

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

先河环保(300137)

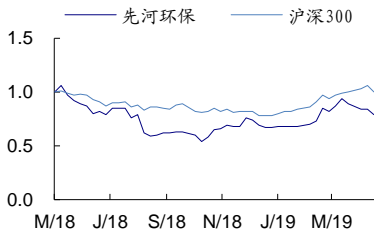
买入

2018 年与 2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 05 月 06 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 551/471 |
| 总市值/流通(百万元) | 5,152/4,404 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,078/9,675 |
| 12 个月最高/最低(元) | 13.08/6.23 |

相关研究报告:

- 《先河环保-300137-2018 三季报点评: 业绩快速增长, 网格化业务推进提升毛利率水平》——2018-10-30
- 《先河环保-300137-低估值高成长的网格化监测龙头》——2018-09-05
- 《先河环保-300137-全国环境质量监测龙头再起航》——2015-06-17
- 《先河环保-300137-半年报点评: 大气监测产品带动收入增长, 需关注公司回款情况》——2014-08-27
- 《先河环保-300137-小市值、大空间: 最受益行业趋势变化的监测龙头》——2014-03-20

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301
E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 高增长有望延续

● 业绩快速增长, 经营稳健向好

公司 2018 年公司实现营收 13.74 亿 (同比+31.80%)、归母净利润 2.59 亿 (同比+37.87%) 以及扣非归母净利润 2.51 亿 (41.71%)。19 年一季度实现营收 2.57 亿 (同比+10.77%)、归母净利润 2372 万 (同比+22.27%) 及扣非归母净利润 2303 万 (同比+27.52%)。在政府需求释放, 监测行业向好的大背景下, 公司业务快速增长, 符合预期, 高增长有望在 19 年得到延续。

毛利率稳定, 费用率下降。2018 年综合毛利率为 50.37%, 略降 1.07pct, 仍处在行业较高水平。公司 2018 年加强了费用管控, 销售费用率降低 1.3pct, 整体期间费用率 26.45%, 同比下降 1.84pct, 为历史最低水平。

应收账款 2018 年有所增长, 19 年一季度已逐渐改善。公司 2018 年末应收账款为 6.0 亿元, 同比+106%, 收现比也下将近 36pct 到 81%, 导致公司 18 年经营性净现金流由 17 年的 1.91 亿元转负为-0.72 亿元, 主要原因是政府业务快速增长, 但政府付款周期却有所延长。一季度, 公司收现比大幅提高超 70pct 到 130%, 经营性现金流净额也首次转正到 0.45 亿元, 资金正逐渐回笼。

● 订单实现高增长且有望延续态势, 水质领域实现突破

2018 年紧抓监管加强带来的监测站点下沉和网格化监测推行的大趋势, 全年新增订单近 25 亿, 同比增长约 39%。一季度新增订单同比约+30%。我们预计公司订单的高增长态势有望在 2019 年得到延续。

公司服务省市继续增多。网格化业务快速复制, 拓展到 17 个省 100 多个市县, 示范效果显著。公司 18 年在水质在线监测领域取得突破, 先后中标国家地表水站等重大项目, 打开新市场空间。

● 盈利预测与评级

受益于监测行业的高增长, 网格化监测的快速复制, 公司的营收增长态势有望延续, 且运营收入占比提升, 收入质量更为优化。我们预计公司未来三年保持较高增速。我们预计 2019-2021 年利润分别为 3.55/4.75/6.18 亿元, 对应当前估值 15/11/9 倍, 维持买入评级。

● 风险提示 订单新签速度或不及预期, 项目监管风险

盈利预测和财务指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,043 | 1,374 | 1,786 | 2,287 | 2,858 |
| (+/-%) | 32.0% | 31.8% | 30.0% | 28.0% | 25.0% |
| 净利润(百万元) | 188 | 259 | 355 | 475 | 618 |
| (+/-%) | 78.7% | 37.9% | 36.9% | 33.9% | 29.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.55 | 0.47 | 0.64 | 0.86 | 1.12 |
| EBIT Margin | 22.2% | 26.8% | 24.9% | 25.6% | 26.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 11.7% | 14.3% | 16.9% | 19.0% | 20.3% |
| 市盈率(PE) | 13.3 | 19.9 | 14.5 | 10.8 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 11.6 | 14.5 | 12.4 | 9.9 | 8.0 |
| 市净率(PB) | 1.6 | 2.85 | 2.45 | 2.05 | 1.69 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩快速增长，经营稳健向好，

