

强烈推荐-A (维持)

上海洗霸 603200.SH

目标估值: 35 元
 当前股价: 34.3 元
 2018 年 12 月 31 日

稳健发展，多点布局，打造工业水行业龙头

基础数据

上证综指	2494
总股本 (万股)	7504
已上市流通股 (万股)	2527
总市值 (亿元)	26
流通市值 (亿元)	9
每股净资产 (MRQ)	9.6
ROE (TTM)	9.9
资产负债率	13.8%
主要股东	王炜
主要股东持股比例	45.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	8	-15
相对表现	21	20	10



资料来源: 贝格数据、招商证券

1、《上海洗霸 (603200) 一股东高管频频增持, 彰显公司业绩信心》
 2018-12-26

朱纯阳

010-57601855
 zhucy3@cmschina.com.cn
 S1090515060001

张晨

010-57601866
 zhangchen2@cmschina.com.cn
 S1090513100003

公司是工业水处理行业的龙头企业, 在优势领域与客户建立了长期稳定的合作关系, 运营项目占比高, 收入稳定且现金流状况良好。今年以来, 在下游客户经营情况改善的背景下, 公司业绩实现快速发展, 新中标的 3.72 亿工业废水项目为未来两年业绩打下良好的基础, 有望实现稳步增长; 同时公司积极通过外延并购拓展产业链, 已开始布局危废、环评等领域, 还在积极推进医药和电镀废水治理等业务, 未来业绩弹性值得期待。我们维持对公司“强烈推荐-A”的评级, 预计公司 18-20 年归母净利润为 0.80、1.10、1.39 亿元, 当前市值下 PE 估值为 32.1、23.5、18.6, 维持强烈推荐评级。

调研纪要:

一、各领域业务进展顺利, 前三季度公司业绩实现快速增长

(1) 工业水业务下游客户经济效益改善, 实现业绩快速提升

2018 年前三季度, 公司业绩快速增长, 实现营业收入 2.73 亿元, 同比提高 22.25%; 归属净利润 5926.58 万元, 同比提高 29.75%; 公司的主营业务是工业水处理, 在钢铁、石化、造纸和汽车制造领域均具备核心竞争力, 且公司的客户均为行业内的大型企业, 在供给侧改革的背景下, 下游客户经济效益得到改善, 回款和订单拓展良好, 使公司今年业绩实现快速提高。

在公司目前的工业水业务中, 钢铁行业水处理是业务优势最明显的领域, 根据公司调研, 目前很多龙头钢铁集团都有搬迁和扩容的规划, 相应会带来水处理 EPC 建设和运营需求。公司在钢铁行业深耕多年, 与鞍钢、宝钢、武钢等大型钢铁集团均有稳定的项目合作, 凭借先发优势和示范效应, 在新市场释放后将产生挤出效应, 在细分子领域的市占率有望进一步提升。

造纸行业由于近两年国内环保压力较大, 很多纸浆业务转移到东南亚地区, 中国的纸浆产量快速下滑, 使公司造纸行业的订单相较于去年有 20-30% 的下滑, 预计未来造纸行业订单下滑的趋势还将持续。

(2) 民用水、加药设备和风管清洗等业务进展顺利, 稳定增长

除主营的工业水处理业务外, 公司民用水处理业务和加药设备、风管清洗等业务也均实现了稳定增长。民用水领域订单今年实现 20% 左右的增长, 约占总订单比例约的 20-30%。2017 年商业地产业务回款缓慢, 导致民用水处理领域业务坏账较多, 今年下半年开始强制收钱, 部分地产公司用抵押房子的方式还款, 扣抵价格约在 9 折左右, 今年回款状况转好, 且未来若原价转卖, 或房产价格继续增值, 公司还会相应享有抵押房产增值带来的收益。

加药设备和风管清洗业务收入和利润规模相对比较稳定, 明年随着河钢 EPC 项目的推进, 预计加药设备销售收入会有进一步增长。

(3) 7月联合中标河北钢铁3.7亿EPC项目，奠定未来两年业绩基础

今年7月，公司与宝钢组成的联合体中标“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”，并于9月签订合同，成为公司截至目前在工业水处理领域中规模最大的订单。该项目合同总价3.72亿元。其中，设计费1,700万元，设备费1.5亿元，建安费2.05亿元。其中，宝钢负责设计和部分设备，对应金额为8000万左右，约占实际合同额的30%左右；公司负责全部工程和部分设备，预计明年可以完工，但收入确认相对滞后，毛利率水平约为15-20%，对应10%左右的净利率，项目的顺利实施将为公司未来两年业绩增长奠定坚实的基础。

