

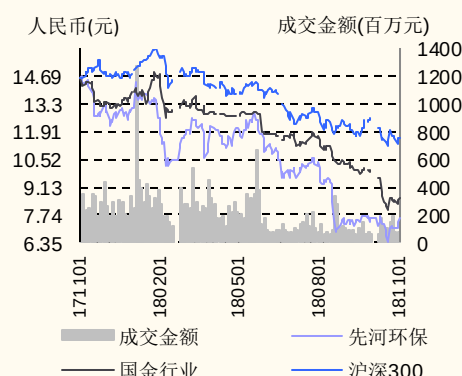
先河环保 (300137.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.55 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	473.89
总市值(百万元)	4,160.30
年内股价最高最低(元)	14.64/6.35
沪深 300 指数	3177.03

**相关报告**

- 1.《盈利能力进一步提升, VOCs 治理市场有望开拓-先河环保公司点...》, 2018.1.24
- 2.《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

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

业绩保持高增长, 网格化监测市场需求进一步扩大**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	0.482	0.617	0.779
每股净资产(元)	4.21	4.65	5.34	6.24	7.40
每股经营性现金流(元)	0.43	0.55	0.42	0.48	0.74
市盈率(倍)	47.75	38.31	15.67	12.25	9.69
净利润增长率(%)	21.42%	78.68%	41.10%	27.97%	26.40%
净资产收益率(%)	7.26%	11.74%	14.44%	15.81%	16.86%
总股本(百万股)	344.40	344.40	551.03	551.03	551.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 先河环保 2018 年前三季度实现营业收入 8.21 亿, 同比增加 31.35%, 归母净利润为 1.47 亿元, 同比增长 55.78%, 扣非后归母净利润为 1.46 亿, 同比增长 70.71%。

经营分析

- **归母净利润增长 56%, 期间费用率下降 5.72 个百分点。**公司 18 年前三季度营收同比增加 31.35%, 主要原因是乡镇站等订单增长, 且合同执行额增加所致。18 年前三季度毛利率为 53.42%, 同比去年提高了 1.48 个百分点。18 年前三季度公司期间费用为 2.21 亿, 同比增加 8.33%, 期间费用率为 26.92%, 同比下降了 5.72 个百分点, 体现了公司良好的费用控制能力。其中管理费用为 1.16 亿, 同比增加 41%, 主要原因是公司不断加强市场推广力度, 收入增长的同时费用相应增长。
- **行业具季节特征, 四季度回款将加速:** 公司三季度末应收账款为 5.53 亿, 较年初增长 90%, 主要原因一方面报告期业务增长、收入增加; 另一方面公司收款具有一定季节性: 前三季度回款较少, 四季度回款较多, 几个较大的项目目前正在验收中, 验收完成后将陆续回款。2017 年三季度末应收账款为 4.15 亿, 年末应收账款降为 2.91 亿。目前公司资产负债率为 19.38%, 一直保持在 20%左右的低位。
- **网格化监测成趋势, 公司龙头地位稳固:** 2017 年是《大气污染防治行动计划》的收官之年, 各地政府纷纷走上了精准治霾之路。网格化监测精准、科学、高效, 成为精准治霾的新主流。截至 6 月底, 公司大气网格化已覆盖全国 14 个省份, 87 个城市, 安装点位数量上万个, 市场占有率遥遥领先。目前网格化监测订单从河北开始向外地省份拓展, 我们统计有 17 个省份将空气质量考核下沉至县级单位, 网格化监测市场空间在进一步扩大。

投资建议

- 我们认为大气治理仍是环保攻坚战重点, 网格化监测助力地方政府精准治霾, 公司具有明显的技术优势和项目经验优势。我们预计 18~20 年公司营收 14.13 亿、18.80 亿和 24.36 亿, 对应归母净利润为 2.65 亿、3.40 亿和 4.29 亿, 对应 EPS 分别为 0.48、0.62 和 0.78 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, 项目进度不达预期, 设备毛利率下滑的风险。

