

公司研究/季报点评

2019年10月30日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 21.68  
合理价格区间(元): 21.75~24.75

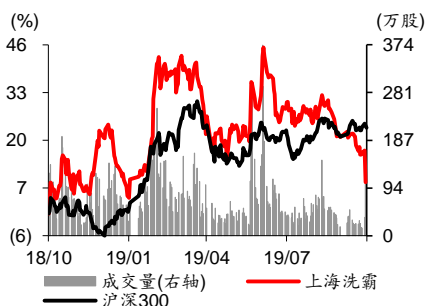
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1 《上海洗霸(603200,买入): 19Q1 业绩同比+48%, 业绩超预期》2019.04
- 2 《上海洗霸(603200,买入): 外延路径清晰, 布局危废眼光独到》2019.04
- 3 《上海洗霸(603200,买入): 18 业绩同比+39%, 高增长如期兑现》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩低预期, 轻资产运营属性不变

### 上海洗霸(603200)

#### 19Q3 业绩同比-20%低于预期, 轻资产运营属性不变

前三季度公司实现营收/归母净利润 3.8 亿元/5200 万元, 同比+40%/-12%, 单三季度公司实现营收/归母净利润 1.1 亿元/1089 万元, 同比+26%/-20%, 业绩表现低于预期。考虑到环保要求趋严, 公司短期盈利能力承压, 前三季度毛利率同比-7pct, 下调 19-21 年盈利预测 EPS 0.75/1.41/1.83 元。参考可比公司 2019 年平均 22xPE, 考虑到公司轻资产运营属性, 未来 2 年业绩年复合增速 33%远高于可比公司平均值 13%, 给予公司 2019 年 29-33x P/E, 目标价 21.75~24.75 元/股, 维持“买入”评级。

#### EPC 项目占比提升+环保成本上升, 前三季度毛利率同比下降 7pct

前三季度公司毛利率为 34.2%, 同比减少 7pct (去年同期 41%, 去年全年毛利率 38.2%)。主要是因为河钢乐亭 EPC 项目毛利率相对较低, 降低了公司整体毛利率。另外受到环保要求趋严, 按已签订的汽车总包合同, 公司需要处理的危废种类增加, 导致成本上升, 对应业务的毛利率有所降低。

#### 费用及减值短期拖累净利率下滑

三季度公司按新会计准则为应收账款计提坏账, 产生信用减值损失 320 万。另外公司研发投入 798 万同比增加 71%, 主要是因为新收购公司业务效益状况不佳, 阶段性地人力成本及研发成本增加。阶段性因素叠加毛利率短期承压向下导致三季度公司净利润率同比下降 8pct 至 13.3%。

#### 轻资产运营属性不改, 在手现金充足

公司轻资产运营属性不改, 截止 2019 年三季报, 资产负债率仅为 21.3%。2019 年前三季度经营性现金流净额为-245 万元, 同比减少 1179 万, 主要系工程业务增长导致前期垫付资金增长超过收款金额, 如河钢乐亭 EPC 项目的工程及采购支出大幅增加。预计随着 EPC 工程订单落地, 继续承接运营订单, 现金流预期随之好转。公司资金充足, 19Q3 在手现金 3.5 亿。

#### 下调目标价 21.75~24.75 元/股, 维持“买入”评级

公司虽短期盈利能力承压下降, 前三季度毛利率下降 7pct, 但轻资产运营属性不变。考虑环保要求趋严, 公司成本上升和下游汽车景气下行导致的收入增速下降, 下调盈利预测 19-21 年归母净利润 0.79/1.42/1.86 亿元 (前值 1.16/1.55/1.87 亿元)。参考可比公司 2019 年平均 22xPE, 考虑到公司轻资产运营属性, 未来 2 年业绩年复合增速 33%远高于可比公司平均值 13%, 给予公司 2019 年 29-33x P/E, 目标价 21.75~24.75 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 项目进度不及预期, 毛利率下滑。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	101.31
流通 A 股 (百万股)	34.83
52 周内股价区间 (元)	21.68-40.00
总市值 (百万元)	2,196
总资产 (百万元)	1,045
每股净资产 (元)	7.79

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	300.91	413.60	584.65	870.40	1,144
+/-%	1.57	37.45	41.35	48.88	31.44
归属母公司净利润 (百万元)	57.51	80.08	79.00	142.39	185.56
+/-%	(2.97)	39.25	(4.94)	87.05	30.32
EPS (元, 最新摊薄)	0.57	0.79	0.75	1.41	1.83
PE (倍)	42.35	30.41	31.99	17.10	13.13

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	648	881	1112	585	870	1144	-10%	-1%	3%
收入增速 (%)	56.7%	35.9%	26.3%	41.4%	48.9%	31.4%	-15.4	13.0	5.2
毛利率 (%)	36.9%	36.6%	35.6%	33.7%	36.5%	35.5%	-3.2	-0.2	-0.1
期间费用率 (%)	18.6%	18.7%	18.5%	18.6%	17.4%	16.3%	0.0	-1.3	-2.2
净利率 (%)	16.6%	16.3%	16.8%	13.0%	16.4%	16.2%	-3.6	0.1	-0.6
归母净利润 (百万元)	116	155	187	79	142	186	-32%	-8%	-1%

注: 19-21年三费率考虑研发费用

资料来源: Wind、华泰证券研究所

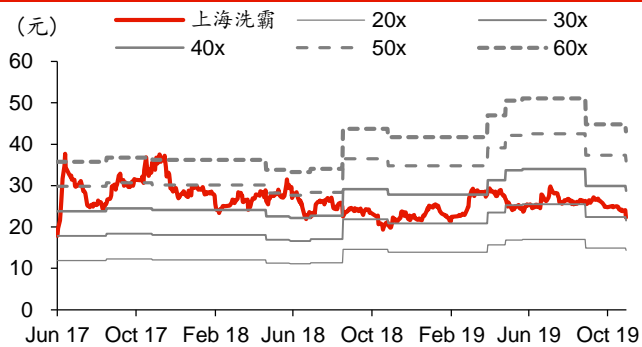
图表2: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价 2019/10/30	市值(mn) 2019/10/30	市盈率(x)			市净率(x)			2018-2020 净利润 CAGR	来源
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
中电环保	300172	5.30	2,766	22	20	16	2.1	1.9	1.8	17%	Wind
中持股份	603903	14.13	2,043	16	18	15	1.8	2.2	2.0	4%	Wind
久吾高科	300631	17.27	1,823	32	29	23	2.9	2.7	2.4	19%	Wind
平均值			2,211	23	22	18	2.3	2.3	2.0	13%	
中间值			2,043	22	20	16	2.1	2.2	2.0	17%	
上海洗霸	603200	21.68	2,196	27	29	15	2.9	2.8	2.4	33%	华泰

资料来源: Wind、华泰证券研究所

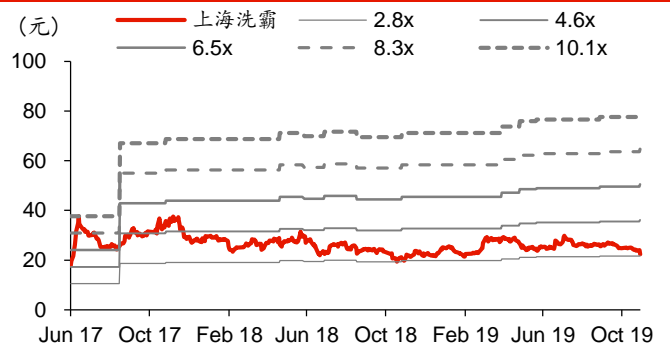
## PE/PB - Bands

图表3: 上海洗霸历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 上海洗霸历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	744.80	830.19	924.21	1,127	1,340
现金	290.55	398.55	352.30	310.99	287.13
应收账款	157.88	224.66	295.85	435.68	566.40
其他应收账款	8.10	18.34	12.54	18.67	24.54
预付账款	4.15	46.35	74.44	106.19	141.68
存货	40.66	51.21	77.68	110.81	147.84
其他流动资产	243.45	91.08	111.40	144.36	172.73
非流动资产	48.60	92.27	190.81	248.76	323.40
长期投资	5.28	5.52	5.52	5.52	5.52
固定投资	12.93	13.08	21.06	53.90	86.87
无形资产	4.46	20.60	35.14	48.23	60.02
其他非流动资产	25.94	53.07	129.10	141.11	170.99
资产总计	793.39	922.46	1,115	1,375	1,664
流动负债	81.26	168.53	308.44	443.71	584.10
短期借款	0.00	18.68	118.68	168.68	218.68
应付账款	43.60	91.30	138.49	197.56	263.58
其他流动负债	37.66	58.55	51.27	77.47	101.85
非流动负债	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	81.37	168.53	308.44	443.71	584.10
少数股东权益	0.97	8.28	9.58	15.90	22.23
股本	73.72	75.04	101.31	101.31	101.31
资本公积	341.98	380.29	380.29	380.29	380.29
留存公积	295.35	315.39	315.40	434.25	575.77
归属母公司股东权益	711.05	745.65	797.00	915.85	1,057
负债和股东权益	793.39	922.46	1,115	1,375	1,664

