

# 上海洗霸（603200）

下游景气回暖，毛利承压净利提升，工业水服务龙头高成长

## 事件

3月28日晚，公司发布公告，2018年实现营业收入41360.48万元，较上年同期增长37.45%；归属于上市公司股东的净利润8,007.92万元，较上年同期增长39.25%；公司实现每股收益1.08元，同比增长24.14%。**公司业绩持续向好成长，基本符合预期。**公司拟以2018年12月31日的总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利3.3元（含税）、每10股派送红股3.5股。

## 点评

**分行业来看，钢铁、石化、汽车和民用领域业绩皆增长。分产品来看，工程、加药设备、化学品销售和运营四产品板块齐飞。公司的整体毛利率为38.20%，比去年略微下降，但下降幅度已比预期要小。公司净利率为19.43%，在毛利率微降的情况下，公司加强了成本和费用端的管控，使得净利润比去年同期出色。**

**收入端来看：**下游工业客户效益回升，新增乐亭钢铁EPC、上汽大众运营订单对公司业绩增厚作用明显。民用领域+其他业务领域板块收入增加。元坝气田增产增加化工行业运营板块收入，化学品销售收入稳步增长。**成本费用端来看：**材料成本占比平稳，人工成本下降，项目费用上升，总体管控超预期良好。财务费用持续减少，期间费用率同比17年下降2.3个百分点。

**现金回流稳健，轻资产经营，在手现金充裕。**由于收入结构中EPC工程的占比增长，18年经营活动产生的现金流量净额同比减少。应收、存货周转率均上升，说明公司经营效率提升。公司18年末在手现金3.99亿，短期借款增加+应付、预收项目、其他应付款增加，负债率升至18.27%，仍为行业同类公司较低水平。公司轻资产运营，公司折旧摊销额占营收比重仍较小。

**工业水处理运营业绩坚实，EPC工程带来业绩弹性，内生外延稳定增长。**运营收入坚实源于：顶级客户收入占比高回款稳+优质一条龙运营服务。EPC订单极大提升业绩弹性：河钢项目陆续落地创收+“1+1”模式获取更多EPC项目+为后续运营铺路。设立子公司和外延并购扩张成为增长新动力，产业链进一步延伸。**股权激励锁定核心员工+控制人增持完毕+派发现金红利+送红股增强股票流动性，未来业绩可期。**

**盈利预测及评级：**我们维持2019-2020年预测不变，预计2019-2021年净利润为1.24/1.61/2.17亿元，EPS分别为1.22/1.59/2.14元/股，对应PE为31/24/18倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**现有大客户流失风险、新增工业水订单低于预期风险、行业竞争加剧风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	300.91	413.60	676.24	773.56	929.36
增长率(%)	1.57	37.45	63.50	14.39	20.14
EBITDA(百万元)	59.08	94.19	135.44	175.92	247.41
净利润(百万元)	57.51	80.08	123.73	160.66	216.96
增长率(%)	(2.97)	39.25	54.51	29.85	35.04
EPS(元/股)	0.77	1.07	1.22	1.59	2.14
市盈率(P/E)	49.39	35.47	30.99	23.86	17.67
市净率(P/B)	3.99	3.81	4.48	3.93	3.17
市销率(P/S)	9.44	6.87	5.67	4.96	4.13
EV/EBITDA	46.16	22.97	25.18	19.39	13.58

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告  
2019年03月31日

## 投资评级

行业	公用事业/环保工程及服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.22元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	75.04
流通A股股本(百万股)	25.27
A股总市值(百万元)	2,943.25
流通A股市值(百万元)	991.09
每股净资产(元)	9.94
资产负债率(%)	18.27
一年内最高/最低(元)	46.40/25.82

## 作者

于夕朦	分析师
SAC执业证书编号:	S1110518050001
yuximeng@tfzq.com	
何文雯	分析师
SAC执业证书编号:	S1110516120002
hewenwen@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《上海洗霸-公司点评:业绩增长符合预期，工业水龙头发展动力充沛》  
2019-03-14
- 《上海洗霸-公司深度研究:技术领先，成长路径清晰的工业水处理龙头》  
2019-03-07
- 《上海洗霸-公司点评:控制人增持彰显发展信心，工业水优质标的增长可期》  
2019-02-27



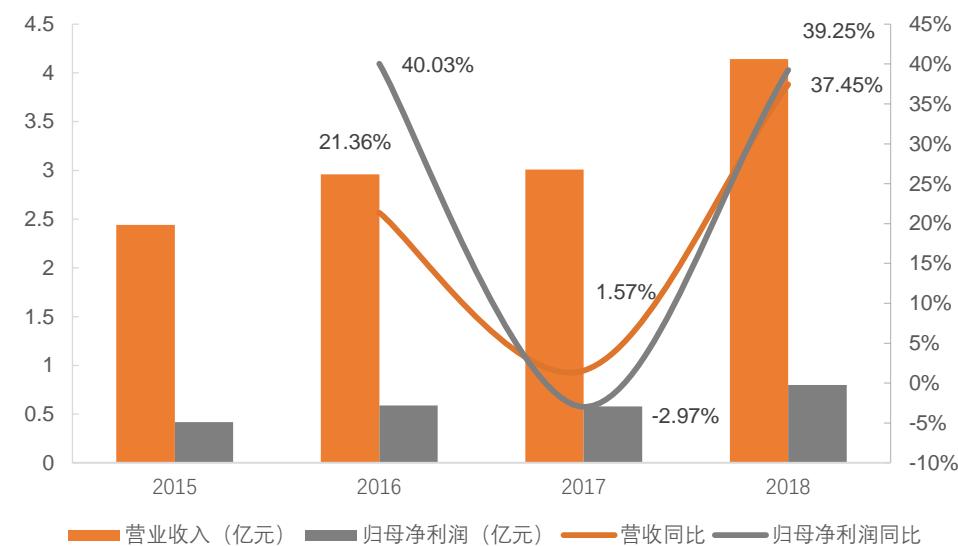
请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

