

业绩低于预期，期待 2018 年业绩反弹

——上海洗霸 (603200.SH) 公司动态点评

年报点评报告

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

● 事件:

公司发布 2017 年年报，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%。同时，向全体股东每 10 股派发现金股利 8 元（含税）。公司预计 2018 年营收 3.7 亿元，净利润 0.75 亿元。公司发布 2018 年一季报，实现营业收入 0.78 亿，同比增长 9.15%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比增长 5.26%。

● 营收放缓叠加费用增加导致 2017 年业绩不及预期:

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。

● 新签订单不断，2018 年业绩反弹可期:

2017 年公司成功续标西南分公司、上汽大众水处理运营总承包合同，至 12 月底又相继中标南京大众、宁波大众水处理运营项目。2018 年年初成功签约吉马工业园项目。新签订单不断，为后续业绩保驾护航。

● “股权激励+高比例分红”深度绑定员工利益:

2018 年 2 月，公司发布了限制性股票激励计划，共激励 170 人，占公司总人数 21.6%。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%，考核目标较为良心，更有助于绑定员工利益。公司 2017 年分红计划为每 10 股派发现金股利 8 元（含税），高比例分红彰显信心，对股东激励力度大，有助于提升企业凝聚力。

● 看好公司在第三方治理方面渗透率的提升，维持“推荐”评级:

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 0.72、0.82、0.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.98、1.12 和 1.27 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 41、36 和 32 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，上游行业盈利能力下滑

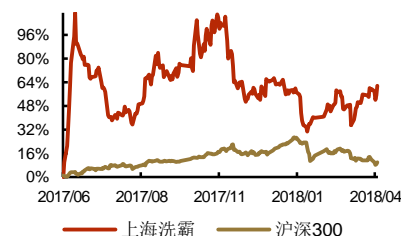
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	296	301	375	440	501
增长率(%)	21.4	1.6	24.6	17.5	13.8
净利润(百万元)	59.3	58	72	82	94
增长率(%)	40.0	-3.0	25.7	13.9	13.9
毛利率(%)	43.8	42.3	45.0	45.0	45.0
净利率(%)	20.0	19.1	19.3	18.7	18.7
ROE(%)	16.0	8.1	10.0	10.4	10.8
EPS(摊薄/元)	0.80	0.78	0.98	1.12	1.27
P/E(倍)	50.25	51.8	41.2	36.2	31.8
P/B(倍)	8.02	4.2	4.1	3.8	3.4

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.04.19
收盘价(元):	40.4
一年最低/最高(元):	24.98/53.88
总股本(亿股):	0.74
总市值(亿元):	29.78
流通股本(亿股):	0.18
流通市值(亿元):	7.45
近 3 月换手率:	195.28%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	17.52	14.45	122.23
绝对	11.08	3.4	132.85

相关报告

《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

1、事件

公司发布 2017 年年报，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%。同时，向全体股东每 10 股派发现金股利 8 元（含税）。公司预计 2018 年营收 3.7 亿元，净利润 0.75 亿元。

公司发布 2018 年一季报，实现营业收入 0.78 亿，同比增长 9.15%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比增长 5.26%。

2、点评

2.1、营收放缓叠加费用增加导致 2017 年业绩不及预期

2017 年公司实现归母净利润 0.58 亿元，同比下降 2.97%，业绩不及预期，主要是由于营收放缓及费用增加共同所致。一方面，因 2016 年周期性行业石化、钢铁、造纸等行业整体经营情况下降，导致公司 2016 年下半年及 2017 年上半年所签合同数量及价格有所下降，整体毛利率 42.32%（同比下降了 1.45 个百分点）；另一方面，由于国家整体房地产行业的调控，商业地产 2017 年发展迟缓，商业地产行业资金相对紧缩，公司民用领域部分客户进展滞后，回款缓慢，由此使公司在民用加药设备方面收入减少，坏账准备提取较多（+237.88%）。同时，公司在水处理化学品运用，水环境治理等方面加大了研发投入（+16.7%），从而整体导致整体利润有所下滑。

2.2、新签订单不断，2018 年业绩反弹可期

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。2018 年 2 月，公司与中国交通建设股份有限公司签订合同协议书，拟参与 Jimma 工业园项目范围内的自来水处理、生活污水处理相关工作，合同金额总计为 0.22 亿元。与此同时，随着 2017 年周期性行业的不断复苏，在周期性行业公司下半年合同数量及价格有所好转，这部分订单有望在 2018 年贡献业绩，2018 年有望迎来业绩反弹。公司 2018 年一季度实现营业收入 0.78 亿元（+9.15%），营收增速回暖，全年高速增长可期。

2.3、第三方治理加速渗透，公司作为国内龙头有望最先受益

工业水行业整体增速放缓，年均 600~700 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，将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，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。我们认为，工业水治理相对市政工程更市场化，对“治理效果”的重视程度更高，公司已经在业内积累了良好的口碑，有望进一步提升行业的渗透率。