此外，河钢项目工程建设后还将为公司带来稳定的运营收入，预计建成后水处理运营收入为每年5000万，若公司可以占比50%，则可以对应2500万元的年收入，钢铁水处理运营约有20%的毛利率，会为公司带来较高的收益，未来的稳定增长可期。

二、多年深耕工业水处理领域，订单稳定运营占比高

公司多年来深耕工业水处理领域，与钢铁冶金、石油化工和汽车制造等多个工业领域龙头企业建立了长期稳定的合作关系。2003年，公司开始开展钢铁冶金领域的水处理业务，与宝钢集团的合作从2003年持续至今；2004年进入造纸领域，与金光集团的合作也达到13年之久；2006年切入石化领域，与中石油、中石化、中海油等公司均建立了长期稳定的合作；2015年公司开始与上汽大众合作，开展汽车制造领域水处理业务，并于2017年成功续标上汽大众有关项目，在相关服务领域有所扩展，保证了公司业务2018年在汽车制造领域的稳定增长。

表 1: 上海洗霸在手订单情况

序号	客户名称	合同内容	合同期限
1	中石化西南油气分公司	川东北采气厂元坝气田采出污水处理运行管理业务外包,承包范围限于:元坝气田34亿立方米/年滚动开发工程地面集输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	2016年9月25日起,期限暂定三年,实行“1+1+1”年度签订合同模式
2	中石化广元天然气净化有限公司	元坝净化厂工艺化学水运行管理业务外包服务,包括循环水场运行管理、水处理及凝结水站运行管理、动力站锅炉和净化装置锅炉水质管理等服务	2016年8月1日起,期限暂定三年,实行“1+1+1”年度签订合同模式
3	上汽大众汽车有限公司及其新疆等地分公司/子公司	上汽大众安亭、新疆等地整车厂(车间)纯水供应、废水处理等环保运行框架	2018/1/1-2020/12/31
4	江苏敦邦钢结构工程有限公司	埃塞俄比亚Mekelle(麦克雷)工业园项目I期水处理项目分包,包括自来水4500m ³ /d、生活污水2500m ³ /d、洗涤废水3000m ³ /d、人工湿地、污泥堆肥、设备和相配套的公辅设施等的专业施工(除土建)及六个月的运行维护等	2016/11/29至合同履行完毕终止
5	中国交通建设股份有限公司(Jimma工业园项目经理部)	Jimma(吉马)工业园项目水处理机电工程(项目范围内的自来水处理、生活污水处理涉及的机电设备和材料的供应、现场安装和调试,及派遣专业工程师协助甲方进行水处理土建施工质量控制、现场施工指导)	合同生效之日(2018/2/23)起至工程缺陷责任期满后双方结清工程价款时止
6	河钢乐亭钢铁有限公司、河钢融资租赁有限公司	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(包括供水系统、废水预处理系统、除盐系统、浓盐水处理系统及配套设施。配套设施包括给排水、供配电、安全、职业卫生、消防、计量、仪表检测及自动化控制等。)	供水系统及新水制除盐水系统于2019年3月31日前正式投产;项目范围内所有设备设施于2019年4月30日前全部正式投产。

资料来源:公司公告,招商证券

从公司的订单构成可以看出,公司的运营类订单占比相对较多,且服务周期一般较长。

运营订单的特点是收入稳定，净利率水平高，且现金流良好，因此公司的财务状况始终较好，资产负债率只有 13.82%，可以利用自有资金实现公司的业务发展。同时，公司的客户结构也相对稳定，项目合作期限很多都已达到十年以上，建立了长期稳定的合作关系，合同的续签率也比较高，说明公司的技术和管理水平受到客户的充分认可。这些运营类订单为公司业绩的长期稳定发展奠定了基础，公司也在不断拓展新的运营订单，实现公司的健康稳健发展。

表 2: 上海洗霸合作客户与项目情况

行业/领域	客户	起始服务时间	已服务时间	
工业领域	宝钢集团	2003 年	14 年	
	武钢集团	2006 年	11 年	
	钢铁冶金	鞍钢集团	2007 年	10 年
		沙钢集团	2012 年	5 年
	南京钢铁	2011 年	6 年	
	马钢集团	2007 年	10 年	
	石油化工	中石化	2006 年	11 年
		中石油	2007 年	10 年
		中海油	2014 年	3 年
		中国神华	2007 年	10 年
造纸制浆	金光集团	2004 年	13 年	
行业/领域	工程项目	起始服务时间	已服务时间	
民用领域	首都国际机场	1998 年	19 年	
	央视新台	2009 年	8 年	
	浦东国际机场	1999 年	18 年	
	锦江集团	1994 年	23 年	
	上海证券大厦	1997 年	20 年	
	上海大剧院	1998 年	19 年	

