

业绩增长稳健的国内领先水处理服务提供商

——上海洗霸 (603200.SH) 调研报告

公司点评

◆ 投资建议:

上海洗霸 (603200.SH) 是国内领先水处理服务提供商。公司下游行业广、客户粘性强、成本控制严格、运营效率高,历史业绩稳健。公司相继签署项目大单,汽车制造、石油化工营收增速较快,流域治理也积极筹划招投标,业绩增长可期。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.86、0.96、1.07 元。当前股价对应 17-19 年分别为 47.0X、42.1X、37.8X,给予“维持推荐”评级。

◆ 国内领先水处理服务提供商——上海洗霸 (603200.SH):

上海洗霸 (603200.SH) 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技术整体解决方案服务。按服务类型划分,公司水处理业务包括水处理化学品销售与服务、水处理系统运行管理、加药设备销售与安装和水处理系统集成。公司致力于成为国内领先的水处理服务提供商: **1) 工业领域:** 集中于在钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、汽车制造等耗水工业大户的水处理; **2) 民用领域:** 服务于办公楼宇、机场车站、大型城市综合体、标准厂房等中央空调水处理、锅炉水处理、景观水处理、雨水收集与中水回用及健康环境系统技术服务。工业领域,公司一般通过项目招投标参与竞争,民用领域,主要与施工(总包)单位共同参与招投标。公司在工业及民用领域,均形成了较高的品牌知名度。水处理行业技术壁垒较高,目前,公司拥有发明专利 30 多项,另 10 多项发明专利申请已被受理,已在水处理化学品和工艺技术领域形成核心技术体系。2017 年 Q1-Q3,公司实现营收 2.23 亿元(同比+2.23%),实现归母净利润 0.46 亿元(+6.68%)。

◆ 客户粘性强、下游行业广、运营效率高,毛利率高,业绩持续稳健增长:

化学水处理领域,火力发电、钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、纺织、有色金属、食品与发酵等几个高用水行业取水量约占全国工业总取水量的 50-60%。目前,公司在工业领域主要集中于行业龙头业务,是中石化、中石油、中海油、中国神华、金光集团、万达集团、绿地集团、锦江集团等龙头企业的水处理合格供应商。供给侧改革及环保政策趋严,传统行业的大型企业易在行业洗牌中做大,上海洗霸受益下游龙头客户的市占率提高。化学水处理工艺对于生产过程尤为关键,且水处理成本在下游大客户生产成本中占比较低,因此下游客户一般不轻易更换水处理供应商。历史上,公司现有客户的更换比例亦非常低(预计在 5%以内),易在长时间续约,保障了公司稳定盈利。虽然公司前五名客户集中度在~60%,但实际上,公司是对这些大客户的诸多项目分别进行招投标并签订合同,大客户流失的风险低。总体而言,公司水处理服务涉及工业及民用领域,覆盖较多下游领域,受单一下游行业的景气度影响较小,业绩增长较为稳健。公司以技术和服务为主,采用轻资产运营的业务模式,成本控制严格,运营效率较高,盈利能力优于行业水平。2012-2017Q3,公司毛利率稳定在 40-45%左右,净利率稳定在 20%左右。项目招投标中已经充分竞争,公司毛利率较高主要系运营效率高(成本管控严格)及技术溢价,因此未来毛利率降低的空间亦不大。

◆ 相继签署项目大单,汽车制造、石油化工营收增速较快:

推荐 (维持评级)

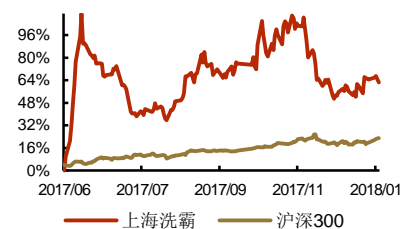
分析师

邱懿峰 (执业证书编号: S0280517080002)
qiuyifeng@xsdzq.cn

市场数据 时间 2018.01.05

收盘价(元): 40.6
总股本(亿股): 0.74
总市值(亿元): 29.93
一年最低/最高(元): 24.98/53.88
近 3 月换手率: 653.44%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.93	-15.9	111.11
绝对	6.37	-8.02	134.01