表1: 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	
	石油化工	马钢集团	2007 年	10 年
		中石化	2006 年	11 年
		中石油	2007 年	10 年
		中海油	2014 年	3 年
	造纸制浆	中国神华	2007 年	10 年
民用领域	金光集团	2004 年	13 年	
	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

2.4、水环境治理潜力巨大，或将成为盈利新亮点

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。

2.5、股权激励计划发布，2017 年分红计划为每 10 股派发现金 8 元（含税），深度绑定员工利益

2018 年 2 月 1 日，公司发布了限制性股票激励计划，本激励计划拟授予的限制性股票数量 157.20 万股，占公司股本总额 7372.00 万股的 2.13%。激励对象是公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工，共计 170 人。解除限售考核年度为 2018-2020 年，业绩考核目标是以 17 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，此次股权激励计划授予人数 170 人，占员工总人数 787 人的 21.60%，其中中层管理人员及核心骨干员工 162 人，占授予限制性股票总数的 54.20%，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。

同时，公司 2017 年分红计划为每 10 股派发现金 8 元（含税），高比例分红彰显信心，对股东激励力度大，有助于提升企业凝聚力。

3、看好公司在第三方治理方面渗透率的提升，维持“推荐”评级

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 0.72、0.82、0.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.98、1.12 和 1.27 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 41、36 和 32 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。

4、风险提示

竞争加剧，上游行业盈利能力下滑。

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	784	861	959	营业收入	296	301	375	440	501
现金	160	291	204	296	276	营业成本	167	174	206	242	276
应收账款	171	158	252	230	319	营业税金及附加	3	2	2	3	3
其他应收款	14	8	19	13	24	营业费用	14	15	19	22	25
预付账款	6	4	8	6	10	管理费用	49	53	66	78	89
存货	31	41	44	55	58	财务费用	-2	-4	-3	-2	-3
其他流动资产	36	243	255	261	271	资产减值损失	1	4	5	6	7
非流动资产	30	49	45	45	43	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	7	5	4	2	1	投资净收益	-0	3	1	1	1
固定资产	13	13	16	18	19	营业利润	65	63	80	92	105
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	21	19	17	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	447	793	829	906	1002	利润总额	69	67	84	96	109
流动负债	75	81	104	113	133	所得税	10	9	12	13	15
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	59	58	72	82	94
应付账款	45	44	62	62	79	少数股东损益	0	-0	0	-0	-0
其他流动负债	30	38	41	51	54	归属母公司净利润	59	58	72	82	94
非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	68	62	80	92	105
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.80	0.78	0.98	1.12	1.27
其他非流动负债	1	0	0	0	0						
负债合计	76	81	104	113	133						
少数股东权益	0	1	1	1	1	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	55	74	74	74	74	成长能力					
资本公积	78	342	342	342	342	营业收入(%)	21.4	1.6	24.6	17.5	13.8
留存收益	238	295	349	405	461	营业利润(%)	47.2	-2.1	26.5	14.9	14.4
归属母公司股东权益	371	711	724	792	867	归属于母公司净利润(%)	40.0	-3.0	25.7	13.9	13.9
负债和股东权益	447	793	829	906	1002	获利能力					
						毛利率(%)	43.8	42.3	45.0	45.0	45.0
						净利率(%)	20.0	19.1	19.3	18.7	18.7
						ROE(%)	16.0	8.1	10.0	10.4	10.8
						ROIC(%)	14.8	7.0	9.1	9.6	10.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	17.0	10.3	12.5	12.5	13.3
						净负债比率(%)	-43.1	(40.8)	(28.1)	(37.4)	-31.8
						流动比率	5.5	9.2	7.6	7.6	7.2
						速动比率	5.1	8.7	7.1	7.1	6.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
						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)	0.80	0.78	0.98	1.12	1.27
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	-1.86	-0.43	1.46	-0.03
						每股净资产(最新摊薄)	5.04	9.65	9.83	10.74	11.76
						估值比率					
						P/E	50.25	51.79	41.22	36.19	31.76
						P/B	8.02	4.19	4.11	3.76	3.43
						EV/EBITDA	41.63	43.4	34.9	29.1	25.7

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	83	57	-32	108	-2
净利润	59	58	72	82	94
折旧摊销	4	4	3	4	5
财务费用	-2	-4	-3	-2	-3
投资损失	0	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	19	-7	-103	24	-97
其他经营现金流	4	9	0	0	0
投资活动现金流	-3	-217	1	-2	-2
资本支出	3	21	-2	1	-1
长期投资	0	-191	1	1	1
其他投资现金流	0	-387	1	-0	-1
筹资活动现金流	0	278	-56	-13	-16
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	0	0	0
资本公积增加	0	264	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-4	-56	-13	-16
现金净增加额	80	116	-87	92	-20

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/>