业务增长快速符合预期，毛利率稳定，费用率下降

公司 2018 年公司实现营收 13.74 亿（同比+31.80%）、归母净利润 2.59 亿（同比+37.87%）以及扣非归母净利润 2.51 亿（41.71%）。19 年 Q1 实现营收 2.57 亿（同比+10.77%）、归母净利润 2372 万（同比+22.27%）及扣非归母净利润 2303 万（同比+27.52%）。2018 年实现在政府需求释放，监测行业向好的大背景下，公司业务快速增长，符合预期。

分业务来看，环境监测系统实现营收 9.79 亿元（同比+31.75%），毛利率上升 0.66pct 至 48.94%；运营及咨询服务实现营收 2.16 亿元（同比+15.80%），毛利率下降 6.41pct 至 56.33%；其他业务实现营收 1.79 亿元（同比+58.56%），毛利率下降 2.51pct 至 51.02%。2018 年综合毛利率为 50.37%，与上年同期 51.4%相比略降 1.07pct，核心业务毛利率保持稳定，仍处在行业较高水平。

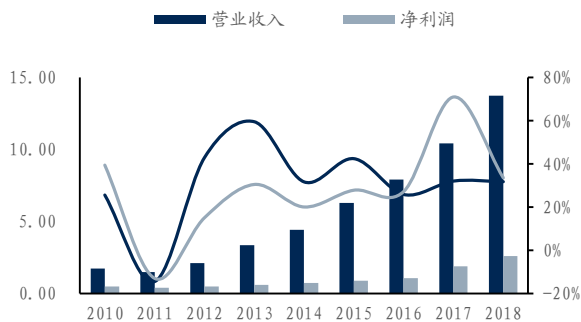
公司 2018 年加强了费用管控，销售费用率降低 1.3pct，整体期间费用率 26.45%，同比下降 1.84pct，为历史最低水平。

应收账款 2018 年有所增长，19 年一季度已逐渐改善

公司 2018 年末应收账款为 6.0 亿元，营收占比为 43.7%，较上年同期的 27.9% 大幅上升，收现比也下将近 36pct 到 81%，导致公司 18 年经营性净现金流由 17 年的 1.91 亿元转负为 -0.72 亿元。究其原因主要是政府业务快速增长，但政府付款周期却有所延长。政府的付款会因为预算周期和流程问题有所拖延，但通常认为政府的信誉度较高，形成坏账的比例低。

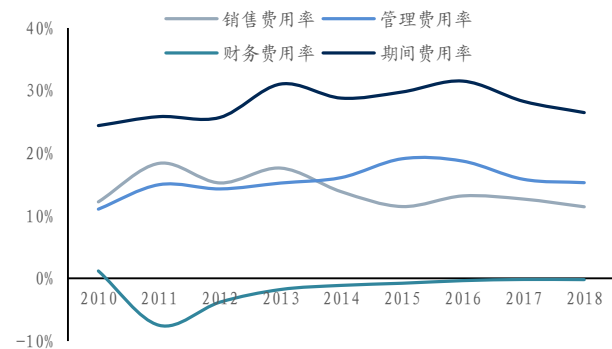
进入 2019 年，公司的应收账款余额有所下降到 5.8 亿元，而收现比大幅提高超 70pct 到 130%，经营性现金流净额也首次转正到 0.45 亿元，显示公司去年四季度未回收的应收账款在一季度逐渐回笼。

图 1: 公司 2010-2018 年营收、净利润(亿元)及增速(%)



