

信义山证 汇通天下

证券研究报告

监测

先河环保 (300137.SZ)

维持评级

报告原因：年报&一季报点评

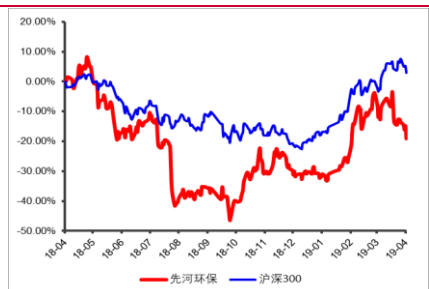
监测业务稳定增长，农村污水治理取得显著进展

增持

2019 年 4 月 25 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 4 月 25 日

收盘价(元):	9.60
流通 A 股/总股本 (亿):	4.71/5.51
流通 A 股市值(亿):	45.22
总市值(亿):	52.90

基础数据：2018 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.47
每股净资产:	3.28
净资产收益率:	14.35%

相关报告：《先河环保 (300137.SZ)：监测龙头向生态环境综合服务商进发》
-2018.4.24

分析师：张婉姝

执业证书编号：S0760518110002

Tel: 010-83496305

Email: zhangwanshu@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布 2018 年年度报告，2018 年公司实现营业收入 13.74 亿元，同比增长 31.80%，归属于上市公司股东净利润 2.59 亿元，同比增长 37.87%，扣除非经常性损益净利润 2.51 亿元，同比增长 41.71%。
- 公司发布 2019 年一季报，实现营业收入 2.56 亿元，同比增长 10.77%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比增长 22.27%。

事件点评

- 监测业务增速可观，网格化监测覆盖范围持续扩大。报告期内，公司环境监测系统实现营收 9.79 亿元，同比增长 31.75%，增速同比上升 12.66pct，为 2015 年来最快增速。公司运营服务实现营收 2.16 亿元，同比增长 15.8%，由于运营服务收入始于 2014 年，且营收规模较小，所以每年同比增速波动较大，但五年来一直保持持续增长趋势。截至 2018 年底，公司大气网格化业务已覆盖全国 17 个省 100 多个城市，覆盖县市数较 2017 年增长 42.86%。此外，公司水质在线监测先后中标国家地表水站，四川自贡水环境监控系统等项目，开启了水环境大数据加管理咨询的业务模式。随着未来公司网格化监测项目的增加，运营服务规模有望持续增长。
- 全年单季度营收同比均有所增长。2018Q1-Q4，公司分别实现营业收入 2.32/3.11/2.78/5.53 亿元，分别同比增长 27.47%/38.84%/26.94%/32.30%，全年均保持了较高的增速，二季度和四季度业绩尤为亮眼。
- 整体毛利率小幅下滑，三费较为稳定。1) 2018 年，公司环境监测系统毛利率为 48.94%，同比上升 0.66pct；运营服务毛利率为 56.33%，同比下降 6.41pct。公司整体毛利率为 50.37%，同比小幅下降 1.07pct，属正常波动。2) 公司管理费用率(含研发费用)为 15.28%，同比下降 0.54pct；销售费用率为 11.43%，同比下降 1.23pct；财务费用率为-0.22%，同比下降 0.03pct，较为稳定。
- 农村污水治理业务取得显著进展。2018 年，公司通过投资设立子公司正合环境进入农村污水治理领域，年内中标贵州安顺项目，项目立项批复约 2.77 亿元，若能够顺利推进，将为公司带来新的业绩增长点。
- 2019 一季度保持平稳增长。公司发布 2019 年一季度报，实现营业收入 2.56 亿元，同比增长 10.77%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比增长



22.27%，继续保持平稳增长。公司 2019 年一季度经营性净现金流为 0.45 亿元，上市以来该指标首次为正。

投资建议

- 我们认为，公司为监测行业龙头企业，其网格化监测系统能够为政府精准治霾提供强有力的技术支撑，并得到了阜阳、赣州等地政府的充分肯定，近年来覆盖县市范围拓展迅速，为公司监测设备销售及运营服务收入的增长带来了有效的促进作用。2018 年，公司切入农村污水治理领域，中标 2.77 亿贵州安顺项目，若能够顺利实施，将为公司带来新的业绩增长点。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.60\0.77\0.89 元，对应公司 4 月 25 日收盘价 9.60 元，19-21 年 PE 分别为 15.88\12.54\10.73，维持“增持”评级。

风险提示

- 政策推进不及预期；项目进度不及预期；行业竞争愈发激烈，利润率下降；债务及融资风险；系统性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,852	2,393	2,851	3,318	营业收入	1,374	1,892	2,322	2,822
现金	573	894	1,014	1,141	营业成本	682	934	1,145	1,418
应收账款	600	527	627	722	营业税金及附加	13	17	21	26
其他应收款	0	112	118	104	销售费用	157	235	283	344
预付账款	103	112	120	124	管理费用	154	289	354	431
存货	473	687	858	1,030	财务费用	(3)	0	(2)	(3)
其他流动资产	103	60	113	196	资产减值损失	53	0	0	0
非流动资产	619	796	961	1,217	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	(0)	(0)	(0)
固定资产	0	0	0	0	营业利润	310	416	521	607
无形资产	25	24	22	21	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	594	772	939	1,196	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,471	3,189	3,812	4,535	利润总额	311	418	522	608
流动负债	603	961	1,180	1,431	所得税	44	63	78	91
短期借款	134	132	130	127	净利润	267	355	444	517
应付账款	0	154	189	234	少数股东损益	8	22	22	24
其他流动负债	469	675	862	1,070	归属母公司净利润	259	333	422	493
非流动负债	6	6	6	5	EBITDA	345	418	520	605
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.60	0.77	0.89
其他非流动负	6	6	6	5					
负债合计	609	967	1,186	1,436	主要财务比率				
少数股东权益	53	75	97	121	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	551	551	551	551	成长能力				
资本公积	471	471	471	471	营业收入	31.80%	37.68%	22.73%	21.56%
留存收益	821	1,124	1,507	1,955	营业利润	33.56%	34.19%	25.13%	16.56%
归属母公司股东权	1,808	2,146	2,530	2,977	归属于母公司净利润	37.87%	28.41%	26.68%	16.83%
负债和股东权益	2,471	3,189	3,812	4,535	获利能力				
					毛利率(%)	50.37%	50.61%	50.71%	49.75%
					净利率(%)	18.88%	17.61%	18.18%	17.47%
					ROE(%)	14.36%	15.98%	16.90%	16.69%
					ROIC(%)	24.27%	30.19%	31.71%	32.14%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.66%	30.34%	31.10%	31.67%
					净负债比率(%)	-6.13%	-19.28%	-7.13%	-3.03%
					流动比率	3.07	2.49	2.42	2.32
					速动比率	2.29	1.77	1.69	1.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.67	0.66	0.68
					应收账款周转率	3.09	3.73	5.03	5.01
					应付账款周转率	19.28	24.56	13.55	13.36
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.60	0.77	0.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.13)	0.56	0.29	0.32
					每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.89	4.59	5.40
					估值比率				
					P/E	20.4	15.9	12.5	10.7
					P/B	2.9	2.5	2.1	1.8
					EV/EBITDA	11.18	10.85	8.38	6.78

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。