## 1. 利润表分析：归母净利润同比增长 39.25%

3月28日晚，公司发布公告，2018年实现营业收入41360.48万元，较上年同期增长37.45%；归属于上市公司股东的净利润8,007.92万元，较上年同期增长39.25%；公司实现每股收益1.08元，同比增长24.14%。公司业绩持续向好成长，基本符合预期。

公司2018年度利润分配预案为：以2018年12月31日的总股本（75044500股）为基数，向全体股东每10股派发现金红利3.3元（含税）、每10股派送红股3.5股。

图1：公司近四年营收、归母净利润及增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.1. 分行业情况：钢铁、石化、汽车和民用领域业绩皆增长

分行业来看：

**民用：**营业收入为1.018亿元，对比去年同期增长8.52%，占总营收的24.61%。毛利率为49.41%，比上年增长8.27个百分点。民用业务及毛利率增长主要原因是加药设备销售与安装业务增长较高。

**石油化工：**营业收入0.846亿元，比上年同期增长13.75%，占总营收的20.46%。毛利率为41.84%，比上年减少4.55个百分点。石油化工业务增长系中石化项目等业务增长。

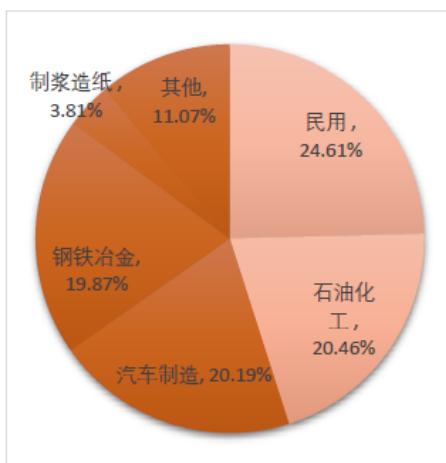
**汽车制造：**营业收入0.835亿元，比上年同期增长11.16%，占总营收的20.19%。毛利率为42.75%，比上年减少5.27个百分点。汽车制造业务增长系新增宁波大众及南京大众项目。

**钢铁冶金：**营业收入0.822亿元，比上年同期增长113.54%，占总营收的19.87%。毛利率为21.72%，比上年减少10.45个百分点。钢铁冶金业务增长系新增河钢乐亭EPC项目业务。

**制浆造纸：**营业收入0.157亿元，比上年同期减少17.72%，占总营收的3.81%。毛利率为3.95%，比上年减少26.34个百分点。制浆造纸业务下降是海南金海浆纸业水处理项目合同到期没有续签导致收入减少所致。

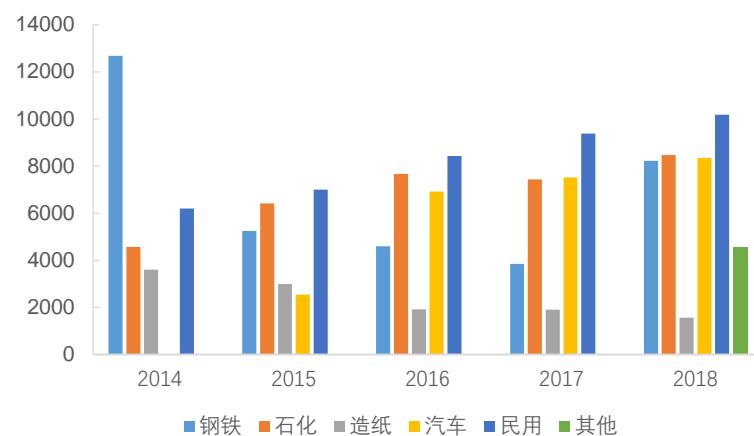
**其他：**营业收入0.458亿元，占总营收的11.07%。新增的其他业务为埃塞俄比亚吉马项目、厦门乐泓项目及河南天辰项目等。

图 2: 2018 年营收分行业占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 2014-2018 年营收分行业占比变化情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 1.2. 分产品情况：工程、加药设备、化学品销售和运营四产品板块齐飞

具体分产品来看：

**水处理系统运行管理：**营业收入为 1.447 亿元，同比增加 12.03%，占总营收的 34.98%；毛利率为 43.34%，同比减少 6.12 个百分点。水处理系统运营服务毛利率降低主要系大众项目危废处理费价格升高所致。

**化学品销售与服务：**营业收入为 1.248 亿元，同比增加 13.22%，占总营收的 30.16%；毛利率为 39.49%，同比上升 2.46 个百分点。

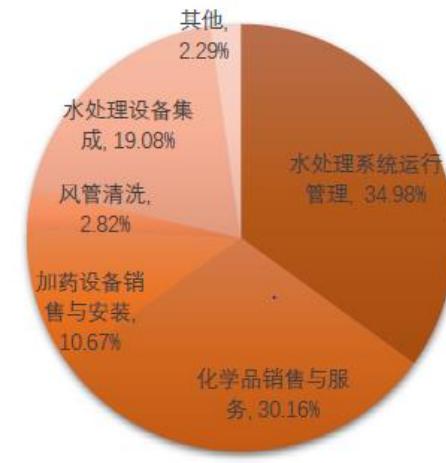
**加药设备销售与安装：**营业收入为 0.441 亿元，同比增长 78.39%，占总营收的 10.67%；毛利率为 33.76%，同比增加 15.83 个百分点。加药设备销售与安装毛利增长主要系设备系统工程及安装调试业务增长，公司进一步加强成本控制所致。