目录

归母净利增长 56%，期间费用率下降 5.72 个百分点.....	3
行业具有季节特征，四季度回款将加速.....	3
环境监测仪器行业：集中度不断提升，网格化监测成趋势.....	4
公司网格化龙头，市场容量进一步扩大.....	5
盈利预测	6
风险提示	6

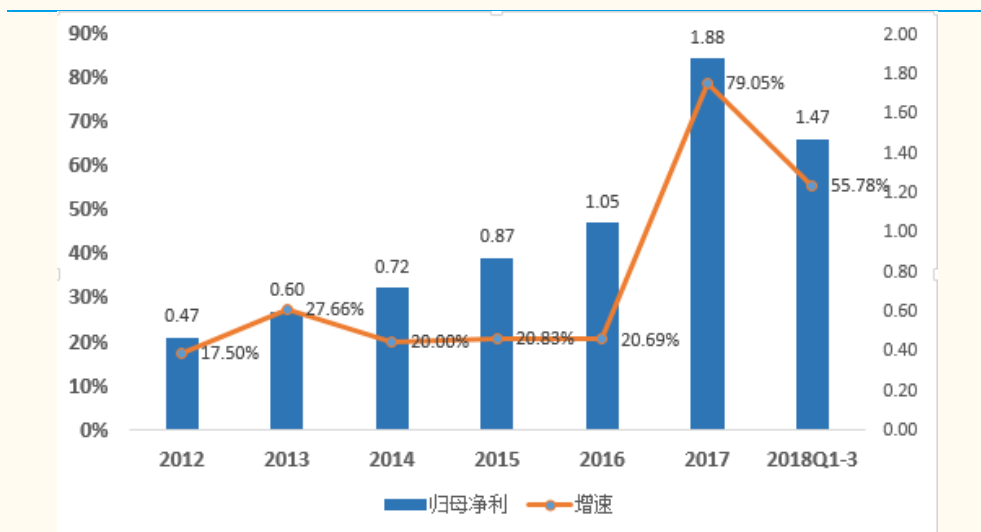
图表目录

图表 1：公司历年归母净利及增速（单位：亿元）	3
图表 2：现金流量表（单位：元）	3
图表 3：2015~2017 年我国环境监测产品销量	4
图表 4：2017 年我国环境监测仪器产品结构.....	4
图表 5：10~17 年我国环境监测产品年销售额及行业龙头企业销售占比.....	5
图表 6：实时数据进行全景展示和数据查看.....	5
图表 7：快速锁定重点监管对象	5
图表 8：县级项目占比逐步提升	6

归母净利增长 56%，期间费用率下降 5.72 个百分点

- **业绩维持高增长，归母净利增长 56%。**公司 2018 年前三季度实现营业收入 8.21 亿，同比增加 31.35%，主要原因是乡镇站等订单增长，且合同执行额增加所致。前三季度归母净利为 1.47 亿元，同比增长 55.78%。2018 年前三季度毛利率为 53.42%，同比去年提高了 1.48 个百分点。
- **期间费用率下降 5.72 个百分点。**2018 年前三季度公司期间费用为 2.21 亿，同比增加 8.33%，期间费用率为 26.92%，同比下降了 5.72 个百分点，体现了公司良好的费用控制能力。其中管理费用为 1.16 亿，同比增加 41%，主要原因是公司不断加强市场推广力度，收入增长的同时费用相应增长。此外，报告期内公司的资产减值为 1344 万，同比下降了 43.70%，主要系应收账款账龄结构变化，一年以上应收账款占比减少。

图表 1：公司历年归母净利及增速（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

行业具有季节特征，四季度回款将加速

- 公司三季度末应收账款为 5.53 亿，较年初增长 90%，主要原因一方面报告期业务增长、收入增加；另一方面公司收款具有一定季节性：前三季度回款较少，四季度回款较多，几个较大的项目目前正在验收中，验收完成后将陆续回款。2017 年三季度末应收账款为 4.15 亿，年末应收账款降为 2.91 亿。三季度末存货为 5.87 亿，较年初增长 41%，主要原因是业务量增大，一方面正在执行的合同增多导致发出商品增加；另一方面，目前待执行项目较多，备货增加。2017 年三季度末存货为 3.86 亿，年末为 4.16 亿。公司资产负债率为 19.38%，一直保持在 20%左右的低位。