资料来源：公司公告，招商证券

三、多点布局，外延并购持续拓展新业务领域，未来增长弹性大

今年以来，公司通过外延并购拓展了危废和环评两方面的业务，实现业务的多点布局，同时还在拓展医药、电镀废水等新的业务领域，未来有望通过多领域业务的协同带来公司业绩的快速增长。

7 月 7 日，公司以 225 万元收购北京华恺 90% 的股权，并向北京华恺实缴出资 765 万元，而北京华恺持有河南凯舜 52% 的股权，即公司通过合计 990 万元的出资收购了河南凯舜的控股权。此次收购的目的是并购河南凯舜的危废业务，目前河南凯舜有 20000-30000 吨的危废焚烧和填埋立项，环评已进入后期，尚未拿到环评结果，公司只承担了其几百万的亏损。若环评顺利通过，河南凯舜将成为公司切入危废业务的入口，预计三年后有望开始贡献利润。危废行业作为环保各子领域中盈利能力较好，商业模式较清晰的子行业之一，在我国目前危废供不应求的市场环境下，公司在危废领域的布局，会使其在未来有更大的增长弹性。

7 月 13 日，公司以 200 万收购天津蓝天环科 60% 的股权，蓝天环科 2017 年和 2018 年截至 5 月末的净利润均为负数，公司也只是承担了其亏损部分，预计今年利润就可以实现转正。公司收购蓝天环科的主要目的在于其环评业务，蓝天环科是天津环科院下

属公司，具有环科院背书，在环评领域具备拿单优势，环评业务对于后续的同产业链业务具有较强的导流作用，通过收购蓝天环科实现纵向产业链拓展，有助于公司未来业务的进一步快速发展。

除此之外，公司还在拓展医药和电镀废水治理业务，同时海外业务也在积极推进中。在“一带一路”方面，公司顺利中标并推进埃塞俄比亚吉马工业园项目，使公司在海外项目实现进一步的拓展。另外，厦门海绵城市建设 PPP 项目也在有序进行，为公司水环境治理及 PPP 建设方面提供了有效的经验。多点布局使公司未来业务范围不断扩大，各项业务间的协同作用有望助力公司更好更快发展，业绩弹性可期。

四、盈利预测及投资建议总结

公司是工业水处理行业的龙头企业，在优势领域与客户建立了长期稳定的合作关系，运营项目占比高，收入稳定且现金流状况良好。今年以来，在下游客户经营情况改善的背景下，公司业绩实现快速发展，新中标的 3.72 亿工业废水项目为未来两年业绩打下良好的基础，有望实现稳步增长；同时公司积极通过外延并购拓展产业链，已开始布局危废、环评等领域，还在积极推进医药和电镀废水治理等业务，未来业绩弹性值得期待。我们维持对公司“强烈推荐-A”的评级，预计公司 18-20 年归母净利润为 0.80、1.10、1.39 亿元，当前市值下 PE 估值为 32.1，23.5，18.6，维持强烈推荐评级。

