

业绩符合预期，未来高弹性值得期待

——上海洗霸年报点评

年报点评报告

邱懿峰 (分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

赵腾辉 (联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

● 项目拓展顺利，归母净利润同比增长 39.25%，符合预期

公司发布 2018 年年报，2018 全年实现营收 4.14 亿元 (+37.45%)，归母净利润 0.80 亿元 (+39.25%)，扣非净利润 0.62 亿元 (+26.15%)；拟每 10 股派发现金红利 3.3 元 (含税)，每 10 股派送红股 3.5 股。公司归母净利润增长的主因是新增河钢乐亭 EPC 项目、新增汽车大众项目以及民用业务等增长，同时投资理财及存款收益增加、收到 IPO 上市补贴等。我们认为，公司是工业水领域稀缺的“小而美”标的，获取订单能力出色，实力逐渐得到验证，未来业绩弹性高。我们根据公司最新业务进展情况调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.29 (-0.01)、1.83 (+0.24) 和 2.28 元，当前股价对应 PE 分别为 29.1、20.6 和 16.5 倍，维持“推荐”评级。

● 股权激励致管理费用大幅增加，工程项目增多拖累毛利率

公司管理费用率为 13.06%，同比增加 4.34 个百分点，主因是公司 2018 年员工工资调整，社保公积金费用增加，以及股权激励等影响，其中股权激励导致 2018 年内管理费用摊销金额为 1349.53 万元。公司整体毛利率为 38.20%，同比下降 4.12 个百分点，其中民用/石油化工/汽车制造/钢铁冶金/制浆造纸业务毛利率分别变动+8.27/-4.55/-5.27/-10.45/-26.34 个百分点。公司工业水领域毛利率下降较多，主因是：(1) 毛利率相对较低的 EPC 项目占比增多；(2) 大众项目危废处理费价格升高；(3) 药剂成本增加。

● 经营活动现金流短期承压，2019 年或改善

公司经营活动现金流为-1578.05 万元，同比下降 127.82%，主因是：(1) 公司业务增长及汽车制造、钢铁冶金等行业客户以票据结算，导致应收票据及应收账款增加 8045 万；(2) 新增河钢乐亭 EPC 项目开工，工程支出及设备材料采购支出增加，导致预付账款增加 4220 万元；(3) 其他应收款、存货增加等。我们认为，公司一年期以内的应收账款占比高达 80.89%，且客户主要为大型的行业龙头企业，国企占比高，回款风险很小。随着河钢乐亭 EPC 项目在 2019 年顺利完成，现金流有望改善。

● 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	301	414	635	824	1,140
增长率(%)	1.6	37.5	53.6	29.8	38.3
净利润(百万元)	57.5	80	97	137	171
增长率(%)	-3.0	39.3	21.4	41.1	24.6
毛利率(%)	42.3	38.2	37.2	37.8	38.3
净利率(%)	19.1	19.4	15.3	16.6	15.0
ROE(%)	8.1	10.7	11.4	14.3	15.6
EPS(摊薄/元)	0.77	1.07	1.29	1.83	2.28
P/E(倍)	49.15	35.3	29.1	20.6	16.5
P/B(倍)	3.97	3.8	3.3	3.0	2.6

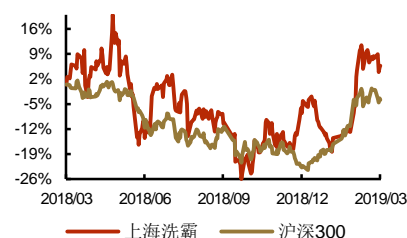
推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2019.03.28

收盘价(元):	37.85
一年最低/最高(元):	25.82/46.4
总股本(亿股):	0.75
总市值(亿元):	28.4
流通股本(亿股):	0.25
流通市值(亿元):	9.56
近 3 月换手率:	209.31%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	10.27	-9.42	12.28
绝对	11.88	14.42	9.31

相关报告

《第三季度业绩有所放缓，看好公司未来的增长潜力》2018-10-25

《大股东增持提振信心，看好公司在工业水第三方治理中渗透率提升》2018-08-28

《订单量价齐升，业绩整体向好》2018-08-16

《预中标钢铁水处理 3.72 亿元大单，全年业绩高增长可期》2018-07-10

《第三方治理加速渗透，工业水治理龙头高增长可期》2018-07-06

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	745	830	1072	1270	1890	营业收入	301	414	635	824	1140
现金	291	399	424	550	760	营业成本	174	256	399	513	703
应收账款	158	225	363	400	655	营业税金及附加	2	3	4	5	7
其他应收款	8	0	12	4	19	营业费用	15	16	28	34	49
预付账款	4	46	31	69	70	管理费用	53	54	98	117	169
存货	41	51	92	92	161	财务费用	-4	-12	-8	-7	7
其他流动资产	243	109	149	155	226	资产减值损失	4	6	9	12	16
非流动资产	49	92	103	111	123	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	5	6	6	7	8	投资净收益	3	10	3	4	5
固定资产	13	21	29	33	42	营业利润	63	89	109	155	194
无形资产	4	21	22	24	25	营业外收入	4	5	4	5	4
其他非流动资产	26	45	46	46	47	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	793	922	1175	1381	2013	利润总额	67	92	112	158	197
流动负债	81	169	323	419	917	所得税	9	12	15	21	26
短期借款	0	19	61	221	573	净利润	58	80	97	137	171
应付账款	44	0	68	19	100	少数股东损益	-0	0	0	0	0
其他流动负债	38	150	194	179	243	归属母公司净利润	58	80	97	137	171
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	65	91	114	168	225
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.77	1.07	1.29	1.83	2.28
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	81	169	323	419	917	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1	8	8	8	9	成长能力					
股本	74	75	101	101	101	营业收入(%)	1.6	37.5	53.6	29.8	38.3
资本公积	342	380	380	380	380	营业利润(%)	(2.1)	40.1	23.2	41.7	25.4
留存收益	295	315	380	460	542	归属于母公司净利润(%)	(3.0)	39.3	21.4	41.1	24.6
归属母公司股东权益	711	746	844	953	1088	获利能力					
负债和股东权益	793	922	1175	1381	2013	毛利率(%)	42.3	38.2	37.2	37.8	38.3
						净利率(%)	19.1	19.4	15.3	16.6	15.0
						ROE(%)	8.1	10.7	11.4	14.3	15.6
						ROIC(%)	7.4	9.8	10.2	11.7	11.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	10.3	18.3	27.5	30.4	45.5
						净负债比率(%)	-40.8	(50.4)	(42.6)	(34.2)	-17.1
						流动比率	9.2	4.9	3.3	3.0	2.1
						速动比率	8.7	4.6	3.0	2.8	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	1.8	2.2	2.2	2.2	2.2
						应付账款周转率	3.9	11.7	11.7	11.7	11.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.77	1.07	1.29	1.83	2.28
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.83	2.04	-0.15	0.00	-1.06
						每股净资产(最新摊薄)	9.47	9.94	11.25	12.70	14.50
						估值比率					
						P/E	49.15	35.29	29.08	20.62	16.55
						P/B	3.97	3.79	3.35	2.97	2.60
						EV/EBITDA	54.35	37.8	30.3	20.8	16.2

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同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5% - 20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>