图表 2：现金流量表（单位：元）

报表项目	2018年1-9月	2017年1-9月	增减金额	增减比例 (%)
经营活动产生的现金流量净额	-374,808,410	-253,546,418	-121,261,992	47.83%
投资活动产生的现金流量净额	37,474,661	-3,990,218	41,464,879	-1039.16%
筹资活动产生的现金流量净额	-19,634,373	-34,542,853	14,908,480	-43.16%

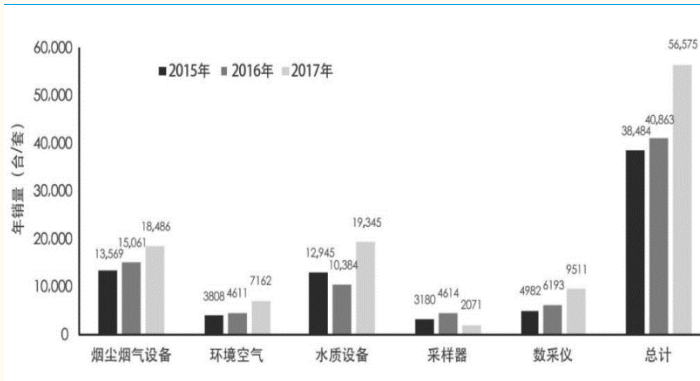
来源：wind，国金证券研究所

- 公司 2018 年前三季度经营活动产生的现金净流出为 3.75 亿，同比增加 48%，主要受业务增长及回款的季节性影响：1、销售业务增长，合同执行及生产备货额增加导致购买商品、接受劳务支付的现金增多；2、经营规模扩大导致薪酬支出、费用、税金等支出增加；3、上半年回款较少，资金流入有增长，但幅度不及流出。
- 投资活动产生的现金流量净额为 3747 万元，去年同期为-399 万，主要是本期理财产品到期收回所致。筹资活动产生的现金净流出为 1963 万元，较去年同期减少 43%，主要是本期发放现金股利较去年同期减少所致。

环境监测仪器行业：集中度不断提升，网格化监测成趋势

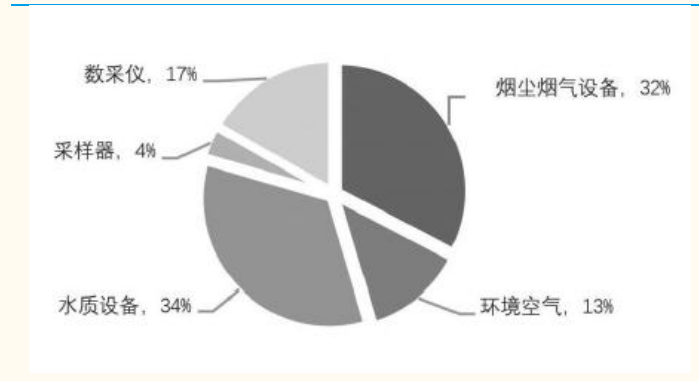
- **2017 年销量同比增长 38.5%**。由中国环境保护产业协会发布的《环境监测仪器行业 2017 年发展综述》统计了行业内 61 家企业。2017 年，我国共计销售各类环境监测产品 56,575 台（套），同比 2016 年增长 38.5%。在参与调查的 5 大类产品中，除采样器设备外，其余 4 大类产品销售量均比 2016 年显著增长。其中，烟尘烟气类监测设备共销售 18,486 台（套），同比增长 22.7%；环境空气类监测设备共销售 7162 台（套），同比增长 55.3%；水质监测设备共销售 19,345 台（套），同比增长 86.3%；数据采集设备共销售了 9511 台（套），同比增长 53.6%。销售量占比最大的是水质监测设备和烟尘烟气监测设备，分别占总体市场销量的 34.2%和 32.7%。数采仪、环境空气监测设备和采样器分别占比 16.8%、12.7%和 3.7%。

图表 3：2015~2017 年我国环境监测产品销量



来源：中国环境保护产业协会，国金证券研究所

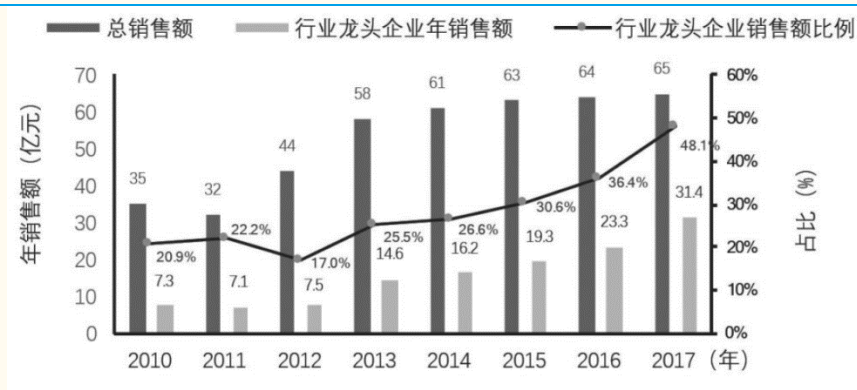
图表 4：2017 年我国环境监测仪器产品结构



来源：中国环境保护产业协会，国金证券研究所

- **市场集中度逐年提升**。据中国环境保护协会的数据，2017 年全行业的总销售额突破了 65 亿元，同比增长了 1.56%。作为环境监测行业内的 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，2017 年度环境监测设备的销售额共计达到 31.4 亿元，同比增长 34.8%。这 5 家企业的总销售额占全行业总销售额的比例，也由 2016 年的 36.4%提升至 48.1%。大型企业由于自身的技术优势、品牌影响力、成套的解决方案及服务的多样化，再加上诸如 PPP 等多种新型商业模式的兴起，必将占领越来越多的环境监测产品市场份额。
- **竞争激烈，预计未来继续保持 20%以上的增长**。2017 年环境监测设备市场低价竞争现象仍然非常严重，恶性竞争导致企业利润空间严重压缩，并且低价中标也带来企业压缩成本、设备质量下降等问题。中国环境保护产业协会预测，到 2018 年环境监测设备销售增速约在 25%，环境监测仪器也将向高质量、多功能、集成化、自动化、系统化和智能化方面发展。

图表 5：10~17 年我国环境监测产品年销售额及行业龙头企业销售占比



来源：中国环境保护产业协会，国金证券研究所

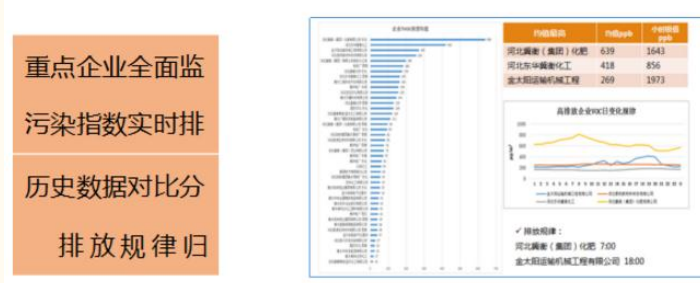
- 2017 年是《大气污染防治行动计划》的收官之年，各地政府纷纷走上了精准治霾之路。而网格化分级管理，因其精准、科学，能有效提升治理雾霾的工作效率，能为环境监管提供数据和技术支持等，成为精准治霾的新主流。
- 网格化监测系统采用最新的小型化、微型化组合监测技术，以“全面布点、全面联网”为宗旨，通过大范围、高密度“网格组合布点”，结合立体监测、移动监测等，形成覆盖整个区域的在线监控网络，为科学治霾、精准治污提供决策依据，可促进治理大气污染由凭经验、凭感觉、粗放式管理向网格化、实时化、精准化治霾转变，大幅提高治霾的工作效能，推动大气质量持续改善。

图表 6：实时数据进行全景展示和数据查看



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 7：快速锁定重点监管对象



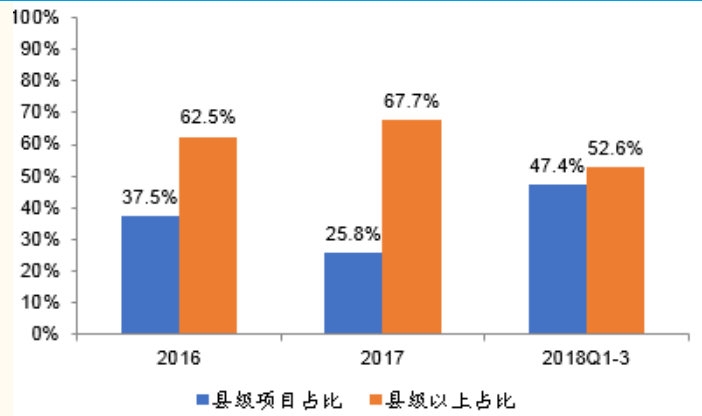
来源：公司官网，国金证券研究所

公司网格化龙头，市场容量进一步扩大

- 作为专业研制高端环境监测仪器领航企业、国家重点高新技术企业，2014 年 10 月开始，先河环保跟进客户需求进行技术攻关，进行了大胆的产品创新、技术创新、理念创新，在业内率先推出网格化监控系统。
- 截至 2018 年 6 月底，公司大气网格化已覆盖全国 14 个省份，87 个城市；管理咨询服务项目涵盖 35 个城市，其中与二十余个城市签订了服务合同，其余城市试运行中。在“2+26”城市中有 16 个，安装点位数量上万个，市场占有率遥遥领先。在去年冬防考核中，传输通道城市中有 11 个城市被生态环境部评为“优秀”，而其中有 9 个地市都在应用先河环保的网格化技术和服务。
- 我们认为在城市空气质量排名的考核排名压力下，排名靠后的城市安装网格化监测系统的需求大。另外部分省市开始将空气质量考核排名下沉到县

级考核，进而开始建设县级、乡镇站空气监测项目，2018 年上半年公司陆续中标河南鹤壁，山东菏泽，河北保定、唐山及张家口等地乡镇站空气监测建设项目。因此，我们认为网格化监测市场进一步扩大，行业龙头先河环保将受益显著。

图表 8：县级项目占比逐步提升



来源：采购与招标网，国金证券研究所

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。预计 18~20 年公司归母净利为 2.65 亿、3.40 亿和 4.29 亿，对应 EPS 分别为 0.48、0.62 和 0.78 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，项目进度不达预期，设备毛利率下滑的风险。

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	1,413	1,880	2,436
增长率		25.7%	32.0%	35.6%	33.1%	29.6%
主营业务成本	-318	-398	-506	-682	-903	-1,162
%销售收入	50.7%	50.4%	48.6%	48.2%	48.0%	47.7%
毛利	310	392	536	731	978	1,275
%销售收入	49.3%	49.6%	51.4%	51.8%	52.0%	52.3%
营业税金及附加	-5	-10	-12	-17	-22	-29
%销售收入	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-72	-104	-132	-181	-243	-314
%销售收入	11.4%	13.1%	12.7%	12.8%	12.9%	12.9%
管理费用	-120	-148	-165	-238	-329	-439
%销售收入	19.2%	18.8%	15.8%	16.8%	17.5%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	112	130	227	296	384	493
%销售收入	17.8%	16.5%	21.8%	20.9%	20.4%	20.2%
财务费用	5	3	2	13	16	20
%销售收入	-0.8%	-0.4%	-0.2%	-0.9%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-20	-21	-28	-23	-22	-31
公允价值变动收益	0	0	31	30	28	28
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	316	405	510
营业利润率	15.5%	14.3%	22.3%	22.4%	21.6%	20.9%
营业外收支	16	25	1	9	7	8
税前利润	113	138	234	325	412	517
利润率	18.0%	17.5%	22.4%	23.0%	21.9%	21.2%
所得税	-21	-21	-34	-48	-61	-77
所得税率	18.6%	15.3%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	92	117	200	277	351	441
少数股东损益	5	12	11	11	11	11
归属于母公司的净利润	87	105	188	265	340	429
净利率	13.8%	13.3%	18.0%	18.8%	18.1%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	92	117	200	277	351	441
非现金支出	39	46	56	25	25	34
非经营收益	1	-2	-3	-42	-35	-35
营运资金变动	-104	-11	-63	-114	-176	-184
经营活动现金净流	28	149	189	146	165	256
资本开支	-44	-19	-22	-25	-2	-1
投资	-33	-91	-14	-1	0	0
其他	0	0	0	30	28	28
投资活动现金净流	-77	-111	-36	4	26	27
股权募资	81	0	0	0	0	0
债权募资	-19	0	0	-15	0	1
其他	-10	-20	-40	-29	-31	-30
筹资活动现金净流	52	-20	-40	-44	-31	-29
现金净流量	3	19	113	106	160	254

