

上海洗霸 (603200.SH)

河钢乐亭项目进展顺利，工业污水望提速

事件：一季度营收 1.5 亿元，yoy 为 86.5%，归母净利 1898 万元，yoy 为 47.5%。

河钢乐亭项目进展顺利，公司一季度营收、净利高增长。2018 年，公司中标的河北乐亭钢铁水处理 EPC 项目，合同总价 37200 万元，预计 2019 年建成。受益于河钢乐亭项目及其他工业污水项目的拓展，公司一季度营收 1.5 亿元，yoy 为 86.5%，归母净利 1898 万元，yoy 为 47.5%。销售毛利率为 31.1%，去年同期 36.8%，下滑的主要原因可能是河北乐亭项目前期工程建成本较高。

股权激励摊销提高当期管理费用，研发费用投入加大。公司一季度管理费 1522 万元，同增 64.3%，主要系股权激励费用摊销及去年新并购公司费用增长所致。研发费用 864 万元，同增 58.2%，公司在工业污水领域研发投入加大。

EPC 工程项目放量，流动资产、短期借款增加。公司一季度应收票据 8596 万元，yoy 为 51%，预付款项 6164 万元，yoy 为 33%，短期借款 4393 万元，yoy 为 135%，主要由于河钢乐亭 EPC 项目工程建设所致；经营活动现金流净额-3725 万元，yoy 为 405%，主要因为 EPC 项目前期垫付资金所致。

上游盈利改善&第三方治理加速工业污水行业需求释放。供给侧改革使得上游钢铁、石化、造纸的集中度提升，盈利提高，在大企业盈利的背景下，企业对污染治理的支付能力提升，工业污水受益。同时，2017 年 8 月，环保部发布《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》，从顶层和实施细则上明确了工业污染第三方治理的管理方法。对比而言，工业污染第三方治理可以提高工业企业治污效率、增强政府环境执法效能、降低突发事件环境风险，上游盈利提升的企业有望更多采用第三方工业污水处理。

盈利预测。环保督察大背景下，工业污水治理需求释放。公司作为国内工业污水处理龙头，将通过河钢、中石化等标杆项目逐步开拓更大的工业处理市场，预计 2019-2021EPS 分别为 1.58/2.40/3.26 元/股，对应 PE 估值分别为 22.9X/15.1X/11.1X，维持“买入”评级。

风险提示：1、工业园区项目拓展不及预期；2、电子、医药领域拓展不及预期；3、造纸行业收入下滑。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	301	414	626	944	1,334
增长率 yoy (%)	1.6	37.5	51.3	50.9	41.3
归母净利润(百万元)	58	80	119	180	244
增长率 yoy (%)	-3.0	39.3	48.4	51.4	35.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.77	1.07	1.58	2.40	3.26
净资产收益率(%)	8.1	10.7	13.6	17.6	19.8
P/E(倍)	47.3	34.0	22.9	15.1	11.1
P/B(倍)	3.8	3.6	3.1	2.7	2.2

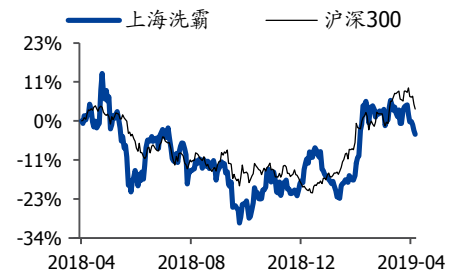
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	环保工程及服务
前次评级	买入
最新收盘价	36.25
总市值(百万元)	2,720.36
总股本(百万股)	75.04
其中自由流通股(%)	33.67
30 日日均成交量(百万股)	0.61

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

1、《上海洗霸 (603200.SH)：督查推动工业污水大市场，多领域拓展带动公司高成长》2019-03-04



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	745	830	1,003	1,411	1,924
现金	291	399	372	492	695
应收账款	158	225	354	519	715
其他应收款	8	0	12	6	20
预付账款	4	46	30	85	78
存货	41	51	88	122	174
其他流动资产	243	109	147	186	241
非流动资产	49	92	103	117	132
长期投资	5	6	6	6	7
固定投资	13	21	27	37	48
无形资产	4	21	22	24	25
其他非流动资产	26	45	47	49	52
资产总计	793	922	1,105	1,528	2,056
流动负债	81	169	231	502	821
短期借款	0	19	19	198	420
应付账款	44	60	97	140	195
其他流动负债	38	89	115	164	207
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	81	169	231	502	821
少数股东权益	1	8	8	9	9
股本	74	75	101	101	101
资本公积	342	380	380	380	380
留存收益	295	315	395	500	617
归属母公司股东收益	711	746	866	1,017	1,226
负债和股东权益	793	922	1,105	1,528	2,056

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	57	-16	-22	-13	46
净利润	58	80	119	180	245
折旧摊销	4	5	7	10	13
财务费用	-4	-12	-8	-4	5
投资损失	-3	-10	-3	-4	-5
营运资金变动	-7	-108	-137	-196	-212
其他经营现金流	9	28	0	0	0
投资活动现金流	-217	136	-14	-20	-24
资本支出	21	35	10	14	15
长期投资	-191	174	-0	-1	-1
其他投资现金流	-387	345	-5	-7	-10
筹资活动现金流	278	-22	10	-25	-41
短期借款	0	19	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	18	1	26	0	0
资本公积增加	264	38	0	0	0
其他筹资现金流	-4	-81	-16	-25	-41
现金净增加额	116	99	-27	-59	-19

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	301	414	626	944	1,334
营业成本	174	256	387	583	825
营业税金及附加	2	3	6	8	10
营业费用	15	16	30	35	49
管理费用	53	54	82	123	173
财务费用	-4	-12	-8	-4	5
资产减值损失	4	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	10	3	4	5
营业利润	63	89	133	203	277
营业外收入	4	5	4	4	4
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	67	92	136	207	281
所得税	9	12	18	26	36
净利润	58	80	119	180	245
少数股东收益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	58	80	119	180	244
EBITDA	62	87	133	210	295
EPS (元/股)	0.77	1.07	1.58	2.40	3.26

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	1.6	37.5	51.3	50.9	41.3
营业利润 (%)	-2.1	40.1	49.9	52.7	36.6
归属母公司净利润 (%)	-3.0	39.3	48.4	51.4	35.8
盈利能力					
毛利率 (%)	42.3	38.2	38.2	38.2	38.2
净利率 (%)	19.1	19.4	19.0	19.1	18.3
ROE (%)	8.1	10.7	13.6	17.6	19.8
ROIC	7.0	9.3	12.4	14.4	14.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.3	18.3	20.9	32.9	39.9
净负债比率 (%)	-40.8	-50.4	-40.4	-28.7	-22.3
流动比率	9.2	4.9	4.3	2.8	2.3
速动比率	8.7	4.6	4.0	2.6	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.48	0.62	0.72	0.74
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	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	1.07	1.58	2.40	3.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.83	2.04	-0.30	-0.18	0.61
每股净资产 (最新摊薄)	9.47	9.94	11.54	13.56	16.33
估值指标 (倍)					
P/E	47.3	34.0	22.9	15.1	11.1
P/B	3.8	3.6	3.1	2.7	2.2
EV/EBITDA	54.6	38.0	25.0	16.1	11.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com