

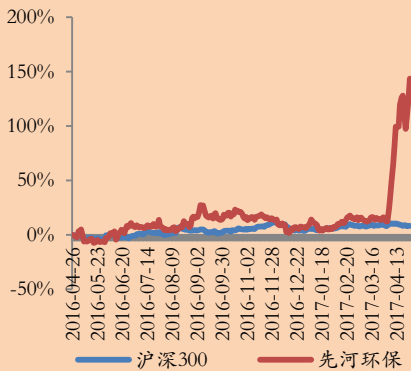


先河环保 (300137)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-04-27

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161592

ivanyiyang@163.com

业绩符合预期, “双轮驱动” 促高增长

——公司年报、一季报点评

事件:

公司发布 2016 年年报和 2017 年一季报。2016 年公司实现营业收入 7.89 亿元, 归母净利润 1.05 亿元, 分别同比增长 24.6% 和 28.8%。2017 年一季度公司实现营业收入 1.82 亿元, 归母净利润 1317.5 万元, 同比增长 27.7%、37.1%。

主要观点:

□ 业绩稳固增长, 主要来自于内生驱动, 毛利率稳中有升

从业绩来看, 16 年全年和 17 年一季度分别同比增长 24.6% 和 27.7%。其主要驱动力来自于公司传感器和网格化系统业务增长: 传感器呈现出集中、井喷式增长, 成为公司销售额最多、业绩支撑最大的产品; 公司网格化精准监控系统为国内首创, 成功开启了新的细分市场, 并在 2016 年全面爆发, 已在 27 个市、县区覆盖站点 3286 个。销售网格化产品业务增加且收到的部分预收款项增长使得公司经营性现金流得到大幅改善。从外延增长来看, 公司收购的科迪隆和先得环保, 16 年合计贡献营收 2.66 亿元, 同比增长 15%, 完成业绩承诺, 但低于公司整体营收增速, 说明公司业绩增长主要来自于内生驱动。从三费率来看, 公司延续了近 3 年来上升趋势, 同比上升 1.68 个百分点至 31.54%。其主要原因是来自于公司 16 年上调了工资发放标准和中标服务费、代理费的投入增加所带来的销售费用的增加。从毛利率来看, 微升 0.33 个百分点至 49.63%, 连续 3 年实现提升。

□ 大气网格化监控的领导者, 开辟全新细分市场

从政策面来看, 今年是大气十条终考之年, 京津冀地区成为 17 年大气治理重中之重。从执行面来看, 4 月 6 日展开为期一年的大气污染督查, 规模强度和跨度均是历史之最, 加强落实好今年的一系列既定治霾目标。从环保垂管改革来看, 要求 18 年 6 月底前全面完成环境监测网络全面设点, 完善生态环境监测网络。公司所推出的“大气污染网格化精准监控及决策支持系统”为国内首创, 为科学治霾、精准治霾提供决策依据与系统化解决方案。项目已在衡水、新乡等 27 个市、县区开展, 覆盖站点 3286 个。作为网格化的开创者和引领者, 公司形成较为完善的“设备-运营服务-生态环境管理咨询”为一体的全产业链服务方案, 持续看好公司今年项目的持续获取。

□ 雄安大型 VOCs 示范工程有望快速落地, 打开新盈利增长点

“十三五”环保规划将 VOCs 首次纳入总量控制范围, 出台的各项政策不断约束工业 VOCs 的排放量, 未来 VOCs 治理将逐渐成为大气污染治理的主角。雄县位于雄安新区内, 其塑料包装行业是第一产业, 也是 VOCs 排放重点治理区域。公司去年中标雄县包装印刷产业 VOCs 治理项目, 在土地冻结等诸多外部不利因素下, 仍然取得实质性突破, 与首批企业签订第三方治理合同, 并开展设备安装工作。公司有望在雄县将 VOCs 治理打造成标杆工程, 积累经验和技术优势, 外延可复制到省内外化工、皮革、家具等产业, 稳固公司 VOCs 治理领域核心地位。

□ 盈利预测与估值

我们认为国家重拳整治雾霾的决心坚定，政策面有望超预期，京津冀地区大气污染治理具有长期投资机会。公司身处京津冀市敏感区，在“双轮驱动”战略的推动下，外加雄安新区建设的长期主题性投资机会催化，公司未来业绩将进入快速成长期。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.68 元，对应的 PE 分别为 70 倍、58 倍、49 倍，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	790	1026	1334	1668
收入同比(%)	26%	30%	30%	25%
归属母公司净利润	105	165	199	235
净利润同比(%)	21%	56%	21%	18%
毛利率(%)	49.6%	49.5%	49.2%	49.4%
ROE(%)	7.8%	10.5%	11.5%	12.1%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.58	0.68
P/E	109.36	69.93	57.90	48.91
P/B	7.94	7.21	6.46	5.74
EV/EBITDA	34	53	44	37

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,195	1,430	1,759	2,155	营业收入	790	1,026	1,334	1,668
现金	445	374	417	500	营业成本	398	518	678	844
应收账款	344	507	636	782	营业税金及附加	10	9	13	16
其他应收款	67	93	127	150	销售费用	104	143	174	215
预付账款	99	100	122	136	管理费用	148	178	238	305
存货	275	399	509	622	财务费用	(3)	(6)	(6)	(6)
其他流动资产	(34)	(44)	(51)	(36)	资产减值损失	21	0	0	0
非流动资产	590	571	542	525	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	23	17	11
固定资产	242	226	211	196	营业利润	113	207	254	305
无形资产	24	22	21	19	营业外收入	26	0	0	0
其他非流动资产	325	322	310	310	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1,785	2,001	2,301	2,680	利润总额	138	206	253	304
流动负债	281	339	440	578	所得税	21	33	40	50
短期借款	0	0	0	27	净利润	117	174	214	254
应付账款	85	121	150	188	少数股东损益	12	9	15	19
其他流动负债	196	218	290	363	归属母公司净利润	105	165	199	235
非流动负债	9	9	8	7	EBITDA	135	218	265	315
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.48	0.58	0.68
其他非流动负债	9	9	8	7					
负债合计	290	347	448	585					
少数股东权益	46	55	70	88	主要财务比率				
股本	344	344	344	344	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	678	678	678	678	成长能力				
留存收益	426	576	761	985	营业收入	25.70%	30.00%	30.00%	25.00%
归属母公司股东权	1,450	1,598	1,784	2,007	营业利润	16.16%	83.54%	22.89%	19.83%
负债和股东权益	1,785	2,001	2,301	2,680	归属于母公司净利	21.42%	56.39%	20.78%	18.37%
					获利能力				
					毛利率(%)	49.63%	49.53%	49.21%	49.42%
					净利率(%)	45.09%	13.34%	16.05%	14.91%
					ROE(%)	7.81%	10.51%	11.52%	12.12%
					ROIC(%)	11.57%	15.96%	13.10%	13.51%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.22%	17.36%	19.46%	21.83%
					净负债比率(%)	-15.30%	-5.64%	-4.19%	-2.90%
					流动比率	4.26	4.22	4.00	3.73
					速动比率	3.28	3.04	2.84	2.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.54	0.62	0.67
					应收账款周转率	3.03	2.97	2.89	2.92
					应付账款周转率	10.23	9.97	9.83	9.86
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.48	0.58	0.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	(0.24)	0.06	0.15
					每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.64	5.18	5.83
					估值比率				
					P/E	109.4	69.9	57.9	48.9
					P/B	7.9	7.2	6.5	5.7
					EV/EBITDA	34.23	52.85	43.63	36.90

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。