**风管清洗：**营业收入为 0.117 亿元，同比减少 9.39%，占总营收的 2.82%；毛利率为 51.41%，同比减少 0.04 个百分点。

**水处理设备集成：**营业收入为 0.789 亿元，同比增长 229.50%，占总营收的 19.08%；毛利率为 28.43%，同比减少 1.22 个百分点。

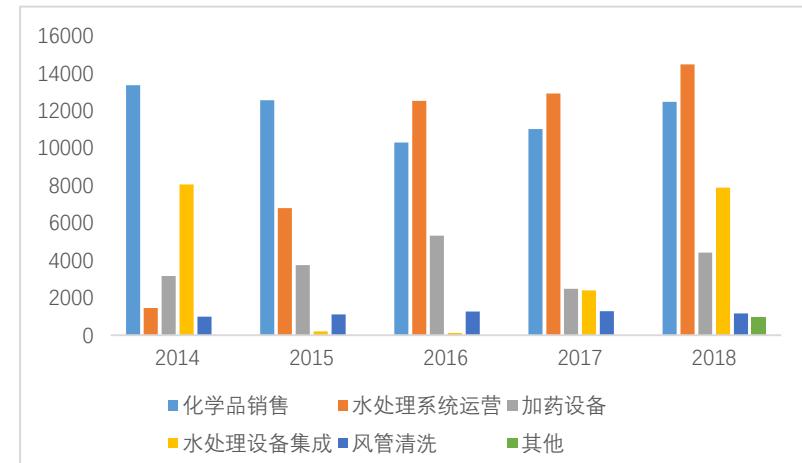
**其他：**营业收入为 0.095 亿元，占总营收的 2.29%；毛利率为 28.32%。

图 4: 2018 年营收分产品占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2014-2018 年营收分产品占比变化情况



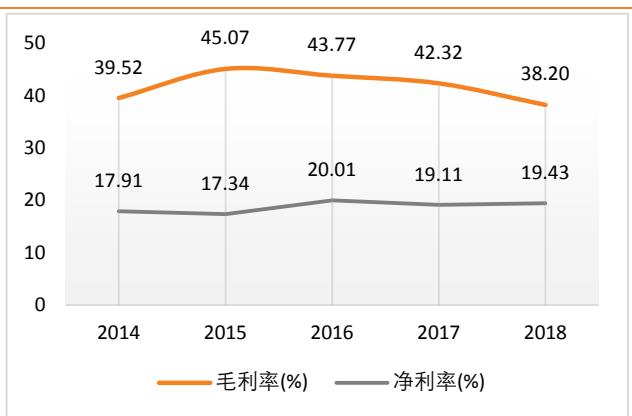
资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 整体毛利率微降，净利率上升

公司的整体毛利率为 38.20%，相比 17 年下降了 4.12 个百分点。由于收入结构中 EPC 工程占比增加，因此比去年略微下降，但下降幅度已比预期要小。公司净利率为 19.43%，比 17 年上升了 0.32 个百分点。在毛利率微降的情况下，公司加强了成本和费用端的管控，使得净利润比去年同期出色。

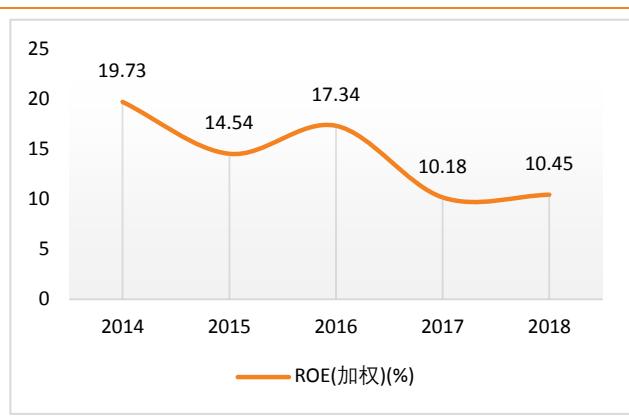
公司净资产收益率为 10.45%，比 17 年上升了 0.27 个百分点。加权平均净资产收益率增加不多的主要原因系公司 2016 年 12 月 31 日股本 5529 万股，2017 年 6 月首次公开发行人民币普通股（A 股）股票 1843 万股，股本增至 7372 万股，2018 年 5 月公司实施 2018 年限制性股票激励计划，新增限制性股票 132.45 万股，基本收益等财务指标按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 9 号—净资产收益率和每股收益的计算及披露》的规定，全年加权平均计算，股本扩张，平均净资产收益率增加不多。

图 6：2014-2018 年毛利率、净利率变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2014-2018 年 ROE 变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.4. 收入端增长源自：新增订单释放+运营收入增长+民用业务回暖

17 年公司实现营业收入 30090.53 万元，比上年同期增长 1.57%，实现归属于公司股东净利润 5750.68 万元，比上年同期下降 2.97%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4945.73 万元，比上年同期下降 11.13%。

公司 2017 年盈利同比微降的主要原因有两个：1、工业客户部分，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 下半年及 2017 年上半年所签合同数量及价格有所下降。2、民用客户部分，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。

**2018 年公司业绩增长全面提速，收入端主要因素包括：**

**1、下游工业客户效益回升，新增乐亭钢铁 EPC、上汽大众运营订单对公司业绩增厚作用明显。**随着周期性行业的不断复苏，石化、钢铁、汽车等行业整体经营情况较好，公司工业领域业务所签合同业务量提升。钢铁行业方面，公司 17 年下半年开始合同数量及价格有所好转，并进行例如厂址搬迁的结构性调整，产生了 EPC 工程和相关的水处理设施运营的需求。汽车行业方面，公司与上汽大众新增宁波和南京两个项目，并续签存量订单，上汽大众 2018 年整车产量同比增长 1.31%，带动汽车运营板块收入增加。

- 继 2014 年青岛钢铁搬迁项目后，2018 年 7 月，公司联合宝钢工程中标“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”，合同总价 3.72 亿。
- 公司在 2017 年 12 月重新中标上汽大众环保运行一体化服务框架协议项目，中标厂区为安亭整车厂（三个厂区，不含发动机三厂），仪征工厂，新疆工厂，中标期为 5 年，3 年合同期（2018.1.1-2020.12.31），2 年意向期。18 年 1 月中标上汽大众外包“干式喷房喷雾净化设施运行（南京、宁波）”项目，今年可以多贡献约 1200 万收入。加上上汽变速器运营项目，来自上汽集团的增量运营项目从 18 年初开始为公司汽车行业、

水处理系统运行管理产品板块持续增厚收入。由于上汽大众四家整车厂危废物的处理成本全部由公司承担，上汽大众项目危废处置价格上升，也贡献部分增量收入。

## 2、民用领域+其他业务领域板块收入增加

- 公司民用领域主要集中于高档办公楼宇、机场车站、大型城市综合体、标准厂房的中央空调水处理、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，主要是与中国建筑、上安集团、绿地集团、万达集团、锦江集团、上实实业等单位合作，承接办公楼宇、机场车站、大型城市综合体、标准厂房等的水处理配套工程。**17年公司民用领域营收增速超跌，2018年恢复并保持稳定增长。**民用业务总体营收规模 1.018 亿元，对比去年同期增长 8.52%，营收占比达到 24.61%，主要是因为加药设备销售与安装业务增长所致。
- **其他领域方面营业收入 0.458 亿元，占总营收的 11.07%，新增收入来自埃塞俄比亚吉马项目和河南天辰项目。**其中，公司 18 年 2 月中标的埃塞俄比亚吉马工业园项目水处理机电工程，合同价款 2183.7 万元。厦门海绵城市建设项目已达验收阶段，19 年即将确认收入。河南天辰 BOT 项目完工，已转为无形资产 1614 万元。

## 3、元坝气田增产增加化工行业运营板块收入，化学品销售收入稳步增长。

- 2014 年公司与中石化西南油气分公司元坝项目签订的水处理服务合同，是公司首次进入天然气开采水处理领域。截至 2018 年 6 月，元坝气田累计生产天然气突破 100 亿方大关，目前，元坝气田日产天然气 1100 万方，年产量约 35 亿立方米天然气。公司在中石化元坝项目有两部分：1、元坝气田工程所属污水处理站及污水回注站托管式运行管理；气田区域内采出污水、残酸陆路运输等业务与井站生产助剂转运及辅助作业。2、元坝净化厂工艺化学水运行管理业务外包服务。**18 年元坝气田产气量增长，为公司贡献收入约 6000 万元。**
- 公司化学品销售与服务主要面向石化/钢铁/造纸领域，受下游周期性行业不景气影响，公司化学品销售与服务业务 2016 年收入有所下滑，目前随着下游行业回暖，公司该业务板块订单数量和价格均已有所改善，2017 年化学品销售与服务营收 1.1 亿元，同比增长 7%。**由于石化及钢铁项目业务增长，18 年化学品销售营业收入为 1.248 亿元，同比增加 13.22%。**

## 1.5. 成本费用端改善：人工成本管控良好+利息收入增加

**材料成本占比平稳，人工成本下降，项目费用上升，总体管控超预期良好。**

整体上看，公司 2018 年材料成本为 11242.89 万元，占总成本比重为 44.0%，同比上升 0.1 个百分点。公司材料成本 5 年内总体上呈现下降趋势，从 2014 年的 60.4% 下降到 2018 年的 44%，18 年比 17 年基本平稳说明公司对上游药剂等材料成本控制良好，药剂成本上升对公司材料成本影响不大。

**人工成本占主营成本比重从 2017 年的 21.2% 下降至 16.3%，说明公司在保持服务效率的同时仍具有较强的人力成本优势。**项目费用（包含土建外包费用、危废运营费用）占主营成本比重则从 2017 年的 34.9% 上升至 39.7%，主要原因是公司乐亭项目等 EPC 工程占成本结构增多。

表 1：公司主营成本分布

成本分布	2014		2015		2016		2017		2018	
	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)
材料成本	9876	60.4	7766.8	58	6902.8	41.5	7618.93	43.9	11242.89	44.0
人工成本	1526.8	9.3	2642.3	19.7	3229.5	19.4	3675.87	21.2	4158.72	16.3
项目费用	4961.1	30.3	2983.9	22.3	6517.3	39.1	6062.1	34.9	10160.69	39.7
合计	16363.9	100	13393	100	16649.6	100	17356.84	100	25562.3	100

资料来源：招股说明书、公司年报、天风证券研究所

**从分行业具体成本情况来看**，成本占比最大的为钢铁行业的材料成本，占总成本的 15.13%，由于新增河钢乐亭 EPC 项目，因此同比增加 133.67%；钢铁行业的项目费用也因此同比增加 391.74%。占比其次的是汽车制造行业的项目费用，占总成本的 14.24%，由于新增宁波大众及南京大众项目，因此同比增长 17.56%。

**从分产品具体情况来看**，成本占比最大的是化学品销售与服务的材料成本，占总成本的 20.22%，石化及钢铁项目业务增长使得相应的运营服务金额增加，所以同比增长 23.64%；占比其次的是水处理系统运行管理的项目费用，占总成本的 18.67%，由于汽车大众项目业务增长以及汽车大众项目危废处置价格上升等，金额同比增长 24.62%。乐亭钢铁 EPC 等工程项目的实施，也使得水处理设备集成的材料成本和项目费用分别同比增长 139.58% 和 526.08%。

表 2：18 年分行业和分产品具体成本变化情况

分行业情况				分产品情况			
分行业	成本构成项目	本期占总成本比例(%)	本期金额较上年同期变动比例(%)	分产品	成本构成项目	本期占总成本比例(%)	本期金额较上年同期变动比例(%)
民用	材料成本	9.08	-21.21	化学品销售与服务	材料成本	20.22	23.64
	人工成本	4.03	18.07		人工成本	5.31	-3.22
	项目费用	6.99	5.7		项目费用	3.94	12.82
石油化工	材料成本	7.77	29.75	水处理系统运行管理	材料成本	4.06	48.42
	人工成本	6.82	6.78		人工成本	9.27	19.44
	项目费用	4.64	44.68		项目费用	18.67	24.62
汽车制造	材料成本	1.63	70.03	加药设备销售与安装	材料成本	7.6	35.77
	人工成本	2.8	28.47		人工成本	1.18	8.84
	项目费用	14.24	17.56		项目费用	2.63	111.44
钢铁冶金	材料成本	15.13	133.67	水处理设备集成	材料成本	12.01	139.58
	人工成本	2.32	7.66		人工成本	0.39	1,584.21
	项目费用	7.66	391.74		项目费用	9.65	526.08
制浆造纸	材料成本	5.72	18.7	风管清洗	材料成本	0.09	102.29
	人工成本	0.08	-62.54		人工成本		
	项目费用	0.1	-39.85		项目费用	2.13	-11.36
其他	材料成本	4.59		其他	项目费用	2.64	
	人工成本	0.19					
	项目费用	6.03					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 财务费用持续减少，期间费用率同比 17 年下降 2.3 个百分点。

因为公司自有资金和募集资金收益增加及美元汇率变动，公司利息收入和汇兑损益合计 18 年比 17 年增加 826.8 万元，有效降低公司财务费用率。公司财务费用从 17 年的 -431.66 万元，减少至 18 年的 -1220.27 万元，同比下降 182.7%；占营收的 -2.95%，同比下降 1.52 个百分点。

表 3：18 年公司利息收入和汇兑损益增加较多

项目	2017	2018
利息收入（万元）	-562.52	-1,090.20
汇兑损益（万元）	114.91	-184.18

合计 (万元)	-447.61	-1,274.38
---------	---------	-----------

资料来源：公司公告，天风证券研究所

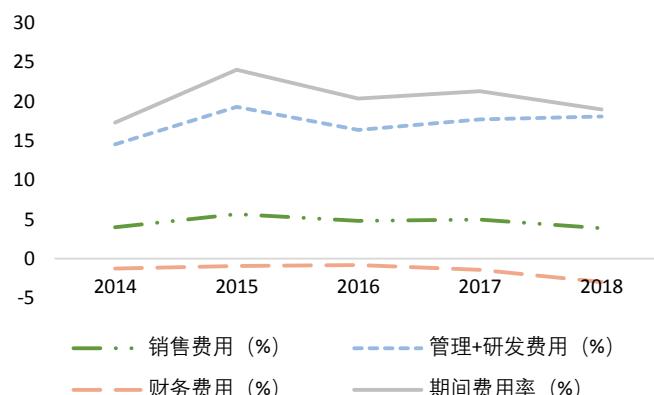
由于限制性股票激励摊销，管理+研发费用有所上升，占营收的 18.09%，同比增加 0.35 个百分点。销售费用占营收的 3.86%，同比减少 1.13 个百分点。**三项期间费用率合计 19%，同比减少 2.3 个百分点。**

图 8：2014-2018 年财务费用情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2014-2018 年各期间费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 现金回流稳健，轻资产经营，在手现金充裕

### 2.1. 经营现金流略减，应收、存货周转率均上升

经营活动产生的现金流量净额为 -1578 万元，同比减少 -127.82%，主要原因有 3 个：①应收票据及应收账款增加 8045 万，因公司的业务增长及汽车制造、钢铁冶金等行业客户以票据结算等导致，但一年期以内的应收账款占总的应收账款的 80.89%。②预付账款增加 4,220 万元系新增河钢乐亭 EPC 项目开工，工程支出及设备材料采购支出增加；其他应收款增加 1,023 万元系因意向合作项目保证金及项目借款所致；公司业务增长存货也增加 1,001 万元。③经营性应付项目只增加 3,925 万元，其中应付票据/应付账款只增加 2,538 万元，低于经营性应收项目增加额。

投资活动产生的现金流量净额为 1.36 亿元，同比增加 162.69%，主要原因是公司募集资金 1.5 亿元及自有资金理财到期所收到本金及收益所致。

筹资活动产生的现金流量净额为 -2237 万元，同比减少 108.06%，主要原因是 2018 年 6 月现金分红 6,003.56 万元，2018 年 5 月公司实施 2018 年限制性股票激励计划新增限制性股票 132.45 万股收到投资款 2614.56 万元，和河钢乐亭 EPC 项目流动资金贷款 1868 万元。

现金及现金等价物净增加额为 9897 万元，同比减少 14.7%。

2018 年公司现金回流状况依旧稳健，公司销售商品、提供劳务收到的现金 3.97 亿元，同比上升 27.6%，占营收比重 95.9%，与往年占比基本持平。

应收账款与应收票据从 2017 年的 2.01 亿上升到了 2018 年的 2.82 亿，占营收比重由 66.8% 微升到了 68%，涨幅低于预期。应收项目上涨主要原因是 18 年公司业务增长，其中汽车制造领域、钢铁冶金行业及 EPC 项目等客户的款项结算方式以票据为主所致。

存货从 2017 年 0.41 亿上升到了 2018 年的 0.51 亿，但存货周转率从 2017 年的 4.86 上升到了 2018 年的 5.56。存货周转情况自 2015 年以来一直好转。

表 4：现金流状况分析（亿元，比率为%）

年份	营收	销售商品、提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款与应收票据	占营收比重	应收账款周转率	存货	存货周转率
2015	2.44	2.64	108%	2.02	83%	1.59	0.52	2.72
2016	2.96	3.11	105%	2.07	70%	1.74	0.31	4.03
2017	3.01	3.11	103%	2.01	67%	1.83	0.41	4.86
2018	4.14	3.97	96%	2.82	68%	2.16	0.51	5.56

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 轻资产战略：现金充裕，折旧摊销额仍较小

在手现金 3.99 亿，短期借款增加+应付、预收项目、其他应付款增加，导致负债率从 17 年的 10.26% 上升至 18 年的 18.27%。2018 年货币资金为 3.99 亿元，公司近五年一直维持平稳充裕的现金水平。公司以药剂销售、服务、整体工艺方案为主，18 年资产负债率仅为 18.27%，同比增加 8.01 个百分点，仍为行业同类公司较低水平，18 年负债率提高主要系 EPC 工程项目订单增加导致应付、预收项目和其他应付款增长所致，18 年首次出现了短期借款 0.19 亿元，主要是河钢乐亭 EPC 项目流动资金贷款。

表 5：公司负债率在水务运营板块中处于较低水平

证券简称	资产负债率(最新一期, %)
国祯环保	73.3021
首创股份	65.5268
绿城水务	63.0212
洪城水业	61.6785
渤海股份	58.8450
创业环保	57.8327
武汉控股	56.7290
漳州发展	56.4454
兴蓉环境	46.6923
国中水务	35.6275
江南水务	35.6132
重庆水务	29.0570
中山公用	26.3204
中原环保	23.7389
<b>上海洗霸</b>	<b>18.2694</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

公司折旧摊销额增加，总额及占营收比重仍较小。18 年固定资产折旧额为 378 万元，无形资产+长期待摊费用的摊销额为 161.8 万元，总数仍较小，占 18 年营收的 1.31%，比重依旧平稳。

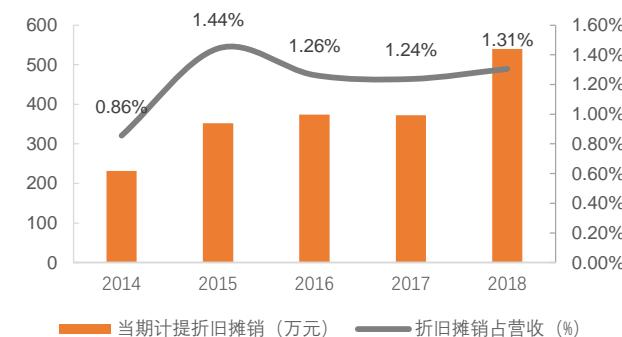
公司采取轻资产战略，资金充裕，且往上加杠杆空间大，即使公司未来承接更多的 EPC 工程，也不容易造成资金紧张，公司从订单到业绩的转化通道顺畅。

图 10：14-18 年公司资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：18 年折旧摊销占营收比重仍较小



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 工业水处理运营业绩坚实，EPC 工程带来业绩弹性，内生外延稳定增长

#### 3.1. 运营收入坚实源于：顶级客户收入占比高回款稳+优质一条龙运营服务

凭借先进的技术和丰富的处理经验，公司与各工业行业的大客户建立了良好的长期合作关系。拥有大量经时间检验的工业污水处理项目，可复制性强。分行业来看，工业领域公司是国内少数同时为宝钢集团、武钢集团、鞍钢集团、沙钢集团、马钢集团等众多特大型钢铁企业提供过各类水处理服务的供应商之一，也是少数同时为中石化、中石油、中海油提供过各种水处理服务的供应商之一，汽车行业上汽大众也是公司的核心客户，客户粘性强。

公司运营业务收入基础坚实，2018 年应收账款中属于运营业务的客户包括中石化、上汽集团等，回款安全。

表 6：2017/2018 公司应收账款前五客户

2017 应收账款前五客户			2018 应收账款前五客户		
单位名称	期末余额 (万元)	占应收账款期末余额 合计数的比例 (%)	单位名称	期末余额 (万 元)	占应收账款期末余额合计数 的比例 (%)
上汽集团	2934.58	16.29	河钢乐亭钢铁	3820.1,3	15.19
中石化	2774.02	15.4	中石化	2999.4,9	11.92
宝武集团	2198.47	12.21	江苏敦邦	1841.30	7.32
江苏敦邦	1794.211	9.96	上汽集团	1758.10	6.99
中国建筑	1139.72	6.33	中国建筑	1400.18	5.57
合计	10841.02	60.19	合计	11819.19	46.99

资料来源：公司公告、天风证券研究所

运营服务方面公司具有独特优势：驻场技术+低成本人员+承包废料处理，一条龙运营服务力克竞争对手。驻场技术方面，钢铁冶金行业水处理服务的工艺流程较为复杂，需要根据具体的水环境“对症下药”，公司提供技术人员驻场服务，极大地提高了工业水运营项目的处理效率，保证运营项目顺利达标创收。人工成本方面，低成本人力可以降低公司运营成本，有助于投标和获取运营利润。承包废料处理方面，公司为上汽大众四家整车厂提供污水处理服务时，产生的危废由公司委托有资质的第三方处理。由此看出公司更加靠近客户端，后期服务优质到位，在运营项目续签和新增方面具有较大的竞争优势。

#### 3.2. EPC 订单极大提升业绩弹性：河钢项目陆续创收+“1+1”模式获取更多 EPC 项目+为后续运营铺路

18 年河钢 3.72 亿 EPC 大单开始逐步确认收入，将带动未来两年公司收入高增长。由公司牵头，和宝钢工程技术集团有限公司组成联合体，继 2014 年 3 月的青岛钢铁搬迁水处理

工程项目（总金额 8898 万元）后，再度拿下河钢集团水处理 EPC 总承包项目，金额达 3.72 亿元，为公司在工业水处理领域最大订单。本次中标河钢项目，从项目金额到处理规模都是一个新的里程碑，不仅为未来两年公司利润依旧保持高增长提供了一定基础，并在争取后续全厂水处理运营方面具有天然的优势，产业链得到有效延展。

### 3.3. 设立子公司和外延并购扩张成为增长新动力，产业链进一步延伸

公司 19 年 1 月在英国伦敦设立全资子公司，进一步优化公司全球化战略产业布局，扩展海外市场，有助于实现对外（欧洲）业务的拓展和技术的引进。

18 年公司通过并购河南凯舜拓展了危废业务；通过收购蓝天环科，一方面巩固技术和人才方面的优势，另一方面加强向水环境治理、环评等业务的拓展。公司对于产业链的扩张也有一定的战略储备，逐步向电子、医药等行业扩张，通过不断的探索和发展，实现公司产业链的延伸。

