

2019年8月28日

上海洗霸 (603200.SH) 环保



业绩低于预期，汽车制造行业低迷影响公司业绩

——上海洗霸 (603200.SH) 2019 年中报点评

公司简报

◆事件：公司发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年公司实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 46.85%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比减少 9.64%，低于市场预期。

◆汽车制造行业低迷&综合毛利率下行影响公司业绩。公司主要业务跨越工业和民用领域，上半年公司民用领域业务量稳步提升，工业领域中钢铁、石化等周期性行业景气度复苏，河钢乐亭 EPC 项目（钢铁）稳步推进、石化业务增长推动公司营业收入加速增长。但是，汽车制造行业的低迷给公司带来一定影响，公司重要的客户上汽大众上半年产量同比降幅达 18.46%，因公司与上汽大众项目的结算方式为投标单价和实际产量进行结算，上汽大众产量的下滑显著影响公司业绩。

另一方面，河钢乐亭 EPC 项目毛利率相对较低，在营业收入贡献增大的同时也进一步拉低了公司综合毛利率水平（同比-7.66 个 pct 至 34.38%）；同时，公司几家重要控股参股公司经营承压，洗霸国贸、天津蓝天环科、北京华恺、河南恺舜等子公司上半年均发生亏损，进一步影响公司业绩。公司费用管控能力稳健，期间费用率同比减少 2.65 个 pct 至 18.64%。

◆轻资产运营，现金流良好，公司扩张有保障。公司的传统主业是轻资产运营模式的专业水处理服务和整体解决方案提供，2018 年公司的资产负债率仅为 18.27%（2019Q2 为 19.38%），在同行业属较低水平；同时，公司近三年经营性现金流入持续增长，总现金流持续流入，2019Q2 末在手现金 3.68 亿元，较低的负债水平和优秀的现金流表现支撑公司进一步开拓 EPC 工程业务，给公司未来的扩张和业绩的增长带来有力保障。

◆下调至“增持”评级：汽车制造行业景气度下行、毛利率水平下行等因素影响公司上半年业绩，产量回暖和河钢乐亭 EPC 项目建设仍需时日，审慎起见我们下调盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润为 0.86/0.94/1.04 亿元（原值为 1.07/1.21/1.34 亿元），公司 19-21 年的 EPS 为 0.85/0.93/1.02 元，当前股价对应 19 年 PE 为 30 倍。公司工业水处理技术领先，较低的资产负债率和良好的现金流表现可保障公司 EPC 工程项目的持续扩张，但当前估值水平已基本合理，下调至“增持”评级。

◆风险提示：在建项目投产不及预期；工业下行压力进一步增大影响公司业绩；融资环境恶化影响公司扩张。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	301	414	654	781	863
营业收入增长率	1.57%	37.45%	58.20%	19.37%	10.46%
净利润 (百万元)	58	80	86	94	104
净利润增长率	-2.97%	39.25%	7.60%	8.87%	10.54%
EPS (元)	0.57	0.79	0.85	0.93	1.02
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.09%	10.74%	10.35%	10.42%	10.63%
P/E	45	33	30	28	25
P/B	3.7	3.5	3.1	2.9	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 28 日

增持 (下调)

当前价：25.71 元

分析师

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)
010-58452063
yinzs@ebsec.com

王威 (执业证书编号：S0930517030001)
021-52523818
wangwei2016@ebsec.com

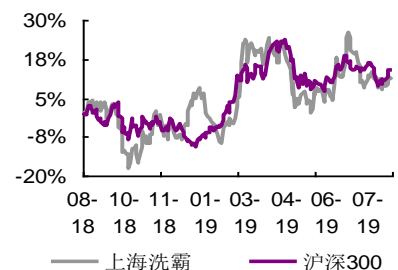
联系人

郝骞
021-52523827
haopian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：1.01
总市值(亿元)：26.67
一年最低/最高(元)：18.94/30.07
近 3 月换手率：47.22%

股价表现(一年)

