

上海洗霸 (603200.SH) 公用事业与环保产业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：48.86元

三季报基本符合预期，订单保障明年增长

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)	3,601.96
年内股价最高最低(元)	52.73/24.98
沪深300指数	3976.95
上证指数	3396.90



相关报告

1. 《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...》，2017.9.18

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

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	52.37	42.21	33.53
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：公司年报、国金证券研究所

事件：

■ 公司发布三季报，17年前三季度营收2.23亿元，同比增长2.87%；归母净利润4568万元，同比增长6.68%。

点评：

■ 去年低基数订单致今年前三季度业绩低速增长，增长源于埃塞俄比亚项目部分结算及工业水处理量增加所致。公司业务主要是合同制，而去年下游客户盈利能力较弱，因而公司所承接的业务订单体量较少，致前三季度业绩小幅增长2.87%，实现营收2.23亿元。增长来源于埃塞俄比亚项目部分结算，及中石化元坝项目采气厂和净化厂和上汽大众整车厂污水处理量增加。成本费用控制得到，仅三季度财务费用较去年同期增长192万元，整体上公司净利率较上半年小幅上升1.18p至21.93%，因而录得净利4568万元，同增6.68%。现金流仍需改善，前三季度因项目工程及采购预付款大幅增加约900万元，导致经营性现金流净额同比减少56%至2868万元。另外资产负债率仍处于低水平为9.7%，加杠杆空间大；目前在手现金3亿元，为外延作支撑。

■ 公司工业水处理配方技术优势明显，且开拓行业大客户能力强。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。

■ 下游行业盈利改善，水处理需求与环保意愿增强，公司新签业务量增加可期。1) 汽车行业，上汽大众17年1-9月较去年同期产量增加8%。公司三季度公告与上汽大众的合作延续至17年底，因而我们预计此业务收入增加10%。纵观未来，凭借长期合作关系，公司大概率继续与上汽保持合作；同时从业务量来看，提升空间大。公司所覆盖车厂产量占比约50%，公司在18/19年拿下上汽8座整车厂剩余2座的水处理订单后有望大幅提振业绩增速。2) 中石化元坝项目采气量持续增加致药剂需求增加。3) 钢铁行业，钢量价齐升致企业盈利改善，且在环保高压下，钢厂所需的水处理总承包支出有望增加，以大客户宝钢为例：宝钢17H1坯材销量2274万吨(产销量接近)，同增25%。4) 环保高压下，企业端增加环保投入，因而带来加药设备与服务业务增长。整体来看，短期受益于下游行业订单向龙头靠拢的大趋势，公司水处理需求增加；长期公司凭借长久客户关系、技术优势有望把握住工业水处理750亿市场(按工业废水处理量440亿吨/年、处理价1.7元/吨估算)。同时通过联合体方式中标厦门PPP项目，打开增长的空间。

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 52、42、34 倍，维持“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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	271	244	296	341	423	540
增长率		-9.8%	21.4%	15.0%	24.2%	27.7%
主营业务成本	-164	-134	-167	-198	-245	-315
%销售收入	60.5%	54.9%	56.2%	58.1%	57.9%	58.3%
毛利	107	110	130	143	178	225
%销售收入	39.5%	45.1%	43.8%	41.9%	42.1%	41.7%
营业税金及附加	-2	-4	-3	-2	-3	-4
%销售收入	0.8%	1.5%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-11	-14	-14	-15	-18	-23
%销售收入	4.0%	5.7%	4.8%	4.3%	4.3%	4.3%
管理费用	-39	-47	-49	-59	-73	-92
%销售收入	14.5%	19.3%	16.4%	17.3%	17.2%	17.1%
息税前利润 (EBIT)	55	45	64	67	84	106
%销售收入	20.2%	18.6%	21.4%	19.6%	19.9%	19.6%
财务费用	3	2	2	4	5	6
%销售收入	-1.2%	-0.9%	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-5	-4	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	1	1	2
%税前利润	1.6%	n.a	n.a	1.3%	1.0%	1.6%
营业利润	54	44	65	71	90	114
营业利润率	20.0%	18.0%	21.8%	21.0%	21.2%	21.1%
营业外收支	2	3	4	8	9	10
税前利润	57	47	69	79	99	124
利润率	20.9%	19.4%	23.2%	23.3%	23.3%	23.0%
所得税	-8	-5	-10	-11	-13	-17
所得税率	14.3%	10.4%	13.8%	13.4%	13.4%	13.4%
净利润	48	42	59	69	85	107
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	48	42	59	69	85	107
净利率	17.9%	17.3%	20.0%	20.2%	20.2%	19.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	48	42	59	69	85	107
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	7	5	3	3	4
非经营收益	-2	-1	0	-10	-10	-12
营运资金变动	-63	-35	19	-24	-57	38
经营活动现金净流	-9	14	83	38	22	137
资本开支	-12	-6	-3	6	7	7
投资	2	-7	0	0	0	0
其他	1	0	0	1	1	2
投资活动现金净流	-9	-13	-3	7	8	9
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金净流	0	0	0	0	0	1
现金净流量	-18	0	80	45	30	147

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	76	89	160	205	235	382
应收款项	198	210	221	248	312	371
存货	47	52	31	43	58	69
其他流动资产	8	4	6	8	9	11
流动资产	329	356	418	505	614	834
%总资产	94.2%	92.0%	93.4%	94.5%	95.7%	96.9%
长期投资	0	7	7	7	7	7
固定资产	16	13	13	11	9	7
%总资产	4.7%	3.4%	2.9%	2.0%	1.3%	0.8%
无形资产	2	8	7	8	9	9
非流动资产	20	31	30	29	28	27
%总资产	5.8%	8.0%	6.6%	5.5%	4.3%	3.1%
资产总计	349	386	447	534	641	861
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	73	70	74	91	112	144
其他流动负债	6	4	2	2	3	82
流动负债	79	74	75	93	115	226
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	1	1	1	1
负债	79	74	76	94	116	228
普通股股东权益	270	312	371	440	526	633
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	349	386	447	534	641	861

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.877	0.766	1.072	0.933	1.158	1.457
每股净资产	4.881	5.646	6.719	7.963	9.506	11.449
每股经营现金净流	-0.157	0.249	1.497	0.685	0.394	2.477
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.96%	13.56%	15.95%	15.62%	16.24%	16.97%
总资产收益率	13.88%	10.95%	13.25%	12.88%	13.30%	12.48%
投入资本收益率	17.33%	13.05%	14.74%	13.11%	13.84%	14.44%
增长率						
主营业务收入增长率	49.98%	-9.78%	21.36%	14.97%	24.16%	27.71%
EBIT增长率	40.03%	-16.64%	39.70%	4.89%	26.03%	25.85%
净利润增长率	31.49%	-12.67%	40.03%	16.05%	24.08%	25.89%
总资产增长率	24.49%	10.65%	15.78%	19.37%	20.12%	34.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	155.7	230.0	210.0	205.0	208.0	190.0
存货周转天数	74.3	134.1	90.6	80.0	86.0	80.0
应付账款周转天数	82.5	128.8	100.4	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	14.5	19.9	15.9	11.6	7.4	4.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.33%	-28.65%	-43.11%	-46.61%	-44.70%	-60.17%
EBIT利息保障倍数	-16.2	-20.1	-26.0	-17.6	-18.4	-16.6
资产负债率	22.73%	19.21%	16.97%	17.56%	18.06%	26.45%

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	3	3	3
增持	0	3	3	4	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.75	1.50	1.57	1.57

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-18	买入	42.90	47.00~51.00

来源：国金证券研究所

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。

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 7GH