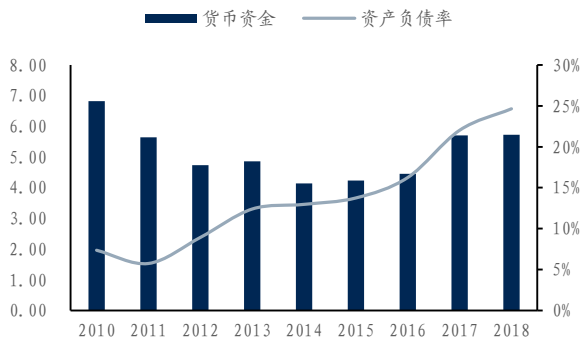
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司费用率变化情况 (%)



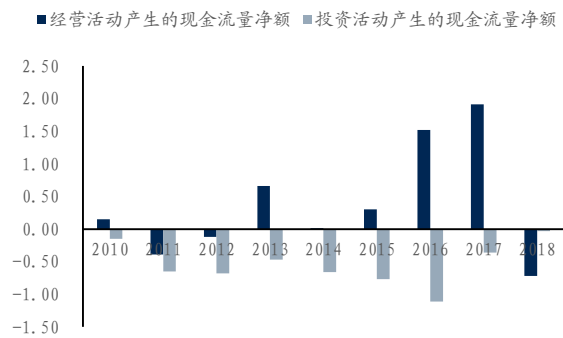
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司在手现金 (亿) 和资产负债率 (%) 变化情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司现金流变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

订单实现高增长且有望延续态势, 水质领域实现突破

监测站点下沉和网格化监测推行催化公司订单快速增长, 19 年有望延续态势

2018年在环境监测行业在政策推动下快速增长, 环保督查常态化、环保税和排污许可证的推进都是动因。此外, 生态环境部从7月份起, 在原来74个城市空气质量排名基础上, 进一步将排名范围扩大至169个地级及以上城市, 未来甚至有可能扩展到全国所有地级及以上城市。

2018年紧抓监管加强带来的监测站点下沉和网格化监测推行的大趋势, 全年新增订单近25亿, 同比增长约39%, 空气站监测和网格化监测订单均实现快速增长。

公司在持续巩固河北、山东、河南等市场的基础上, 2018年在安徽、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。

公司一季度新增订单同比+30%。我们预计公司订单的高增长态势有望在2019年得到延续。

水质在线监测业务取得较大突破

公司2018年在水质在线监测领域取得突破, 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。

投资建议

受益于监测行业的高增长，网格化监测的快速复制，公司的营收增长态势有望延续，且运营收入占比提升，收入质量更为优化。我们预计公司未来三年保持较高增速。我们预计 2019-2021 年利润分别为 3.55/4.75/6.18 亿元，对应当前估值 15/11/9 倍，维持买入评级。