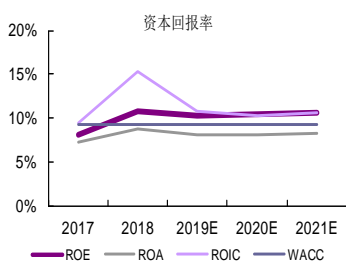
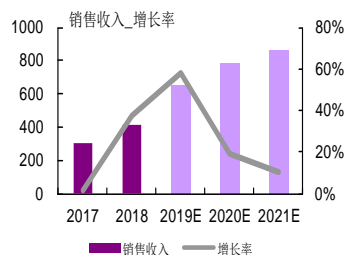
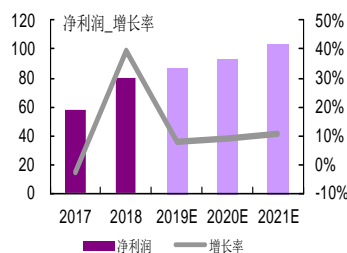
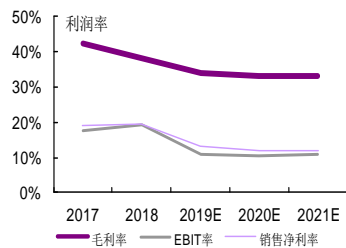


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.51	-0.69	-4.35
绝对	-0.57	4.25	7.70

资料来源：Wind

相关研报



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	301	414	654	781	863
营业成本	174	256	432	521	575
折旧和摊销	4	5	7	9	12
营业税费	2	3	4	5	5
销售费用	15	16	26	31	35
管理费用	53	54	118	137	151
财务费用	-4	-12	-9	-8	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	10	8	8	8
营业利润	63	89	89	98	109
利润总额	67	92	99	108	119
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	58	80	86	94	104

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	793	922	1,056	1,163	1,262
流动资产	745	830	938	1,021	1,099
货币资金	291	399	387	368	382
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	158	225	298	355	393
应收票据	43	57	85	102	112
其他应收款	8	18	26	31	35
存货	41	51	65	78	86
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	6	6	7	8
固定资产	13	21	41	59	75
无形资产	4	21	20	20	20
总负债	81	169	216	255	279
无息负债	81	150	216	255	279
有息负债	0	19	0	0	0
股东权益	712	754	840	908	984
股本	74	75	101	101	101
公积金	371	417	425	431	431
未分配利润	267	279	306	368	443
少数股东权益	1	8	8	8	8

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	57	-16	22	24	59
净利润	58	80	86	94	104
折旧摊销	4	5	7	9	12
净营运资金增加	192	-69	101	88	57
其他	-196	-33	-172	-167	-113
投资活动产生现金流	-217	136	-25	-25	-25
净资本支出	-21	-35	-32	-32	-32
长期投资变化	5	6	-1	-1	-1
其他资产变化	-201	166	8	8	8
融资活动现金流	278	-22	-9	-18	-21
股本变化	18	1	26	0	0
债务净变化	0	19	-19	0	0
无息负债变化	5	68	66	39	24
净现金流	116	99	-12	-18	14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.57%	37.45%	58.20%	19.37%	10.46%
净利润增长率	-2.97%	39.25%	7.60%	8.87%	10.54%
EBITDA 增长率	-14.25%	50.13%	-7.39%	15.33%	15.95%
EBIT 增长率	-15.08%	50.49%	-9.48%	13.34%	14.61%
估值指标					
PE	45	33	30	28	25
PB	4	3	3	3	3
EV/EBITDA	29	19	30	26	23
EV/EBIT	31	21	33	29	26
EV/NOPLAT	37	24	38	34	30
EV/Sales	6	4	4	3	3
EV/IC	3	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	42.32%	38.20%	34.00%	33.28%	33.37%
EBITDA 率	18.81%	20.54%	12.03%	11.62%	12.20%
EBIT 率	17.57%	19.24%	11.01%	10.45%	10.85%
税前净利润率	22.25%	22.33%	15.14%	13.80%	13.82%
税后净利润率 (归属母公司)	19.11%	19.36%	13.17%	12.01%	12.02%
ROA	7.25%	8.71%	8.16%	8.06%	8.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.09%	10.74%	10.35%	10.42%	10.63%
经营性 ROIC	9.53%	15.34%	10.84%	10.31%	10.62%
偿债能力					
流动比率	9.17	4.93	4.34	4.01	3.95
速动比率	8.66	4.62	4.04	3.70	3.64
归属母公司权益/有息债务	-	39.92	-	-	-
有形资产/有息债务	-	47.54	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.57	0.79	0.85	0.93	1.02
每股红利	0.58	0.24	0.26	0.28	0.31
每股经营现金流	0.56	-0.16	0.22	0.24	0.58
每股自由现金流(FCFF)	-1.57	1.13	-0.61	-0.34	0.08
每股净资产	7.02	7.36	8.21	8.88	9.63
每股销售收入	2.97	4.08	6.46	7.71	8.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