表 7：公司 18 年参股控股公司

子公司名称	主要经营地	注册地	业务	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
峰霸工程	中国上海	上海杨浦区	风管清洗	100.00	-	同一控制下企业合并
洗霸国贸	中国上海	上海嘉定区	水处理设备、化工原料产品进出口业务	100.00	-	设立或投资
海绵城市建设	中国上海	上海嘉定区	环境工程业务	96.97	3.03	设立或投资
厦门乐泓	中国厦门	厦门海沧区	海绵城市建设	90.23	-	设立或投资
天津蓝天环科	中国天津	天津南开区	水环境治理、环评	60.00	-	非同一控制下企业合并
(孙) 蓝天固废	中国天津	天津静海区	固废	-	100.00	非同一控制下企业合并
北京华恺	中国北京	北京西城区	环境工程	90.00	-	非同一控制下企业合并
(孙) 陆泽环保	中国山东	山东菏泽市	环境工程	-	60.00	非同一控制下企业合并
河南恺舜	中国河南	河南安阳县	危废	52.00	4.00	非同一控制下企业合并
(孙) 恺舜危废	中国河南	河南安阳县	危废	-	100.00	设立或投资

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 4. 股权激励锁定核心员工+控制人增持完毕+派发现金红利+送红股增强股票流动性，未来业绩可期

### 4.1. 股权激励绑定核心利益，助力公司发展

首期股权激励授予完成，授予价格为 19.74 元/股。2018 年 2 月公司发布了限制性股票激励计划，考核目标以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年度业绩增长分别不低于 20%、40%、60%，激励对象为公司董事、中高级管理人员及核心骨干员工共计 170 人，拟授予限制性股票数量 157.20 万股，占公司股本 7372.00 万股的 2.13%。授予价格为每股 19.74 元。公司股权激励计划限制性股票限售期为自限制性股票授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月。

2018 年 5 月 26 日，公司公告，股权激励实际授予登记人数为 136 人，实际授予登记数量为 132.45 万股，占授予前公司总股本 7372 万股的 1.80%，授予价格为 19.74 元/股。18 年报显示年末公司库存股新增了 2508.60 万。

考核制度落实到人，激励范围广泛，核心员工利益与公司发展高度绑定。公司上市以来首次股权激励，考核目标增速合理，公司彰显巩固员工诚意。考核制度分为两部分，一是公司层面年度净利增速考核，二是个人层面绩效考核，依照激励对象的业绩完成率确定其限制性股票的解除限售比例，业绩考核分拆落实到个人的制度有利于激发员工工作热情，自下而上夯实公司成长基础。核心员工利益与公司高度绑定，公司管理运营团队得以进一步

稳定，人员流失风险降低。

#### 4.2. 控制人增持完毕，彰显发展信心

截至 19 年 2 月 26 日，公司控股股东王炜先生及其配偶翁晖岚女士累计增持公司股份 48.97 万股，占公司总股本 0.65%，增持均价为 31.80 元/股，增持金额为 1557.45 万元，增持计划已实施完毕。截至目前，王炜先生及其配偶翁晖岚女士直接持有公司的股份数量为 3802.295 万股，占公司总股本的 50.67%。去年十月至今，公司多名高管也频频增持股票，控股股东与管理层频繁增持凸显认可公司长期发展价值。

表 8：2018 年末前十大股东持股情况

排名	股东名称	期末参考市值(亿元)	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	王炜	11.7675	34,307,450	45.7200	限售流通 A 股
2	王敏灵	1.6618	4,845,000	6.4600	限售流通 A 股
3	徐爱东	1.4223	4,146,750	5.5300	限售流通 A 股
4	翁晖岚	1.1342	3,306,800	4.4100	限售流通 A 股
5	新疆联创永津股权投资企业(有限合伙)	0.8338	2,431,000	3.2400	A 股流通股
6	新疆生产建设兵团联创股权投资有限合伙企业	0.6376	1,859,000	2.4800	A 股流通股
7	上海承续股权投资管理合伙企业(有限合伙)	0.5111	1,490,000	1.9900	限售流通 A 股
8	上海睿信创业投资合伙企业(有限合伙)	0.4373	1,275,000	1.7000	A 股流通股
9	黄映颤	0.3610	1,052,600	1.4000	A 股流通股
10	上海联创永津股权投资企业(有限合伙)	0.3338	973,200	1.3000	A 股流通股
合 计		19.1006	55,686,800	74.2300	

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4.3. 现金红利回馈投资者，股票股利增加股本，提升股票流动性

18 年公司向全体股东每 10 股派发现金红利 3.30 元（含税），约占当期净利润的 31%。公司自 IPO 以来，实施现金分红 1 次，累计实现净利润 1.17 亿元，累计分红 0.6 亿元，分红率 51.41%。

表 9：历年分红情况

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	期末未分配利润(亿元)	股利支付率	收益留存率	ROIC	每股股利(元)
2018-12-31	0.80	--	--	--	--	9.56%	--
2017-12-31	0.58	0.60	2.67	104.40%	--	9.72%	0.81

资料来源：wind，天风证券研究所

同时每 10 股派送红股 3.5 股，送红股后总股本将扩大至约 1.01 亿股。目前公司总股本 0.75 亿股，规模相对较小，送红股有助于增强公司股票流动性，彰显公司对自身实力信心。

### 5. 盈利预测及评级

我们维持 2019-2020 年预测不变，预计 2019-2021 年净利润为 1.24/1.61/2.17 亿元，EPS 分别为 1.22/1.59/2.14 元/股，对应 PE 为 31/24/18 倍，维持“买入”评级。

### 6. 风险提示

现有大客户流失风险、新增工业水订单低于预期风险、行业竞争加剧风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	290.55	398.55	439.56	411.23	557.61	营业收入	300.91	413.60	676.24	773.56	929.36
应收账款	165.98	243.00	234.61	325.05	655.94	营业成本	173.57	255.62	426.03	460.27	520.44
预付账款	4.15	46.35	22.12	18.79	48.91	营业税金及附加	1.79	2.54	3.99	4.41	5.20
存货	40.66	51.21	56.90	122.09	80.30	营业费用	15.00	15.96	27.05	31.89	37.17
其他	243.45	91.08	228.49	242.25	213.35	管理费用	53.37	54.03	89.05	109.84	130.11
<b>流动资产合计</b>	<b>744.80</b>	<b>830.19</b>	<b>981.68</b>	<b>1,119.42</b>	<b>1,556.11</b>	财务费用	(4.32)	(12.20)	(9.23)	(10.73)	(4.00)
长期股权投资	5.28	5.52	5.52	5.52	5.52	资产减值损失	4.30	5.87	2.10	2.00	1.00
固定资产	13.08	21.06	29.06	38.84	49.40	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	12.44	0.43	6.16	9.70	11.82	投资净收益	2.72	9.54	2.75	4.49	4.00
无形资产	4.46	20.60	17.91	23.30	27.65	其他	(8.73)	(6.27)	(5.50)	(8.98)	(8.00)
其他	13.35	44.66	17.57	26.73	28.99	<b>营业利润</b>	<b>63.19</b>	<b>88.51</b>	<b>140.00</b>	<b>180.36</b>	<b>243.43</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>48.60</b>	<b>92.27</b>	<b>76.22</b>	<b>104.09</b>	<b>123.37</b>	营业外收入	3.94	4.82	3.00	5.40	6.40
<b>资产总计</b>	<b>793.39</b>	<b>922.46</b>	<b>1,057.90</b>	<b>1,223.51</b>	<b>1,679.48</b>	营业外支出	0.18	0.95	0.44	0.05	0.48
短期借款	0.00	18.68	18.68	0.00	85.76	<b>利润总额</b>	<b>66.96</b>	<b>92.37</b>	<b>142.56</b>	<b>185.71</b>	<b>249.35</b>
应付账款	46.11	86.04	87.42	159.38	118.38	所得税	9.45	12.00	18.67	24.79	31.92
其他	35.15	63.81	85.93	78.60	245.85	<b>净利润</b>	<b>57.51</b>	<b>80.37</b>	<b>123.88</b>	<b>160.92</b>	<b>217.43</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>81.26</b>	<b>168.53</b>	<b>192.04</b>	<b>237.98</b>	<b>449.99</b>	少数股东损益	(0.00)	0.29	0.15	0.26	0.47
长期借款	0.00	0.00	0.96	0.00	11.63	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>57.51</b>	<b>80.08</b>	<b>123.73</b>	<b>160.66</b>	<b>216.96</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.77	1.07	1.22	1.59	2.14
其他	0.11	0.00	0.24	0.12	0.12						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.11</b>	<b>0.00</b>	<b>1.20</b>	<b>0.12</b>	<b>11.75</b>						
<b>负债合计</b>	<b>81.37</b>	<b>168.53</b>	<b>193.24</b>	<b>238.10</b>	<b>461.74</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.97	8.28	8.43	8.70	9.17	<b>成长能力</b>					
股本	73.72	75.04	101.29	101.29	101.29	营业收入	1.57%	37.45%	63.50%	14.39%	20.14%
资本公积	341.98	380.29	385.11	385.11	443.26	营业利润	-2.05%	40.05%	58.18%	28.83%	34.97%
留存收益	637.33	695.69	754.93	875.42	1,107.28	归属于母公司净利润	-2.97%	39.25%	54.51%	29.85%	35.04%
其他	(341.98)	(405.38)	(385.11)	(385.11)	(443.26)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>712.02</b>	<b>753.93</b>	<b>864.66</b>	<b>985.41</b>	<b>1,217.74</b>	毛利率	42.32%	38.20%	37.00%	40.50%	44.00%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>793.39</b>	<b>922.46</b>	<b>1,057.90</b>	<b>1,223.51</b>	<b>1,679.48</b>	净利率	19.11%	19.36%	18.30%	20.77%	23.34%
						ROE	8.09%	10.74%	14.45%	16.45%	17.95%
						ROIC	24.49%	16.27%	33.88%	33.93%	37.72%
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	57.51	80.37	123.73	160.66	216.96	资产负债率	10.26%	18.27%	18.27%	19.46%	27.49%
折旧摊销	3.72	5.40	4.67	6.29	7.98	净负债率	-11.83%	-27.75%	-28.76%	-26.99%	-14.22%
财务费用	1.06	(0.91)	(9.23)	(10.73)	(4.00)	流动比率	9.17	4.93	5.11	4.70	3.46
投资损失	(2.72)	(9.54)	(2.75)	(4.49)	(4.00)	速动比率	8.66	4.62	4.82	4.19	3.28
营运资金变动	(216.63)	35.38	(59.64)	(110.73)	(166.32)	<b>营运能力</b>					
其它	213.79	(126.48)	0.15	0.26	0.47	应收账款周转率	1.71	2.02	2.83	2.76	1.89
<b>经营活动现金流</b>	<b>56.73</b>	<b>(15.78)</b>	<b>56.93</b>	<b>41.26</b>	<b>51.09</b>	存货周转率	8.43	9.00	12.51	8.64	9.18
资本支出	14.57	23.58	15.48	25.12	25.00	总资产周转率	0.49	0.48	0.68	0.68	0.64
长期投资	(1.43)	0.24	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(230.27)	112.30	(41.04)	(45.63)	(46.00)	每股收益	0.77	1.07	1.22	1.59	2.14
<b>投资活动现金流</b>	<b>(217.14)</b>	<b>136.12</b>	<b>(25.56)</b>	<b>(20.51)</b>	<b>(21.00)</b>	每股经营现金流	0.76	-0.21	0.76	0.55	0.68
债权融资	0.00	18.68	19.64	0.00	97.39	每股净资产	9.47	9.94	8.45	9.64	11.93
股权融资	286.38	26.76	65.39	10.73	62.15	<b>估值比率</b>					
其他	(8.78)	(67.82)	(75.39)	(59.81)	(43.25)	市盈率	49.39	35.47	30.99	23.86	17.67
<b>筹资活动现金流</b>	<b>277.59</b>	<b>(22.38)</b>	<b>9.64</b>	<b>(49.08)</b>	<b>116.30</b>	市净率	3.99	3.81	4.48	3.93	3.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	46.16	22.97	25.18	19.39	13.58
<b>现金净增加额</b>	<b>117.18</b>	<b>97.96</b>	<b>41.01</b>	<b>(28.33)</b>	<b>146.38</b>	EV/EBIT	49.05	24.28	26.08	20.11	14.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com