相关研报

业绩稳步增加,多因素利好公司未来发展
2017-10-26

近年来,公司加大对石油化工、汽车制造等领域的工业水处理市场开发。来自石油化工营收从2014年的0.46亿增加至2016年的0.77亿,来自汽车制造的营收从2015年的0.25亿增加至2016年的0.69亿,相继与行业龙头中石化、上汽集团建立了良好合作关系。2017年8月,上海洗霸已经续签上汽大众位于上海安亭、湖南长沙、江苏仪征、新疆乌鲁木齐四地整车厂或车间提供水处理服务。2017年12月,上海洗霸有相继中标上汽大众相关厂区水处理服务(合同预计金额为1.62亿元),并中标上汽大众外包“干式喷房喷雾净化设施运行(南京、宁波)”项目(合同预计金额为0.36亿元),合同期均在2018年初-2020年底。考虑到2016年,公司来自汽车制造营收仅为0.69亿,因此上汽集团的上述合同落地,将较大幅度提升公司业绩。

◆ 流域治理行业前景广阔,流域治理或将成为盈利亮点:

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。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。流域治理等工程项目大多以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9.7%,远低于同业水平,负债率的潜在提升空间较大。公司目前在流域治理等领域积极招投标,凭借公司领先的水处理技术、丰富污水项目积累、较强运营能力、融资能力,我们预计流域治理将成为公司业绩增长点。

◆ **风险提示:** 石油化工领域合同项目落地不及预期风险;流域治理领域招投标进程不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	244	296	307	353	394
增长率(%)	-9.8	21.4	3.6	15.0	11.5
净利润(百万元)	42.3	59	64	71	79
增长率(%)	-12.7	40.0	7.4	11.6	11.3
毛利率(%)	45.1	43.8	43.7	43.3	43.1
净利率(%)	17.3	20.0	20.7	20.1	20.1
ROE(%)	13.6	16.0	14.0	13.5	13.1
EPS(摊薄/元)	0.57	0.80	0.86	0.96	1.07
P/E(倍)	70.72	50.5	47.0	42.1	37.8
P/B(倍)	9.59	8.1	6.6	5.7	5.0

资料来源:公司公告、新时代证券研究所

1、工业水处理业务

Q1: 公司业务是否受下游产量的影响比较大?

A1: 公司业务确实受下游产业的影响较大, 因为我们的业务是帮助他们处理水污染, 所以业务量也取决于下流产业的用水量。关闭一些钢铁厂对环保产业也会有影响。但是我们的客户基本都是大客户和国企, 所以受国家环保政策影响(关闭小型钢铁厂)比较小。

Q2: 像钢铁这些产能过剩行业的下游扩张空间比较有限, 这会不会也限制了贵公司的扩张空间?

A2: 其实我们在钢铁行业是没有扩张必要的, 我们客户基本都是稳定的大客户, 像宝钢和武钢。而受到政策影响而关门的企业大多是小企业, 这样就会使得整个钢铁行业都能集中到这些我们已经建立联系的大客户上。这其实对我们公司来说是有利的。

Q3: 公司的工业水处理在 14-16 年期间, 钢铁领域和造纸领域为什么下降幅度这么大?

A3: 1) **钢铁行业**: 钢铁下降其实不大。我们公司 14 年做了一个青钢 EPC 大项目, 项目金额一共是 8000 多万, 其中有 5000 多万在 14 年就已经付清了, 15、16 年是建设期, 这期间现金流入就没有那么大了, 因此 15-16 年的来自钢铁的收入就会下降。2) **造纸行业**: 主要是我们在逐渐放弃这块业务, 因为造纸这个行业的利润在下降。

Q4: 钢铁厂水处理成本大概占钢铁生产成本的多少呢?

A4: 非常低, 可以忽略不计。

Q5: 工业水处理领域, 下游客户主要是看重技术优势还是运营成本呢?

A5: 投标时候这两方面都要看。

Q6: 民营企业不是我们的客户?

A6: 民营企业不是我们的客户, 大客户的市场拓展空间仍然比较大。而且民营企业对成本控制的比较低, 很多时候是应付检查, 所以民营小企业这方面的需求比较小。

Q7: 现在的大型车企的整车厂是不是都已经上了工业废水的排放处理设备?

A7: 国家有规定的只要建厂就必须上这些处理设备的, 不上是不能建设的, 也只有小的民营企业偷偷摸摸的没有上这些设备。

2、民用水处理业务及其他业务

Q8: 公司的水处理和加药业务主要集中在建筑和钢铁行业，未来有没有可能向其他行业渗透？

A8: 我们的加药业务主要做民用领域，偶尔会在工业领域里，工业领域的加药业务比较小。

Q9: 公司风管清洁业务体量比较小，请问未来发展规划？

A9: 风管清洗的业务还在扩充中，我们风管清洗和空调清洗都是保持 20-30% 增长速度的。虽然风管清洗市场比较混乱，但我们在上海这方面业务是遥遥领先其他企业的，我们市场份额是 7000 万，第二名不到 2000 万，剩下都是 1000 万以下的企业。不过风管清洗这块业务体量比较小，占我们业务额不到三分之一，和工业水处理业务没法比的。

3、财务情况

Q10: 贵公司毛利率是 30%-40%，可否分拆一下？

A10: 不同业务的毛利率差异比较大，比如钢铁方面，有很多种类：杂钢、不锈钢等，这个具体毛利率要看具体每个合同。

Q11: 如果钢铁、化工行业出现经营困难，贵公司的这些钢铁化工行业的大客户会不会压低贵公司的利润呢？

A11: 我们在投标过程中，对方是不知道我们的毛利率多少的。而且，我们毛利率高主要是通过有效的成本控制，比如我们的固定资产只有两千万，并不是收费过高所致。

4、其他事宜

Q12: 近三年，公司客户集中度比较高，前五名的都在 60% 以上，会不会导致公司营业收入不太稳定呢？比如丧失一个大客户的话，从而严重影响公司收入。

A12: 不会的：1) 首先，我们客户粘性比较强；2) 我们其实是将客户的项目合并到了一起。就像宝钢或中石化，他们下面都是有很多分公司的，每个公司都是分开招标的，所以这样来看我们的客户集中度并不高。我们只是财务报表上会集中到一起方便核算。

Q13: 咱们的市占率多少?

A13: 我们行业市场占有率是比较难计算: 1) 行业里有很多私营企业, 属于第三方, 他们的市场份额难以计算; 2) 中国的市场上还有很多关系参与者, 也是难以计算。

Q14: 工业水处理领域, 我们的客户流失率有多少?

A14: 很少, 百分之五左右。

Q15: 工业水处理领域, 自营部分有拿出来做第三方运营的趋势吗?

A15: 这个趋势是有的: 1) 国家八月份出台的政策, 要求企业如果在污染治理方面做不好就需要找第三方处理。2) 企业通过第三方的参与, 可以转移自身环境治理方面的责任给第三方, 也就是说出了问题要找第三方问责。3) 政策风险, 在政策高压情况下, 我们很多国有企业客户也有了处理的动力, 这对我们来说也是很大的机会。

Q16: 公司下面有两个子公司 (洗霸国贸、海绵城市建设), 这两个公司一直都是亏损的, 你能说下他们的业务和亏损原因吗?

A16: 1) 海绵城市: 确实是亏损, 因为现在还没有业务, 这个公司的作用主要是为了做一个 PPP 政府项目的储备。2) 洗霸国贸: 我们洗霸的一些国际化的业务是会放到洗霸国贸里, 亏损也是内部调剂。

Q17: 埃色俄比亚项目的合同金额多大? 建设期多久?