风险提示：项目推进及运行效果不达预期、现有运行合同到期后无法续签、危废项目环评未通过、收购公司业绩不及预期、大盘系统性风险等。

五、PE-PB Band

图 1：上海洗霸历史 PE Band

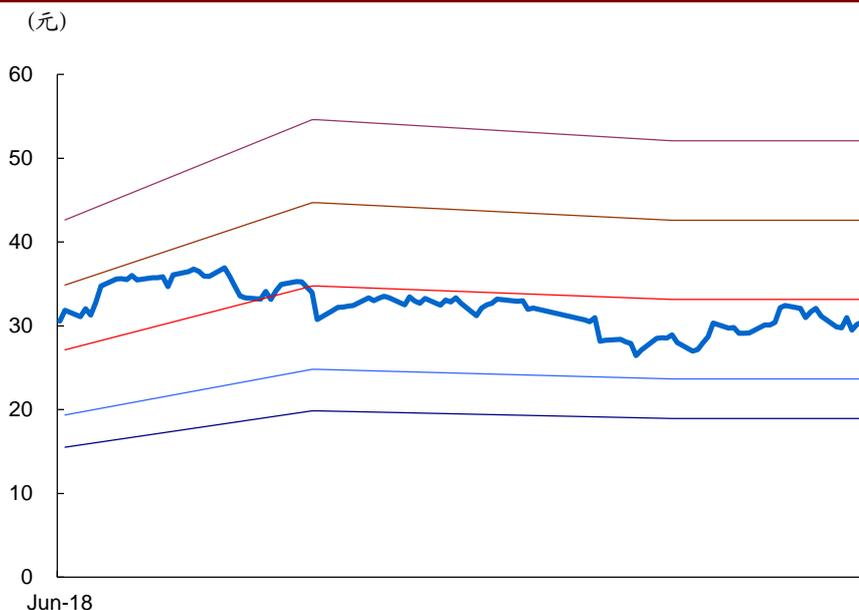
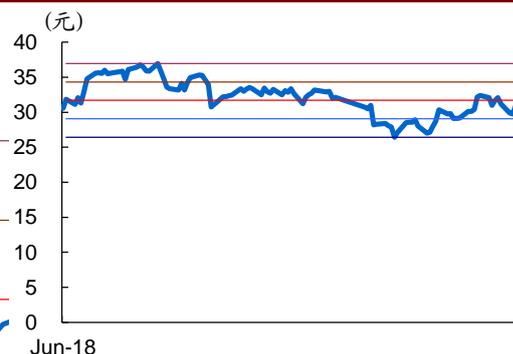


图 2：上海洗霸历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	418	745	793	910	1061
现金	160	291	226	161	152
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	36	43	58	85	110
应收款项	171	158	187	271	352
其它应收款	14	8	11	16	21
存货	31	41	54	78	102
其他	6	204	257	299	325
非流动资产	30	49	48	47	47
长期股权投资	7	5	5	5	5
固定资产	13	13	13	13	13
无形资产	5	4	4	4	3
其他	5	26	25	25	25
资产总计	447	793	841	957	1108
流动负债	75	81	106	153	198
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	45	44	57	84	109
预收账款	6	12	15	23	29
其他	24	26	33	47	60
长期负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
负债合计	76	81	106	153	199
股本	55	74	75	75	75
资本公积金	78	342	342	342	342
留存收益	238	295	317	386	492
少数股东权益	0	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	371	711	734	803	909
负债及权益合计	447	793	841	957	1108

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	83	57	83	123	147
净利润	59	58	80	110	139
折旧摊销	4	4	4	4	4
财务费用	0	1	(2)	(2)	(2)
投资收益	0	(3)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	20	(5)	3	6	1
其它	(0)	2	4	12	11
投资活动现金流	(3)	(217)	3	3	3
资本支出	(3)	(21)	(3)	(3)	(3)
其他投资	0	(196)	6	6	6
筹资活动现金流	0	278	(56)	(38)	(31)
借款变动	(3)	(8)	0	0	0
普通股增加	0	18	1	0	0
资本公积增加	0	264	0	0	0
股利分配	0	0	(59)	(40)	(33)
其他	3	4	2	2	2
现金净增加额	80	117	30	88	119

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	296	301	406	589	766
营业成本	167	174	229	334	436
营业税金及附加	3	2	2	3	5
营业费用	14	15	20	29	38
管理费用	49	53	72	104	136
财务费用	(2)	(4)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	1	4	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	6	6	6	6
营业利润	65	63	90	124	158
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	69	67	93	128	162
所得税	10	9	13	18	23
净利润	59	58	80	110	139
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	59	58	80	110	139
EPS (元)	1.07	0.78	1.07	1.46	1.85

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	21%	2%	35%	45%	30%
营业利润	47%	-2%	42%	39%	27%
净利润	40%	-3%	40%	37%	26%
获利能力					
毛利率	43.8%	42.3%	43.7%	43.3%	43.1%
净利率	20.0%	19.1%	19.8%	18.6%	18.1%
ROE	16.0%	8.1%	10.9%	13.7%	15.2%
ROIC	14.4%	7.0%	10.1%	12.9%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	17.0%	10.3%	12.6%	16.0%	17.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.5	9.2	7.5	5.9	5.4
速动比率	5.1	8.7	7.0	5.4	4.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	4.0	4.9	4.9	5.1	4.8
应收帐款周转率	1.7	1.8	2.4	2.6	2.5
应付帐款周转率	3.6	3.9	4.5	4.7	4.5
每股资料 (元)					
每股收益	1.07	0.78	1.07	1.46	1.85
每股经营现金	1.50	0.77	1.11	1.64	1.96
每股净资产	6.72	9.65	9.78	10.70	12.11
每股股利	0.00	0.80	0.53	0.44	0.55
估值比率					
PE	32.0	44.0	32.1	23.5	18.6
PB	5.1	3.6	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	63.7	67.0	45.4	32.9	25.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。