

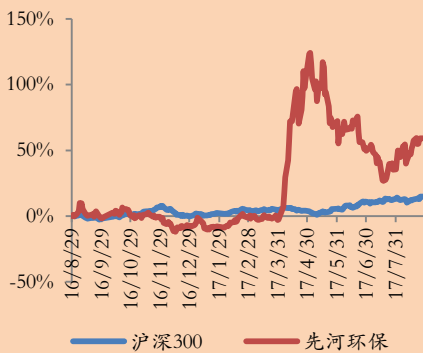


先河环保 (300137)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-28

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

内生增长强劲, 大气治理从严助推高增长

事件:

公司近日发布半年报。报告期内, 公司实现营收 4.03 亿元, 同比增长 11.00%; 实现归母净利润 0.49 亿元, 同比增长 17.27%。

主要观点:

□ 业绩稳固增长, 内生增长强劲, 毛利率稳中有升

业绩来看, 上半年营收总同比增长 11%。其主要原因是来自于科迪隆和先得环保业绩下滑拖累, 两者营收分别同比下滑 59%、61%。若剔除该因素扰动, 公司上半年营收增长 72%, 内生增长强劲。分类别来看, 公司自 16 年施行“网格化系统+VOCs 治理”双轮驱动战略后, 上半年取得集中爆发。网格化系统方面, 目前已经覆盖全国 11 个省 40 个城市, 布设点位数量已经超过 8500 个, 同比增长 4 倍以上。VOCs 治理项目方面, 除了雄县包装行业项目有了实质性进展以外, 还陆续实施了广通汽车公司项目等 4 家涉及不同行业领域目, 为公司进一步开拓市场奠定了坚实的基础。分产品来看, 公司运营业务占比已经达到 15.32%, 同比上升 3.05 个百分点, 保持了近年来 3 年以来营收占比不断上升的态势; 公司网格化系统不再局限于设备销售和服务, 而实现了提供大数据咨询服务的转变。

□ 京津冀秋冬大气污染防治计划, 公司受益于其带来的环保需求释放

日前, 环保部联合 10 部委和 6 个省级地方政府联合发布《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》, 这是国家层面公布的又一行动方案。其中, 攻坚计划 1) 首次提出并要求在 10 月底前, 2+26 城市所有区县全部建成空气质量自动监测站; 2) 要求扎实推进重点领域 VOCs 治理任务, 并从今年 7 月起严格执行石化行业排放标准要求, 推进化工类、工业涂装类、包装印刷等行业 VOCs 综合治理, 10 月底前基本完成整治工作。公司将受益于京津冀地区大气治理所带来环保需求释放。

□ 盈利预测与估值

公司身处京津冀敏感区, 看好公司“网格化系统+VOCs 治理”双轮驱动所带来的业绩提振。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 53 倍、44 倍、37 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

行业政策变化风险; 大气治理执行不及预期; 项目推动落地不及预期。

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	234
净利润同比(%)	21%	56%	21%	18%
毛利率(%)	49.6%	49.5%	49.2%	49.4%
ROE(%)	7.8%	10.6%	11.7%	12.3%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.58	0.68
P/E	82.38	52.69	43.68	37.03
P/B	5.98	5.46	4.93	4.43
EV/EBITDA	34	40	33	28

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	1,421	1,742	2,155	营业收入	790	1,026	1,334	1,668
现金	445	365	400	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)	(5)
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	303
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	1,992	2,284	2,680	利润总额	138	206	253	302
流动负债	281	339	447	626	所得税	21	33	40	49
短期借款	0	0	7	75	净利润	117	174	213	253
应付账款	85	121	150	188	少数股东损益	12	9	15	18
其他流动负债	196	218	290	363	归属母公司净利润	105	165	199	234
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	455	633					
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	567	738	937	营业收入	25.70%	30.00%	30.00%	25.00%
归属母公司股东权	1,450	1,589	1,760	1,959	营业利润	16.16%	83.48%	22.75%	19.41%
负债和股东权益	1,785	1,992	2,284	2,680	归属于母公司净利	21.42%	56.34%	20.64%	17.96%
					获利能力				
					毛利率(%)	49.63%	49.53%	49.21%	49.42%
					净利率(%)		13.34%	16.04%	14.89%
					ROE(%)	7.81%	10.56%	11.66%	12.34%
					ROIC(%)	11.57%	15.96%	13.10%	13.51%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.22%	17.44%	19.91%	23.60%
					净负债比率(%)	-15.30%	-5.12%	-3.33%	-2.97%
					流动比率	4.26	4.19	3.90	3.45
					速动比率	3.28	3.02	2.76	2.45
					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	4.61	5.11	5.69
					估值比率				
					P/E	82.4	52.7	43.7	37.0
					P/B	6.0	5.5	4.9	4.4
					EV/EBITDA	34.23	39.85	33.01	28.04

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	152	(84)	20	51
净利润	117	165	199	234
折旧摊销	28	17	17	17
财务费用	0	(6)	(6)	(5)
投资损失	0	(23)	(17)	(11)
营运资金变动	(45)	(245)	(188)	(202)
其他经营现金流	51	9	15	18
投资活动现金流	(111)	23	17	11
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(111)	23	17	11
筹资活动现金流	(20)	(18)	(15)	38
短期借款	0	0	7	68
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	(20)	(18)	(22)	(30)
现金净增加额	21	(78)	22	100

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。