A17: 3000 多万, 建设期在 17 年基本收尾了。

Q18: 埃塞俄比亚合同的运营期是 6 个月, 那么后期有没有可能续签?

A18: 这个项目我们现在刚进入验收期, 这种工程项目一般很少有提前续签的。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	356	418	503	597	675	营业收入	244	296	307	353	394
现金	89	160	218	257	317	营业成本	134	167	173	200	224
应收账款	169	171	182	224	228	营业税金及附加	4	3	3	4	4
其他应收款	9	14	10	18	13	营业费用	14	14	15	17	19
预付账款	4	6	4	7	5	管理费用	47	49	50	58	64
存货	52	31	55	44	67	财务费用	-2	-2	-4	-5	-6
其他流动资产	32	36	35	46	44	资产减值损失	4	1	1	2	2
非流动资产	31	30	28	27	28	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	7	7	6	6	6	投资净收益	-0	-0	0	0	0
固定资产	13	13	11	10	9	营业利润	44	65	69	78	87
无形资产	6	5	6	6	7	营业外收入	3	4	4	4	4
其他非流动资产	5	5	5	5	6	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	386	447	531	624	702	利润总额	47	69	72	82	90
流动负债	74	75	77	99	98	所得税	5	10	9	11	11
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	42	59	64	71	79
应付账款	46	45	50	61	63	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	28	30	28	38	35	归属母公司净利润	42	59	64	71	79
非流动负债	0	1	1	1	1	EBITDA	48	68	69	77	85
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	0.80	0.86	0.96	1.07
其他非流动负债	0	1	1	1	1						
负债合计	74	76	78	99	98	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	55	55	74	74	74	营业收入(%)	(9.8)	21.4	3.6	15.0	11.5
资本公积	78	78	78	78	78	营业利润(%)	(19.1)	47.2	6.5	13.1	11.4
留存收益	179	238	302	373	452	归属于母公司净利润(%)	(12.7)	40.0	7.4	11.6	11.3
归属母公司股东权益	312	371	454	525	604	获利能力					
负债和股东权益	386	447	531	624	702	毛利率(%)	45.1	43.8	43.7	43.3	43.1
						净利率(%)	17.3	20.0	20.7	20.1	20.1
						ROE(%)	13.6	16.0	14.0	13.5	13.1
						ROIC(%)	12.8	14.8	12.9	12.4	11.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.2	17.0	14.7	15.9	14.0
						净负债比率(%)	-28.7	(43.1)	(48.0)	(49.0)	-52.5
						流动比率	4.8	5.5	6.5	6.0	6.9
						速动比率	4.1	5.1	5.8	5.6	6.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
						应付账款周转率	2.8	3.6	3.6	3.6	3.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.57	0.80	0.86	0.96	1.07
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.96	0.49	0.48	0.77
						每股净资产(最新摊薄)	4.23	5.04	6.15	7.12	8.19
						估值比率					
						P/E	70.72	50.50	47.01	42.11	37.85
						P/B	9.59	8.06	6.60	5.70	4.96
						EV/EBITDA	60.38	41.8	40.1	35.5	31.7

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	14	83	36	35	57
净利润	42	59	64	71	79
折旧摊销	4	4	2	2	3
财务费用	-2	-2	-4	-5	-6
投资损失	0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-35	19	-26	-33	-19
其他经营现金流	6	4	-0	-0	-0
投资活动现金流	-13	-3	-1	-1	-3
资本支出	6	3	-1	-1	1
长期投资	-7	0	0	0	0
其他投资现金流	-14	0	-2	-2	-2
筹资活动现金流	0	0	23	5	6
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	18	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	-0	4	5	6
现金净增加额	1	80	58	39	60

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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的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，美国德克萨斯大学硕士，现任新时代证券环保行业分析师，两年行业研究经验，曾任银河证券股份有限公司研究总部研究员。

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	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@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/>