产	低温下高性能防寒化学品和方案来改进和增强各项操作。
	深海地区	创新的互动式水下体验
制造业	重油生产	一整套全面的卓越产品与技术，来解决这些乳化液难题，包括常见的（油包水）乳化液和反相（水包油）乳化液。
	建材生产/汽车生产/玻璃/家居/轮胎/塑料/微电子/航空航天/农业建筑	管理水资源利用、减少能源消耗并改进工艺操作，从而降低总运营成本、提高生产质量并实现丰厚的利润回报，同时延长资产寿命
电力行业	火电/燃气/核能/地热发电水处理	减少生产过程中用水量及系统性生产管理，降低运营成本，提高设备寿命
石化生产	燃料添加剂/石化/炼油厂现场服务	从腐蚀控制和污垢管理，到可帮助您在制造乙烯、丁二烯、苯乙烯和醋酸乙烯酯时实现可持续发展目标的解决方案
食品饮料	食品安全专业技术/卫生监督/设备与工程服务/食品安全培训	帮助饮料公司提高经营效率、可持续性、食品安全和饮料产品质量。从工艺水到卫生、从废水处理到有害生物防治，我们均可根据您设施的独特需求定制具有成本和资源效益的解决方案
医疗卫生	全方位服务 OEM 解决方案	手部卫生（香皂、洗剂、外科擦洗液）/环境卫生（浓缩液、即用型液体和擦拭巾）/器具再处理（液态或粉状的清洗剂和消毒剂）。

数据来源：EPA，广发证券发展研究中心

开拓工程 EPC 市场，成长加速进行时

公司运营业务占比83%，更为重要的是毛利率、净利率维持稳定，资产负债率极低。相较于其他工程为主的水处理企业，如博天环境、万邦达等公司，他们工业水处理收入中EPC收入分别占到约90%、80%。

图27: 工业水相关标的中, 上海洗霸工业水处理收入占比最高



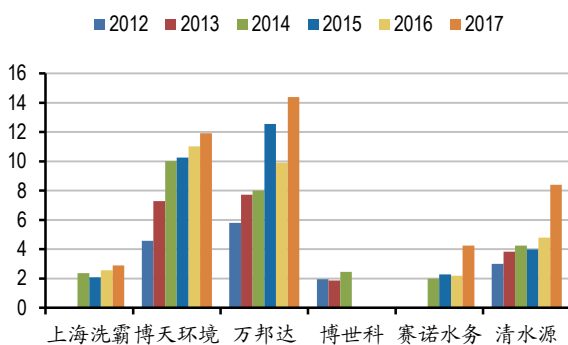
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表9: 典型工业废水处理公司覆盖领域

公司	客户领域
上海洗霸	石油、钢铁、汽车、造纸
博天环境	能源化工、制药、食品饮料、工业园区
万邦达	能源化工、电力
博世科	造纸
赛诺水务	钢铁

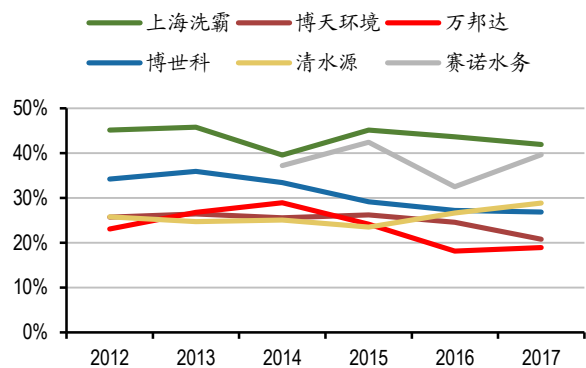
数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

图28: 典型工业水处理公司工业水收入情况 (亿元)



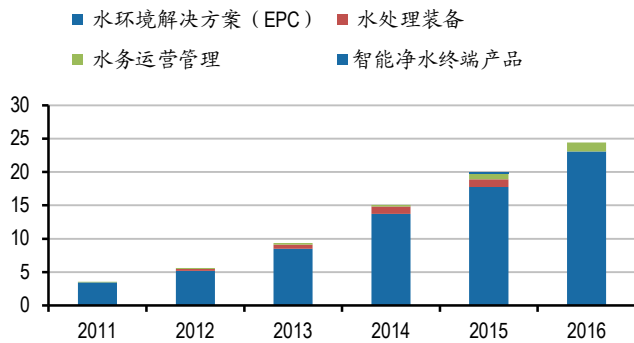
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图29: 典型工业水处理公司工业水毛利率情况