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	423	445	570	676	836	1,090
应收账款	314	344	388	434	563	691
存货	252	275	416	448	601	751
其他流动资产	94	131	152	204	237	330
流动资产	1,083	1,195	1,526	1,762	2,237	2,863
%总资产	66.5%	66.9%	71.9%	73.7%	77.9%	81.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	247	254	251	251	250	250
%总资产	15.2%	14.2%	11.8%	10.5%	8.7%	7.1%
无形资产	284	320	325	357	364	370
非流动资产	546	590	595	630	636	642
%总资产	33.5%	33.1%	28.1%	26.3%	22.1%	18.3%
资产总计	1,629	1,785	2,121	2,392	2,873	3,505
短期借款	8	8	9	0	0	0
应付款项	156	202	355	361	478	569
其他流动负债	51	70	97	129	173	301
流动负债	215	281	460	490	650	870
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	10	9	7	0	0	0
负债	224	290	467	490	650	871
普通股股东权益	1,369	1,450	1,602	1,839	2,148	2,548
少数股东权益	36	46	51	63	74	86
负债股东权益合计	1,629	1,785	2,121	2,392	2,873	3,505

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.252	0.306	0.546	0.482	0.617	0.779
每股净资产	3.974	4.209	4.653	5.340	6.238	7.398
每股经营现金净流	0.082	0.433	0.549	0.424	0.478	0.743
每股股利	0.030	0.050	0.100	0.083	0.089	0.087
回报率						
净资产收益率	6.34%	7.26%	11.74%	14.44%	15.81%	16.86%
总资产收益率	5.32%	5.90%	8.87%	11.10%	11.83%	12.25%
投入资本收益率	6.45%	7.35%	11.66%	13.25%	14.72%	15.95%
增长率						
主营业务收入增长率	42.56%	25.70%	32.04%	35.55%	33.07%	29.56%
EBIT增长率	43.74%	16.44%	73.94%	30.42%	29.71%	28.45%
净利润增长率	20.97%	21.42%	78.68%	41.10%	27.97%	26.40%
总资产增长率	36.28%	9.61%	18.80%	12.79%	20.09%	21.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	131.4	120.6	99.4	85.0	88.0	85.0
存货周转天数	252.5	241.5	248.8	240.0	242.9	236.0
应付账款周转天数	75.0	70.8	81.9	75.0	77.3	70.0
固定资产周转天数	142.3	111.7	86.6	64.6	49.3	38.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.57%	-29.20%	-33.95%	-35.55%	-37.64%	-41.36%
EBIT利息保障倍数	-23.5	-45.9	-105.8	-22.9	-24.5	-24.8
资产负债率	13.77%	16.22%	22.03%	20.49%	22.64%	24.86%

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	7	7	8	11	22
增持	3	3	3	5	8
中性	0	0	0	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.30	1.30	1.27	1.41	1.47

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
2	2018-04-24	买入	17.93	N/A

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为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

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