表 1：国内环保可比上市公司估值

| 代码 | 公司简称 | 股价 5月1日 | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | | PB |
|--------|-----------|------------|-------------|------|------|------|------|-------|-------|--------------|--------------|------|
| | | | | 17A | 18A | 19E | 20E | 17A | 18A | 19E | 20E | |
| 000967 | 盈峰环境 | 7.31 | 231.22 | 0.30 | 0.29 | 0.38 | 0.46 | 28.46 | 7.10 | 19.42 | 15.91 | 1.57 |
| 300388 | 聚光科技 | 25.94 | 117.38 | 0.99 | 1.33 | 1.73 | 2.17 | 35.84 | 19.31 | 14.99 | 11.95 | 2.90 |
| 002658 | 雪迪龙 | 8.34 | 50.45 | 0.36 | 0.30 | 0.38 | 0.43 | 35.96 | 23.96 | 21.74 | 19.46 | 2.51 |
| | 平均 | | | | | | | | | 18.89 | 15.81 | |
| 300137 | 先河环保 | 9.62 | 53.01 | 0.55 | 0.47 | 0.62 | 0.80 | 38.31 | 17.31 | 15.51 | 12.05 | 2.91 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金及现金等价物 | 573 | 794 | 975 | 1243 | 营业收入 | 1374 | 1786 | 2287 | 2858 |
| 应收款项 | 700 | 734 | 940 | 1175 | 营业成本 | 682 | 884 | 1127 | 1403 |
| 存货净额 | 473 | 669 | 859 | 1074 | 营业税金及附加 | 13 | 18 | 24 | 28 |
| 其他流动资产 | 106 | 143 | 206 | 286 | 销售费用 | 157 | 214 | 274 | 343 |
| 流动资产合计 | 1852 | 2340 | 2979 | 3777 | 管理费用 | 154 | 224 | 275 | 330 |
| 固定资产 | 252 | 218 | 183 | 149 | 财务费用 | (3) | (3) | (7) | (10) |
| 无形资产及其他 | 25 | 24 | 23 | 22 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 342 | 342 | 342 | 342 | 资产减值及公允价值变动 | (53) | (20) | (20) | (20) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | (9) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2471 | 2923 | 3528 | 4290 | 营业利润 | 310 | 429 | 573 | 744 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 143 | 100 | 100 | 100 | 营业外净收支 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 195 | 239 | 307 | 383 | 利润总额 | 311 | 429 | 573 | 744 |
| 其他流动负债 | 264 | 398 | 507 | 629 | 所得税费用 | 44 | 63 | 83 | 108 |
| 流动负债合计 | 603 | 737 | 914 | 1113 | 少数股东损益 | 8 | 11 | 14 | 19 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 10 | 20 | 30 | 归属于母公司净利润 | 259 | 355 | 475 | 618 |
| 其他长期负债 | 6 | 8 | 10 | 12 | | | | | |
| 长期负债合计 | 6 | 18 | 30 | 42 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 609 | 755 | 944 | 1155 | 净利润 | 259 | 355 | 475 | 618 |
| 少数股东权益 | 53 | 63 | 76 | 93 | 资产减值准备 | 25 | (6) | (7) | (7) |
| 股东权益 | 1808 | 2105 | 2507 | 3042 | 折旧摊销 | 30 | 31 | 32 | 33 |
| 负债和股东权益总计 | 2471 | 2923 | 3528 | 4290 | 公允价值变动损失 | 53 | 20 | 20 | 20 |
| | | | | | 财务费用 | (3) | (3) | (7) | (10) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (315) | (94) | (287) | (336) |
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 其它 | (18) | 16 | 20 | 25 |
| 每股收益 | 0.47 | 0.64 | 0.86 | 1.12 | 经营活动现金流 | 34 | 323 | 254 | 352 |
| 每股红利 | 0.04 | 0.11 | 0.13 | 0.15 | 资本开支 | 2 | (10) | (10) | (10) |
| 每股净资产 | 3.28 | 3.82 | 4.55 | 5.52 | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROIC | 17% | 19% | 23% | 26% | 投资活动现金流 | 2 | (10) | (10) | (10) |
| ROE | 14% | 17% | 19% | 20% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 50% | 51% | 51% | 51% | 负债净变化 | 0 | 10 | 10 | 10 |
| EBIT Margin | 27% | 25% | 26% | 26% | 支付股利、利息 | (23) | (58) | (73) | (84) |
| EBITDA Margin | 29% | 27% | 27% | 28% | 其它融资现金流 | 12 | (43) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 32% | 30% | 28% | 25% | 融资活动现金流 | (34) | (91) | (63) | (74) |
| 净利润增长率 | 38% | 37% | 34% | 30% | 现金净变动 | 3 | 221 | 181 | 268 |
| 资产负债率 | 27% | 28% | 29% | 29% | 货币资金的期初余额 | 570 | 573 | 794 | 975 |
| 息率 | 0.4% | 1.1% | 1.4% | 1.6% | 货币资金的期末余额 | 573 | 794 | 975 | 1243 |
| P/E | 19.9 | 14.5 | 10.8 | 8.3 | 企业自由现金流 | 33 | 308 | 237 | 332 |
| P/B | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 1.7 | 权益自由现金流 | 45 | 277 | 253 | 350 |
| EV/EBITDA | 14.5 | 12.4 | 9.9 | 8.0 | | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032