

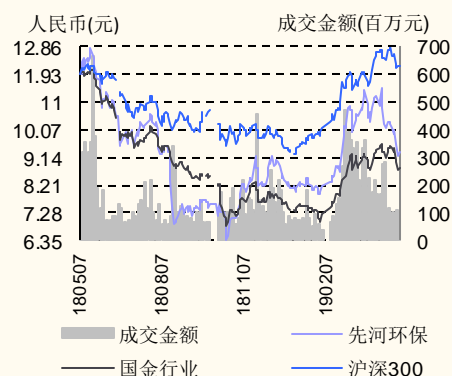
## 先河环保 (300137.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.35 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	471.03
总市值 (百万元)	5,152.15
年内股价最高最低 (元)	12.85/6.35
沪深 300 指数	3913.21



## 相关报告

- 1.《网格化监测从大气到水,构建生态环境大数据平台-先河环保深度报...》, 2019.1.27
- 2.《业绩保持高增长,网格化监测市场需求进一步扩大-先河环保三季报...》, 2018.11.1

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

## 业绩维持高增长,环境监测系统将成为城市标配

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.546	0.471	0.594	0.746	0.909
每股净资产 (元)	4.65	3.28	3.76	4.38	5.12
每股经营性现金流 (元)	0.56	-0.13	0.37	0.47	0.67
市盈率 (倍)	38.31	17.31	15.75	12.53	10.29
净利润增长率 (%)	78.68%	37.87%	26.08%	25.75%	21.77%
净资产收益率 (%)	11.74%	14.35%	15.79%	17.04%	17.77%
总股本 (百万股)	344.40	551.03	551.03	551.03	551.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司近日发布 2018 年报和 2019 年一季报, 2018 年公司实现营业收入 13.74 亿元, 同比增长 31.80%; 归母净利为 2.59 亿元, 较上年同期增长 37.87%; 扣非后归母净利为 2.51 亿, 同比增长 41.71%。2019 年一季度实现营业收入 2.56 亿元, 同比增加 10.77%, 实现归母净利 2372 万元, 同比增加 22.27%。

## 经营分析

- **业绩维持高增长, 仪器仪表销量翻番:** 2018 年公司归母净利为 2.59 亿元, 较上年同期增长 37.87%, 继 2017 年归母净利增速高达 77% 之后, 依然维持高增长。2018 年整体毛利率下滑 1.07 个百分点, 主要因为运营及咨询服务业务毛利率同比下降 6.41 个百分点至 56.33%。公司期间费用总额为 3.08 亿, 同比增加了 25%, 但占营收的比重下降 1.17 个百分点至 22.42%, 体现了公司较好的费用管理能力。2018 年, 政府在智慧环境领域需求持续增加, 公司仪器仪表销售量同比大增 96.10% 至 15841 台/套。
- **现金回流状况于 2019Q1 好转:** 2018 年公司经营性净现金流为 -0.72 亿元, 近几年来首次为负, 主要是本期业务量增长、收入增加而部分款项尚未收回。现金回流状况于 2019 年第一季度好转, 第一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.37 亿元, 占营收比重达 131%, 远高于去年的 56%。同时公司 2019 年一季度的经营性净现金流为 0.45 亿, 近几年首次为正。公司 2019 年一季度收回部分 2018 年的项目款项, 现金回流状况好转。
- **从大气到水, 监测市场空间逐步扩大, 集中度提升:** 2018 年环境质量监测持续升温, 各级监测站对空气站的需求比较旺盛。部分省市开始将空气质量考核排名下沉到对乡镇空气质量考核, 我们认为环境监测系统将成为未来城市标配, 监测市场空间将进一步扩大。同时 2018 年国家环境监测总站首次水质监测站的建设和运维, 这标志着水质监测站市场已经进入了快速释放期。监测仪器行业保持高增长, 市场集中度逐步提升。行业前 5 家企业的总销售额占全行业总销售额的比例, 由 2017 年的 48.1% 提升至 54.47%。

## 投资建议

- 预计 2019~2021 年公司营业收入为 17.69 亿、22.29 亿和 27.63 亿, 对应归母净利为 3.27 亿、4.11 亿和 5.01 亿元, 对应 EPS 分别为 0.59、0.75 和 0.91 元, 对应 PE 为 16/12/10 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 政策执行力度不达预期的风险, 项目进度不达预期的风险。

## 目录

业绩维持高增长，仪器仪表销量翻番 .....	3
毛利率下降 1.07 个百分点，期间费用率下滑 1.17 个百分点.....	3
现金流状况于 2019Q1 好转.....	3
从大气到水，监测市场空间逐步扩大，集中度提升 .....	4
盈利预测 .....	5
风险提示 .....	5