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	56.73	(15.78)	(32.59)	(20.43)	40.36
净利润	57.51	80.08	76.12	142.39	185.56
折旧摊销	3.72	5.40	9.94	16.25	22.72
财务费用	(4.32)	(12.20)	(7.19)	(7.45)	(5.81)
投资损失	(2.72)	(9.54)	(12.40)	(19.41)	(21.36)
营运资金变动	(7.23)	(110.50)	(100.36)	(158.53)	(147.07)
其他经营现金	9.77	30.99	1.30	6.32	6.32
投资活动现金	(217.14)	136.12	(96.09)	(54.78)	(76.00)
资本支出	21.30	35.00	107.94	73.65	96.80
长期投资	190.99	(174.34)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	4.84	3.22	(11.85)	(18.86)	(20.81)
筹资活动现金	277.59	(22.38)	82.42	33.91	11.78
短期借款	0.00	18.68	100.00	50.00	50.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	18.43	1.32	26.27	0.00	0.00
资本公积增加	263.63	38.32	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4.47)	(80.70)	(43.85)	(16.09)	(38.22)
现金净增加额	117.18	97.96	(46.25)	(41.30)	(23.86)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	300.91	413.60	584.65	870.40	1,144
营业成本	173.57	255.62	387.76	553.13	737.99
营业税金及附加	1.79	2.54	3.60	5.35	7.04
营业费用	15.00	15.96	17.30	20.54	22.42
管理费用	53.37	54.03	64.68	87.59	103.69
财务费用	(4.32)	(12.20)	(7.19)	(7.45)	(5.81)
资产减值损失	4.30	5.87	8.30	12.36	16.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.72	9.54	12.40	19.41	21.36
营业利润	63.19	88.51	91.81	170.86	220.47
营业外收入	3.94	4.82	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.18	0.95	0.95	0.95	0.95
利润总额	66.96	92.37	91.86	170.91	220.52
所得税	9.45	12.00	11.55	22.19	28.64
净利润	57.51	80.37	80.30	148.71	191.88
少数股东损益	(0.00)	0.29	1.30	6.32	6.32
归属母公司净利润	57.51	80.08	79.00	142.39	185.56
EBITDA	60.65	90.53	120.94	219.73	295.34
EPS (元, 基本)	0.57	0.79	0.75	1.41	1.83

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.57	37.45	41.35	48.88	31.44
营业利润	(2.05)	40.05	0.48	92.13	29.04
归属母公司净利润	(2.97)	39.25	(4.94)	87.05	30.32
获利能力 (%)					
毛利率	42.32	38.20	33.68	36.45	35.49
净利率	19.11	19.36	13.02	16.36	16.22
ROE	10.62	10.99	9.87	16.63	18.81
ROIC	15.08	18.47	21.07	26.66	27.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.26	18.27	27.66	32.26	35.11
净负债比率 (%)	0	11.08	38.48	38.02	37.44
流动比率	9.17	4.93	3.00	2.54	2.29
速动比率	8.67	4.62	2.74	2.29	2.04
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.48	0.57	0.70	0.75
应收账款周转率	1.83	2.16	2.25	2.38	2.28
应付账款周转率	3.90	3.79	3.37	3.29	3.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.79	0.75	1.41	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	(0.16)	(0.32)	(0.20)	0.40
每股净资产(最新摊薄)	7.02	7.36	7.87	9.04	10.44
估值比率					
PE (倍)	42.35	30.41	31.99	17.10	13.13
PB (倍)	3.43	3.27	3.06	2.66	2.30
EV_EBITDA (倍)	35.94	24.08	18.03	9.92	7.38

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com