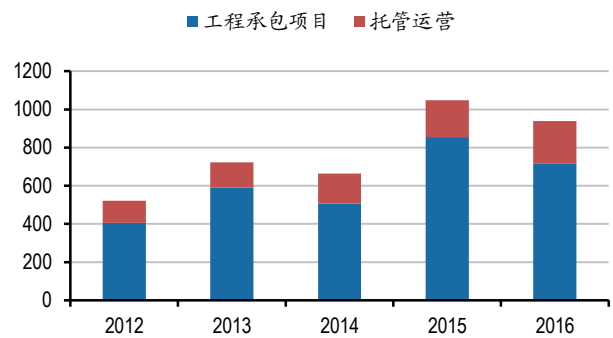
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图30: 博天环境主要收入来自EPC (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

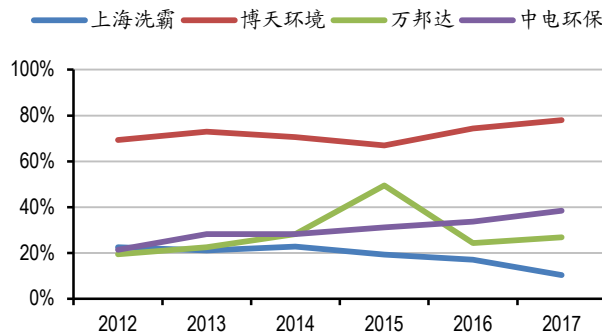
图31: 万邦达工业水收入约80%来自EPC (百万元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

2018年,公司(联合体牵头人)和宝钢工程技术集团有限公司(联合体成员)中标河钢产业升级及宣钢产能转移项目全厂水处理中心EPC总承包项目,中标金额3.72亿元。目前博天环境和万邦达在工业端的收入和利润体量上要远远超过上海洗霸,考虑到公司在现有的技术优势、运营能力,加之公司当前资产负债率有较大提升空间,我们预计公司EPC业务将迎来较快增长。

图32: 公司资产负债率仅10%,有提升空间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

运营业务快速增长、EPC 提供业绩弹性

盈利预测假设:

- 1、水处理系统运行管理业务中,中石化(元坝项目)、上汽变速器、上汽大众项目收入相对稳定,2018-2020年每年新增1-2亿元项目带来增量收入。
- 2、化学品销售与服务,我们预计来自钢铁、石化行业的收入呈现较快增长,来自制浆造纸、民用领域的收入相对稳定。
- 3、受益于钢铁行业盈利回升,钢铁行业化学品销售与服务业务毛利率2018年有较大提升,之后维持相对稳定。
- 4、公司承接河钢产业升级及宣钢产能转移项目全厂水处理中心EPC总承包

(订单金额达3.72亿元)等项目,考虑未来可能的新增EPC订单,未来几年确认收入,导致水处理设备集成收入增长较快。

预计公司2018-2020年收入分别为4.1/6.7/8.8亿元,归母净利润分别为0.8/1.2/1.5亿元,对应EPS分别为1.10/1.54/1.95元/股,当前股价对应2018年PE为30倍。在环保督察持续高压+工业企业盈利提升的大背景下,工业企业环保治理意愿增强,工业水处理市场将迎来最佳发展机遇。公司工业水处理覆盖石化、钢铁、造纸、汽车等多个领域,业务占比最高,是国内工业水处理最具弹性标的,将受益于工业水处理订单的量价齐升,给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值

公司简称	市值(亿元)	净利润(亿元)				PE(倍)			净利润增速		
		2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
上海洗霸	25	0.58	0.83	1.16	1.47	30.2	21.7	17.1	56%	34%	23%
万邦达	85	3.05	3.55	4.78	6.02	23.9	17.7	14.1	16%	35%	26%
博天环境	68	2.02	3.01	3.95	4.81	22.7	17.3	14.2	49%	31%	22%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 截至 2018 年 8 月 31 日收盘价

风险提示

未来环保督查力度减弱的风险; 工业企业关停、淘汰比例过大的风险; 工业企业环保投入不及预期的风险。