## 图表目录

图表 1： 公司设备销售情况.....	3
图表 2： 2019 年一季度公司现金流情况.....	4
图表 3： 监测仪器市场历年销量（台） .....	5
图表 4： 监测仪器市场 CR5 市占率逐年提升.....	5
图表 5： 盈利预测.....	5

## 业绩维持高增长，仪器仪表销量翻番

### 毛利率下降 1.07 个百分点，期间费用率下滑 1.17 个百分点

- 2018 年，公司实现营业收入 13.74 亿元，较上年同期增 31.80%，继续维持 30%以上的增速。2018 年公司归母净利为 2.59 亿元，较上年同期增长 37.87%，继 2017 年归母净利增速高达 77%之后，依然维持高速增长。
- 公司 2018 年整体毛利率下滑 1.07 个百分点，主要因为运营及咨询服务业务毛利率同比下降 6.41 个百分点至 56.33%。公司销售费用、管理费用、财务费用等期间费用总额为 3.08 亿，同比增加了 25%，但占营收的比重下降 1.17 个百分点至 22.42%，体现了公司较好的费用管理能力。其中，管理费用增幅较大，同比增长 32.20%至 1.54 亿，主要原因是公司本期业务量增加，公司人员规模扩大，致使本期计提工资增幅较大。
- 公司营业收入分产品来看：环境监测系统营收 9.79 亿元，同比增长 31.75%，毛利率为 48.94%，同比上升 0.66 个百分点；运营及咨询业务营收 2.16 亿元，同比增长 15.80%，毛利率为 56.33%，同比下降了 6.41 个百分点。其他业务营收 1.79 亿元，同比增长 58.56%，毛利率为 51.02%，同比下降了 2.51 个百分点。
- 2018 年，政府在智慧环境领域需求持续增加，网格化监测及微型站市场需求旺盛。公司仪器仪表销售量同比大增 96.10%至 15841 台/套，产量达到 14804 台/套，同比增长 42.98%。

图表 1：公司设备销售情况

行业分类	项目	单位	2018 年	2017 年	同比增减
仪器仪表	销售量	台/套	15,841	8,078	96.10%
	生产量	台/套	14,804	10,354	42.98%
	库存量	台/套	3,844	4,881	-21.25%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 现金回流状况于 2019Q1 好转

- 公司 2018 年经营性净现金流为-0.72 亿元，此为公司近几年来经营性净现金流首次为负，主要原因是本期业务量增长、收入增加而部分款项尚未收回；另外，支付购货款增加双重影响。2018 年因部分监测项目和安顺市西秀区项目回款拖延，2018 年公司应收账款增加 85%至 6.00 亿元。
- 现金回流状况于 2019 年第一季度好转，第一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.37 亿元，同比增加了 2.07 亿元，占营业收入的比重达到 131.45%，远高于去年的 56.16%。同时公司 2019 年一季度的经营性净现金流为 0.45 亿，近几年首次为正。因此我们认为公司 2019 年一季度收回部分 2018 年的项目款项，公司现金回流状况于 2019 年一季度好转。

图表 2：2019 年一季度公司现金流情况

报表项目	本期发生额	上期发生额	增减金额	增减比例	说明
经营活动现金流入小计	369,832,707.58	156,679,212.79	213,153,494.79	136.04%	销售回款增加
经营活动产生的现金流量净额	45,499,010.50	-171,298,567.30	216,797,577.80	-126.56%	销售回款增加
支付的各项税费	32,312,577.56	51,650,234.14	-19,337,656.58	-37.44%	本期缴纳增值税减少
支付给职工以及为职工支付的现金	44,803,936.50	32,194,795.44	12,609,141.06	39.17%	人员增加、人均工资增加
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,140,464.53	676,363.49	2,464,101.04	364.32%	购买机器设备

来源：公司公告，国金证券研究所

### 从大气到水，监测市场空间逐步扩大，集中度提升

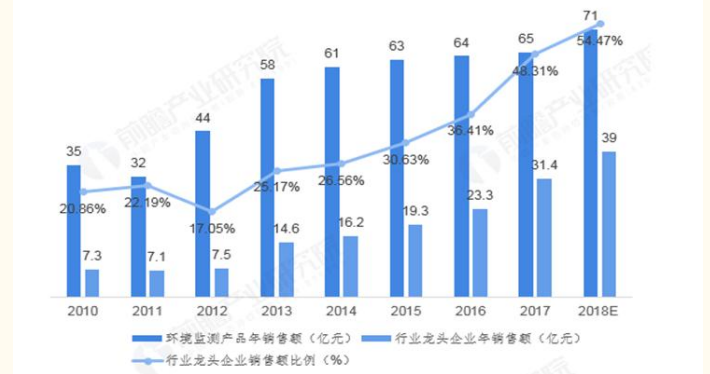
- **2018 年环境质量监测持续升温，各级监测站对空气站的需求比较旺盛。**  
《蓝天保卫战三年行动计划》要求，优化调整扩展国控环境空气质量监测站点。加强区县环境空气质量自动监测网络建设，2020 年底前，东部、中部区县和西部大气污染严重城市的区县实现监测站点全覆盖，并与中国环境监测总站实现数据直联。在国家生态环境部开展城市空气质量排名的考核排名压力下，部分省市开始将空气质量考核排名下沉到对乡镇空气质量考核，进而开始建设乡镇站空气监测项目。我们认为环境监测系统将成为未来城市标配，监测市场空间将进一步扩大。
- 公司在持续巩固河北、山东、河南等市场的基础上，安徽、江西、江苏、东北、西北市场取得重大突破。其中**大气网格化加管理咨询服务业务拓展到 17 个省 100 多个市县**，通过提供全要素的实时监测、监测监管、查询统计、研判分析、决策支持、督查调度、量化考核等功能，为政府精准治霾提供强有力的技术支撑，特别是在安徽阜阳、江西赣州等地，应用效果显著，得到了当地政府的充分肯定。
- **水质监测近年来发展迅速**，特别是 2018 年 4 月习近平总书记视察长江，提出“共抓大保护，不搞大开发”，要求推动长江经济带发展，为水质监测发展注入强劲动力。以污水处理或者河道治理为代表的传统“末端治理”模式正在向“全流域治理”推进，在水域生态在线监测、水污染应急预警方面形成了巨大的市场。
- 国家环境监测总站耗资 16.8 亿元用于水质监测站的建设和运维，这标志着水质监测站市场已经进入了快速释放期。水质在线监测先后中标国家地表水站项目，四川自贡水环境监控系统、以及重庆水站、新疆水站等项目，为水质监测市场的开拓提供了支撑。其中自贡开启了首个水环境大数据加管理咨询项目，为打造涵盖全要素的生态环境物联网迈出坚实步伐。

图表 3：监测仪器市场历年销量（台）



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 4：监测仪器市场 CR5 市占率逐年提升



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **监测仪器行业保持高增长，市场集中度逐步提升。**根据前瞻研究院数据，监测仪器行业销量保持高增长，2018 年，我国共计销售各类环境监测产品 69800 台（套），同比 2017 年增长 23.38%，其中环境空气类监测设备共销售 9800 台（套），同比增长 37%。我们预计未来 3-5 年监测仪器行业依然保持 20%以上的增速。
- 与此同时，行业市场集中度逐步提升，行业内的 5 家上市公司：聚光科技、河北先河、北京雪迪龙、中节能环保装备下属子公司中节能天融科技和盈峰环境下属子公司宇星科技，2018 年度环境监测设备的销售额共计达到 39 亿元，同比增长 24.21%。这 5 家企业的总销售额占全行业总销售额的比例，也由 2017 年的 48.1% 提升至 54.47%。

### 盈利预测

- 我们认为大气治理仍是环保攻坚战重点，网格化监测助力精准治霾，公司具有明显的技术优势和项目经验优势，同时水监测将成为今年的业绩新增长点。
- 预计 2019~2021 年公司营业收入为 17.69 亿、22.29 亿和 27.63 亿，对应归母净利润为 3.27 亿、4.11 亿和 5.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.75 和 0.91 元，对应 PE 为 16/12/10 倍，维持“买入”评级。

图表 5：盈利预测

业务	2017	2018	2019E	2020E	2021E
环境监测系统	7.43	9.79	12.53	15.79	19.74
增速	19.09%	31.75%	28.00%	26.00%	25.00%
运营服务	1.86	2.16	2.66	3.24	3.89
增速	81.55%	15.80%	23.00%	22.00%	20.00%
其他	1.13	1.79	2.51	3.26	4.01
增速	100.87%	58.56%	40.00%	30.00%	23.00%
总计	12.44	13.74	17.69	22.29	27.63

来源：公司公告，国金证券研究所

### 风险提示

- 政策执行力度不达预期的风险，项目进度不达预期的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	790	1,043	1,374	1,769	2,229	2,763	货币资金	445	570	573	676	836	1,090
增长率		32.0%	31.8%	28.7%	26.0%	24.0%	应收账款	344	388	700	664	723	795
主营业务成本	-398	-506	-682	-873	-1,119	-1,392	存货	275	416	473	562	720	896
%销售收入	50.4%	48.6%	49.6%	49.4%	50.2%	50.4%	其他流动资产	131	152	106	267	352	464
毛利	392	536	692	896	1,110	1,371	流动资产	1,195	1,526	1,852	2,170	2,632	3,245
%销售收入	49.6%	51.4%	50.4%	50.6%	49.8%	49.6%	%总资产	66.9%	71.9%	75.0%	76.7%	79.5%	82.3%
营业税金及附加	-10	-12	-13	-16	-20	-27	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	固定资产	254	251	252	258	266	275
营业费用	-104	-132	-157	-202	-256	-315	%总资产	14.2%	11.8%	10.2%	9.1%	8.0%	7.0%
%销售收入	13.1%	12.7%	11.4%	11.4%	11.5%	11.4%	无形资产	320	325	339	366	369	371
管理费用	-148	-165	-210	-263	-331	-408	非流动资产	590	595	619	658	679	700
%销售收入	18.8%	15.8%	15.2%	14.9%	14.9%	14.8%	%总资产	33.1%	28.1%	25.0%	23.3%	20.5%	17.7%
息税前利润 (EBIT)	130	227	313	415	503	621	<b>资产总计</b>	<b>1,785</b>	<b>2,121</b>	<b>2,471</b>	<b>2,828</b>	<b>3,311</b>	<b>3,946</b>
%销售收入	16.5%	21.8%	22.8%	23.4%	22.5%	22.5%	短期借款	8	9	143	144	134	134
财务费用	3	2	3	6	9	13	应付款项	202	355	350	411	518	618
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	70	97	109	131	164	280
资产减值损失	-21	-28	-53	-34	-25	-40	流动负债	281	460	603	685	816	1,032
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	9	7	6	10	12	14
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>290</b>	<b>467</b>	<b>609</b>	<b>695</b>	<b>828</b>	<b>1,047</b>
营业利润	113	232	310	387	487	594	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,450</b>	<b>1,602</b>	<b>1,808</b>	<b>2,071</b>	<b>2,413</b>	<b>2,819</b>
营业利润率	14.3%	22.3%	22.6%	21.9%	21.8%	21.5%	少数股东权益	46	51	53	61	70	80
营业外收支	25	1	1	3	3	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,785</b>	<b>2,121</b>	<b>2,471</b>	<b>2,828</b>	<b>3,311</b>	<b>3,946</b>
税前利润	138	234	311	390	490	596							
利润率	17.5%	22.4%	22.7%	22.1%	22.0%	21.6%	<b>比率分析</b>						
所得税	-21	-34	-44	-55	-69	-85		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	15.3%	14.6%	14.2%	14.2%	14.2%	14.3%	<b>每股指标</b>						
净利润	117	200	267	335	420	511	每股收益	0.306	0.546	0.471	0.594	0.746	0.909
少数股东损益	12	11	8	8	9	10	每股净资产	4.209	4.653	3.282	3.759	4.379	5.115
归属于母公司的净利润	105	188	259	327	411	501	每股经营现金净流	0.441	0.556	-0.131	0.374	0.468	0.669
净利率	13.3%	18.0%	18.9%	18.5%	18.5%	18.1%	每股股利	0.030	0.050	0.100	0.050	0.060	0.070
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.26%	11.74%	14.35%	15.79%	17.04%	17.77%
							总资产收益率	5.90%	8.87%	10.50%	11.57%	12.42%	12.69%
							投入资本收益率	7.35%	11.66%	13.39%	15.64%	16.48%	17.53%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	25.70%	32.04%	31.80%	28.74%	26.00%	23.96%
							EBIT增长率	16.44%	73.94%	37.79%	32.66%	21.14%	23.51%
							净利润增长率	21.42%	78.68%	37.87%	26.08%	25.75%	21.77%
							总资产增长率	9.61%	18.80%	16.48%	14.47%	17.08%	19.17%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	120.6	99.4	118.3	116.0	100.0	100.0
							存货周转天数	241.5	248.8	237.9	235.0	235.0	235.0
							应付账款周转天数	70.8	81.9	90.4	85.0	83.0	80.0
							固定资产周转天数	111.7	86.6	65.5	52.5	43.2	36.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-29.20%	-33.95%	-23.08%	-25.05%	-28.49%	-33.26%
							EBIT利息保障倍数	-45.9	-105.8	-97.9	-66.6	-56.1	-47.0
							资产负债率	16.22%	22.03%	24.66%	24.59%	25.00%	26.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	8	11	14	21
增持	2	4	5	5	8
中性	1	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.46	1.41	1.35	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-29	买入	19.09	21.00~23.00
2	2018-04-24	买入	17.93	N/A
3	2018-11-01	买入	7.41	N/A
4	2019-01-27	买入	8.19	11.15~11.15

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH