

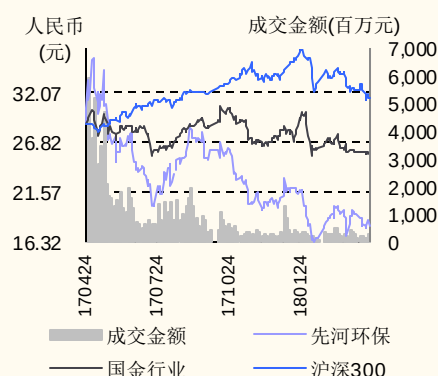
先河环保 (300137.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.93 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	296.22
总市值(百万元)	6,175.01
年内股价最高最低(元)	35.67/16.32
沪深 300 指数	3766.33



相关报告

1. 《大气网格化监测龙头，全国推广加速订单落地-先河环保公司深度研...》，2018 3 29

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

盈利能力进一步提升，VOCs 治理市场有望开拓

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.306	0.546	0.828	1.133	1.629
每股净资产(元)	4.21	4.65	5.48	6.61	8.24
每股经营性现金流(元)	0.43	0.55	0.27	0.74	1.26
市盈率(倍)	47.75	38.31	21.66	15.82	11.01
行业优化市盈率(倍)	32.32	32.32	32.32	32.32	32.32
净利润增长率(%)	21.42%	78.68%	51.50%	36.92%	43.75%
净资产收益率(%)	7.26%	11.74%	15.10%	17.14%	19.76%
总股本(百万股)	344.40	344.40	344.40	344.40	344.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公告，17 年公司实现营收 10.43 亿 (+32.04%)；归母净利润 1.88 亿 (+78.68%)；每 10 股转增 6 股，派发现金红利 0.5 元 (含税)。18Q1 实现营业收入 2.32 亿元 (+27.30%)；归母净利润 1939.97 万 (+47.24%)。

经营分析

- **17 年盈利能力提升，18Q1 业绩维持高增速。**17 年公司实现营收 10.43 亿 (+32.04%)，近三年营收复合增速达 33.06%，实现扣非归母净利润 1.77 亿 (+89.52%)。主因订单上升，大气考核+督查趋严+排污许可证推进，监测数据质量需求提升。分业务来看，环监系统仍是主业，但运营及咨询服务占比提升 4.88bp 至 17.88%。综合毛利率同增 2.31bp 至 51.44%，主要系高毛利的运营咨询业务占比提升 (监测毛利率也在上升)。同时三费控制较好最终净利率提升至 18%。应收账款改善，现金流继续维持较好水平，17 年经营性现金流净额 1.91 亿 (+26.09%)。订单方面，河北省控及石家庄项目落地合计金额达 3.77 亿，充足订单保障主业稳增长。18Q1 公司延续业绩高增势，实现归母净利润 1939.97 万 (+47.24%)。另外项目推进顺利，如河北“1+18”大气监测专项 1 包省控自动站建设项目已完成大部分供货。
- **雄安新区规划&VOCs 政策向好，VOCs 市场将快速释放。**随着雄安新区规划的落地，大规模环境治理行动将全面展开。公司作为河北省唯一上市的环保公司，承担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 (处于推进中)。同时，随着政府文件对于 VOCs 污染防治力度的加大，公司凭借在 VOCs 治理的领先地位，VOCs 治理市场将快速释放。
- **网格化提升监测质量，河北推动力度居首，公司充分受益。**网格化精准监测系统兼具五大功能；2017 年 8 月河北省发布大气环境监测专项实施方案，要求 2017 年全省 168 个县(市、区)加密增设 194 个监测点位。另外两广、安徽自主招标势头迅猛。公司首创“大气污染网格化精准监控及决策支持系统”并成功在 12 省、50 余个城市推广应用，监测布点已近九千个。

投资建议

- 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，公司具有区位优势及技术优势将充分受益。预计 18~20 年，EPS 0.83/1.13/1.63 元，对应 PE 为 22/16/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 网络监测行业政策不及预期；市场竞争加剧；8 月 15 日起有 3,190,255 限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	628	790	1,043	1,476	1,947	2,622
增长率		25.7%	32.0%	41.6%	31.9%	34.6%
主营业务成本	-318	-398	-506	-709	-922	-1,215
%销售收入	50.7%	50.4%	48.6%	48.0%	47.4%	46.3%
毛利	310	392	536	767	1,025	1,407
%销售收入	49.3%	49.6%	51.4%	52.0%	52.6%	53.7%
营业税金及附加	-5	-10	-12	-17	-22	-30
%销售收入	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-72	-104	-132	-186	-243	-325
%销售收入	11.4%	13.1%	12.7%	12.6%	12.5%	12.4%
管理费用	-120	-148	-165	-232	-302	-404
%销售收入	19.2%	18.8%	15.8%	15.7%	15.5%	15.4%
息税前利润 (EBIT)	112	130	227	332	458	648
%销售收入	17.8%	16.5%	21.8%	22.5%	23.5%	24.7%
财务费用	5	3	2	12	16	22
%销售收入	-0.8%	-0.4%	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-20	-21	-28	0	-5	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	97	113	232	345	468	668
营业利润率	15.5%	14.3%	22.3%	23.4%	24.0%	25.5%
营业外收支	16	25	1	3	3	3
税前利润	113	138	234	348	471	671
利润率	18.0%	17.5%	22.4%	23.6%	24.2%	25.6%
所得税	-21	-21	-34	-51	-69	-98
所得税率	18.6%	15.3%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	92	117	200	297	402	573
少数股东损益	5	12	11	12	12	12
归属于母公司的净利润	87	105	188	285	390	561
净利率	13.8%	13.3%	18.0%	19.3%	20.0%	21.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	92	117	200	297	402	573
少数股东损益	5	12	11	12	12	12
非现金支出	39	46	56	26	32	29
非经营收益	1	-2	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-104	-11	-63	-226	-175	-167
经营活动现金净流	28	149	189	94	256	433
资本开支	-44	-19	-22	-24	-28	-36
投资	-33	-91	-14	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-77	-111	-36	-25	-28	-36
股权募资	81	0	0	0	0	0
债权募资	-19	0	0	-1	0	1
其他	-10	-20	-40	0	0	0
筹资活动现金净流	52	-20	-40	-1	0	1
现金净流量	3	19	113	67	228	397

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	423	445	570	638	865	1,262
应收账款	314	344	388	530	678	899
存货	252	275	416	544	707	932
其他流动资产	94	131	152	283	329	392
流动资产	1,083	1,195	1,526	1,995	2,580	3,485
%总资产	66.5%	66.9%	71.9%	77.0%	81.1%	85.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	247	254	251	252	257	268
%总资产	15.2%	14.2%	11.8%	9.7%	8.1%	6.5%
无形资产	284	320	325	324	325	325
非流动资产	546	590	595	597	601	613
%总资产	33.5%	33.1%	28.1%	23.0%	18.9%	15.0%
资产总计	1,629	1,785	2,121	2,591	3,181	4,098
短期借款	8	8	9	8	8	8
应付款项	156	202	355	487	630	832
其他流动负债	51	70	97	139	183	324
流动负债	215	281	460	634	821	1,164
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	10	9	7	7	7	7
负债	224	290	467	641	828	1,172
普通股股东权益	1,369	1,450	1,602	1,887	2,278	2,839
少数股东权益	36	46	51	63	75	87
负债股东权益合计	1,629	1,785	2,121	2,591	3,181	4,098

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.252	0.306	0.546	0.828	1.133	1.629
每股净资产	3.974	4.209	4.653	5.480	6.614	8.243
每股经营现金净流	0.082	0.433	0.549	0.272	0.743	1.256
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.34%	7.26%	11.74%	15.10%	17.14%	19.76%
总资产收益率	5.32%	5.90%	8.87%	11.00%	12.27%	13.69%
投入资本收益率	6.45%	7.35%	11.66%	14.49%	16.55%	18.85%
增长率						
主营业务收入增长率	42.56%	25.70%	32.04%	41.61%	31.91%	34.65%
EBIT增长率	43.74%	16.44%	73.94%	46.45%	37.68%	41.56%
净利润增长率	20.97%	21.42%	78.68%	51.50%	36.92%	43.75%
总资产增长率	36.28%	9.61%	18.80%	22.18%	22.75%	28.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	131.4	120.6	99.4	96.0	94.0	93.0
存货周转天数	252.5	241.5	248.8	280.0	280.0	280.0
应付账款周转天数	75.0	70.8	81.9	96.0	93.0	91.0
固定资产周转天数	142.3	111.7	86.6	56.4	39.6	27.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.57%	-29.20%	-33.95%	-32.27%	-36.42%	-42.83%
EBIT利息保障倍数	-23.5	-45.9	-105.8	-26.6	-29.4	-29.5
资产负债率	13.77%	16.22%	22.03%	24.72%	26.02%	28.60%

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	0	1	5	7	14
增持	0	0	0	0	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.39

来源：朝阳永续

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

来源：国金证券研究所

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



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，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，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。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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH