

## 公用事业

2017年08月28日

## 先河环保 (300137)

——京津冀大气防治推动业绩订单 两广子公司拉低整体增速

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月25日

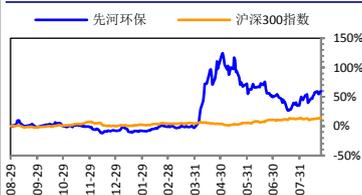
收盘价(元)	25.19
一年内最高/最低(元)	38.34/13.5
市净率	5.9
息率(分红/股价)	0.40
流通A股市值(百万元)	7462
上证指数/深证成指	3331.52 / 10659.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	4.25
资产负债率%	14.14
总股本/流通A股(百万)	344/296
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《先河环保(300137)深度：雄安提升区域大气质量标准，督查促地方完善监测网络》  
2017/08/21

《晨会推荐 170821》 2017/08/21

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

## 研究支持

王璐 A0230516080007  
wanqlu@swsresearch.com

## 联系人

高蕾  
(8621)23297818×7411  
gaolei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司发布 2017 年中报。报告期，公司实现营业收入 4.06 亿元，同比增长 11%；归母净利润 4935 万元，同比增长 17.27%（追溯调整后），低于全年增长预期 46.9%。

## 投资要点：

- **丰富产品线，提升质量，市场份额增多，规模有所提升。**报告期，公司推出有毒有害气体传感器监测仪、便携式特征污染物监测仪、源解析、道路交通尾气产品线。**网格化系统完成了从销售产品和服务到提供大数据咨询服务的转变。**截止报告期末，该系统已在 11 个省，40 个城市以及近 20 个县级行政区域广泛应用，布设点位数量已超过 8500 个。其中，公司与新乡、鹤壁、安阳等 7 个城市签订管理咨询服务合同，并在濮阳、洛阳、林州等 10 个城市跟进运作。**大气污染治理压力加大，VOCs 治理市场迎来了快速发展。**报告期内公司积极开拓 VOCs 治理业务，雄县包装印刷企业、珠海广通汽车公司邯郸分公司大型整车喷涂企业、石家庄 50 条 PVC 手套生产基地、华北制药和石药集团等涉及不同行业领域的 VOCs 治理项目陆续落地实施，通过这些项目的突破性进展。
- **监测业务维持高盈利，但科迪隆销量低于预期拖累整体盈利增速。**报告期，公司环境监测系统实现营收 2.99 亿，同比下滑 2.12%（主要系广东先河科迪隆科订单执行慢于预期，报告期实现净利润 895 万，去年同期 2763 万），毛利率同比增加 3.27 个百分点。运营服务收入 6220 万，毛利率持平。其他业务拖累，最终毛利率下滑 1.21 个百分点。加大研发力度，铺设营销网络，期间费用有所增加。本期加强营销网络铺设，期间销售费用增加 1389.7 万，同比增长 38.3%，高于营收 11%增幅。此外加大研发投入 820.8 万元，同比增长 82.24%。研发费用及销售费用增加将利好后期业务开展。
- **监管趋严，工业 VOCs 排放的监测、治理迎机遇，公司作为首个试点承接单位有望率先受益。**十三五规划纲要将 VOCs 新纳入总量控制指标，提出 VOCs 在重点区域、重点行业推进挥发性有机物排放总量控制，全国排放总量下降 10%以上。16 年 10 月起，全国范围启动征收 VOCs 排污费。政府监测能力建设将为相应监测仪器公司带来新增市场。**雄安新区建设为千年大计，公司中标雄县 VOCs 治理大单，为纯正收益标的。**2015 年 9 月公司中标行业 VOCs 治理领域首个大型项目——保定雄县包装印刷行业 VOCs 第三方治理项目，预计示范项目承接将增强公司竞争实力。此外，报告期公司新承担了河北省重点研发计划科技治霾专项 VOCs 治理技术开发与示范项目，最终实现回收溶剂资源化和稳定达标排放。有机废气净化处理系统发明专利获得授权，填补了高效吸附回收领域国内空白。
- **公司大力推进产业升级，由单一产品向“产品+服务+运营”模式升级。**公司是国内高端环境监测仪器龙头企业，也是国内唯一一拥有国家规划的环境监测网及污染减排监测体系所需全部产品的企业。公司收购的科迪隆、广西先得是环境空气和水质监测方面的第三方专业运维服务商，打造“产品+服务+运营”监测全产业链模式。此外，公司在 16 年 H1 还通过美国子公司收购了 Sunset Laboratory Inc.公司 60%的股权，布局了在碳气溶胶分析市场；通过先河正源收购了北京卫家环境技术有限公司，切入了民品净化领域。
- **投资评级与估值：**由于中报业绩占比较低，公司在手订单充沛预计下半年有望加速确认，我们维持 17-19 年净利润预测为 1.55、2.11、2.73 亿，对应 EPS 分别为 0.45、0.61、0.79 元/股，17-18 年 PE 分别为 56 倍和 41 倍。我们认为未来公司将加速进入 VOCs 治理、网格化监测等高端领域，业绩将进入新一轮快速成长期，维持“买入”评级。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	790	406	1,051	1,372	1,756
同比增长率(%)	25.70	11.95	33.10	30.50	28.00
净利润(百万元)	105	49	155	211	273
同比增长率(%)	21.42	14.00	46.90	36.10	29.70
每股收益(元/股)	0.31	0.14	0.45	0.61	0.79
毛利率(%)	49.6	48.4	49.6	49.9	50.1
ROE(%)	7.3	3.4	9.8	12.0	13.8
市盈率	82		56	41	32

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	210	335	441	634	790	1051	1372	1756
二、营业总成本	168	288	382	542	677	873	1120	1424
其中：营业成本	104	165	227	322	398	530	687	877
营业税金及附加	2	3	4	5	10	13	17	21
销售费用	32	59	61	74	104	138	169	211
管理费用	30	51	71	125	148	198	258	327
财务费用	(8)	(6)	(5)	(5)	(3)	(13)	(15)	(18)
资产减值损失	7	16	25	20	21	7	5	6
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	42	47	58	92	113	178	251	332
加：营业外收入	12	25	25	18	26	26	26	26
减：营业外支出	0	0	0	3	0	0	0	0
四、利润总额	55	71	83	108	138	203	276	358
减：所得税	8	11	11	21	21	31	42	55
五、净利润	46	60	72	87	117	172	234	303
少数股东损益	(0)	(0)	0	5	12	17	23	30
归属于母公司所有者的净利润	47	60	72	82	105	155	211	273
六、基本每股收益	0.30	0.30	0.22	0.25	0.31	0.45	0.61	0.79
全面摊薄每股收益	0.14	0.17	0.21	0.24	0.31	0.45	0.61	0.79

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。