

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

监测业务稳健发展, 市场仍有增量空间

——先河环保(300137)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

市场数据(2019-05-06)

发布日期: 2019年05月07日

收盘价(元)	8.43
一年内最高/最低(元)	21.00/6.23
沪深300指数	3684.62
市净率(倍)	2.57
流通市值(亿元)	39.71

基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	3.31
每股经营现金流(元)	0.08
毛利率(%)	52.09
净资产收益率-摊薄(%)	1.30
资产负债率(%)	24.23
总股本/流通股(万股)	55103.26/47103.02
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《先河环保(300137)调研简报: 大气网格化监测龙头, 市场需求有望持续增加》 2018-07-25
- 《先河环保(300137)年报点评: 网格化监测系统需求增加, 盈利增长加速》 2018-04-27
- 《先河环保(300137)公司点评报告: 网格化监测系统订单持续增长, 全年业绩增速预计创新高》 2018-01-08

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

事件:

公司发布18年年报: 全年实现营业收入13.74亿元, 同比增长31.80%; 归属于上市公司股东的净利润2.59亿元, 同比增长37.87%; 经营活动产生的现金流量净额-0.72亿元, 同比下滑137.75%; 基本每股收益0.47元; 18年公司不派发红利。

同时, 公司发布19年1季报: 实现营业总收入2.57亿元, 同比增长10.77%; 归属于上市公司股东的净利润0.24亿元, 同比增长22.27%; 经营活动产生的现金流量净额0.45亿元。

点评:

- **监测业务稳健增长, 全年业绩基本符合预期。**在各省落实深化环境监测改革提高环境监测数据质量的背景下, 18年公司环境监测设备及系统面临较好的发展机遇。全年实现销售仪器仪表15841台, 同比增长96.10%; 对应总收入13.73亿元, 净利润2.59亿元, 保持高速增长趋势。分业务来看, 公司的环境监测系统业务实现营业收入9.79亿元, 占比71.27%, 同比增长31.75%; 运营及咨询业务实现营业收入2.16亿元, 占比15.71%, 同比增长15.80%; 其他业务实现营业收入1.79亿元, 占比13.03%, 同比增长58.56%。公司盈利增长除收入增长之外, 规模效应致期间费用率的降低也是净利润增长的重要因素。
- **大气网格化监测龙头, 预计19年仍将受益于行业发展红利。**公司的大气网格化监控系统能够实现全要素的实时全面监控, 能够为地方政府精确治理雾霾提供依据, 因此市场推广速度较快。公司目前大气治理及咨询服务业务已经涵盖17个省100多个城市, 并在安徽、江苏、江西、东北等区域获得突破。公司18年订单总量(包含水质监测设备等其他业务)24亿元, 同比增长33%。剔除掉18年结算部分, 剩余部分订单仍有望确认为19年营收。另外, 根据中国政府采购网公布的中标数据, 公司(科迪隆)19年1-4月中标大气环境监测、空气站建设、网格化精准监测系统及运维服务项目合计数量18个, 金额6341.62万元。相对于去年同期中标总金额有显著降低, 且大额订单量偏少, 预计与各地区大气监测系统采购进度不同有关。我们认为, 随着大气监测站点下沉到乡镇站以及高新区、重点工业园区和港口空气监测点位的布置, 大气监测市场空间持续扩大。公司有望依托大气监测领域的先发优势、规模优势, 其大气监测设备、系统以及运维服务仍面临较好的发展机遇。
- **水质监测业务开拓顺利。**公司扩大业务范围至水质监测领域, 并在18年中标国家地表水、四川自贡水环境监测系统、重庆和新疆水站等项

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

目。17 年我国水质监测系统销量 1.93 万台，同比增长 86.30%；18 年在推进污水处理从“末端治理”向“流域治理”的背景下，水域生态在线监测以及水污染应急预警等领域市场释放。公司在水环境监测领域虽面临尚洋东方、宇星科技、力合科技等竞争，但是市场规模扩大提供公司业务发展基础。

- **农村污水处理、VOCs 治理等其他业务增长迅速。**18 年公司的其他业务收入 1.79 亿元，同比增长 58.56%，呈快速发展趋势。公司研发的小型光伏生活污水处理设备具备装置成本低、无需外接电源等特点，其较为适合农村分散污水处理。我们认为在城市生活污水处理市场基本饱和，农村污水处理市场在整治人居环境的背景下快速释放的背景下，农村污水处理市场将作为未来污水处理的一个重要方向。但考虑到具体商业模式以及回款问题，我们认为该板块业务的盈利能力仍需观察。
- **毛利率小幅下滑，预计 19 年仍将维持高位。**18 年公司综合毛利率 50.33%，同比下滑 1.03 个百分点；其中环境监测系统毛利率 48.94%，同比提升 0.66 个百分点；运营及咨询服务毛利率 56.33%，同比下滑 6.41 个百分点；其他业务毛利率 51.02%，同比下滑 2.51 个百分点。监测设备及系统具备相对较高的技术壁垒，政府客户对价格的敏感度不高，该板块维持近 50%的毛利率，未来有望维持。而运维及咨询业务人力成本占较高比例，19 年毛利率下滑预计与人工成本增长有关。但综合来看，监测系统和运维均具备技术壁垒、运营经验要求，预计 19 年毛利率仍将维持高位。
- **18 年经营活动现金流有所走弱。**18 年公司经营活动产生的现金流量净额-0.72 亿元，同比转负。公司销售商品和提供劳务收到的现金/营业收入仅 80.59%，低于近 3 年 110%的水平。销售回款放缓预计与放宽信用期有关。18 年公司应收账款余额 6 亿元，较期初增长 106.44%，占比提升至 24.28%，为公司经营活动现金流走弱的最主要因素。从公司的应收账款客户结构及账期来看，地方环保局和环境监测站为主要欠款客户，账期多在 1 年以内。本期计提 2545.51 万元坏账准备，全部坏账计提比例 19.30%，总体谨慎。值得一提的是，19 年 1 季度公司销售商品、提供劳务收到的现金 3.37 亿元，同比增长 159.28%；应收票据及应收账款 5.80 亿元，较年初减少 2046.92 万元，显示公司 18 年的部分应收账款在 19 年 1 季度得以收回，回款放缓风险有一定缓解。
- **维持公司“买入”投资评级。**预计公司 19、20 年全面摊薄 EPS 分别为 0.63 元、0.78 元，按照 5 月 6 日 8.43 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 13.3 和 10.8 倍，估值偏低，维持公司“买入”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧致毛利率降低；新业务拓展不及预期；应收账款增加，资金占用风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1042.5	1374.1	1711.3	2093.3	2509.0
增长比率	32.0%	31.8%	24.5%	22.3%	19.9%
净利润(百万元)	188.2	259.4	349.1	428.6	517.1
增长比率	78.7%	37.9%	34.6%	22.8%	20.6%
每股收益(元)	0.34	0.47	0.63	0.78	0.94
市盈率(倍)	24.7	17.9	13.3	10.8	9.0

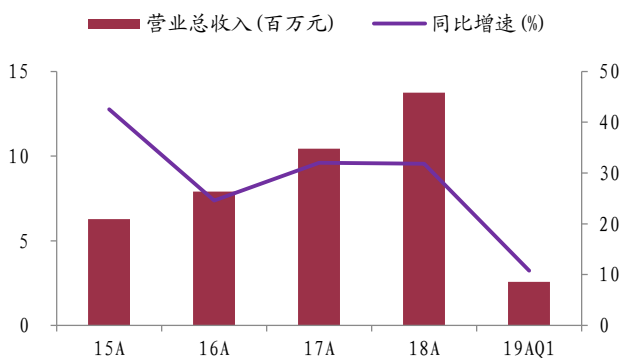
资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 19 年 1—4 月中国政府采购网公布的公司（科迪隆）中标订单情况

中标订单名称	项目金额（万元）
开封市祥符区空气自动监测系统采购项目	570.7
2018 年青海省环境空气质量自动监测站运行维护项目	138.2
淘金井断面水质自动监测站监测设备配套建设	203.9
国省干道空气质量监测点位运维	389
唐山市大气污染防治网格化精准监控及决策支持系统 3 年运维服务	1380
衡水市冀州区环保局大气污染防治精细化科学管理服务项目	268
柳州市冬春季 PM2.5 重点来源监测项目	37.2
珠海市万山镇人民政府环境空气质量自动检测站设备采购项目	148
潮州市枫溪区空气自动监测系统建设采购项目	186
大气污染防治专家服务项目	115
沧州市渤海新区环境监控中心渤海新区大气污染防治精准监测与治理示范项目（二期）	560.9
沙河-永年交界处设立空气自动监测站购置监测设备	125
容城县大气环境监测项目	877
中山市环境保护局中山市河涌水质自动监测平台建设项目包 1	539
江苏省环境监测中心 2019 年省级多参数站、质控实验室、省管空气站和流动监测车等相关运维服务项目分包 13	56.1
唐山市环境监控中心乡镇空气站监测审核平台	141.6
邕宁区生态环境网格化精准监控及决策支持系统	473.66
江苏省环境监测中心 2019 年省级多参数站、质控实验室、省管空气站和流动监测车等相关运维服务项目分包 13	56.1
唐山市环境监控中心乡镇空气站监测审核平台	141.6
邕宁区生态环境网格化精准监控及决策支持系统	473.66

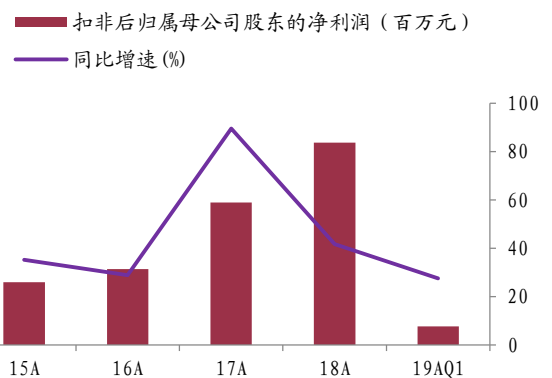
资料来源：中国政府采购网，中原证券

图 1: 15—19 年公司营业总收入及同比增速



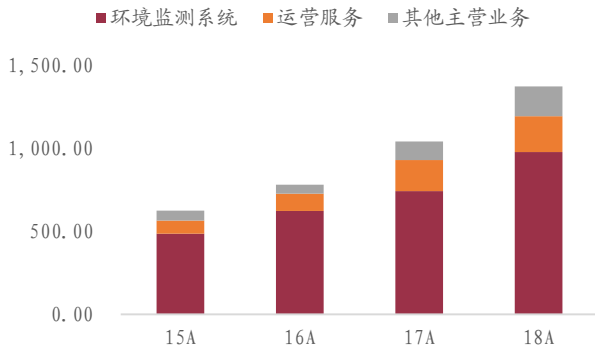
资料来源：Wind，中原证券

图 2: 15—19 年公司扣非后归母净利润及同比增速



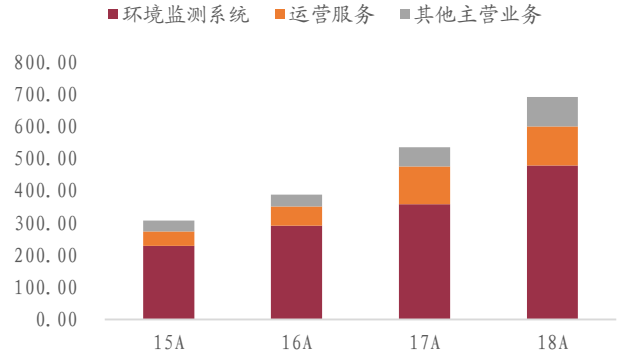
资料来源：Wind，中原证券

图 3: 15—18 年公司收入构成 (单位: 百万元)



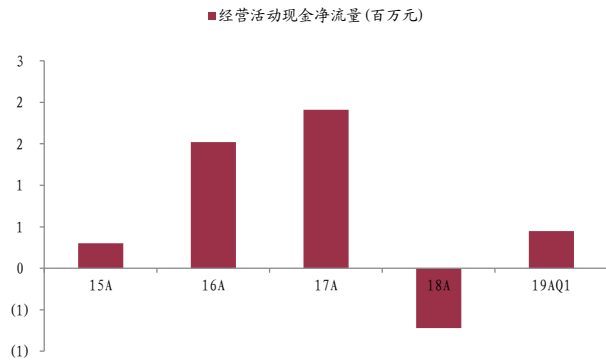
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 15—18 年公司毛利构成情况 (单位: 百万元)



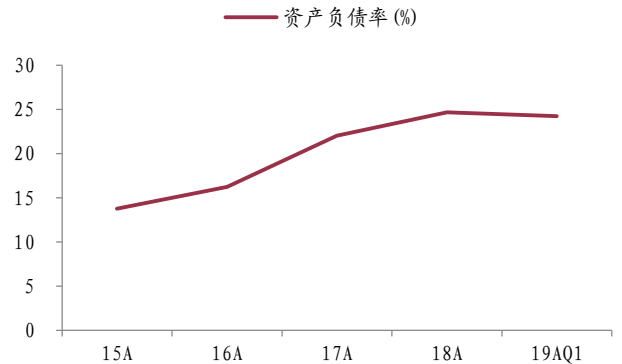
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 15—19 年公司经营活动产生的现金流量净额



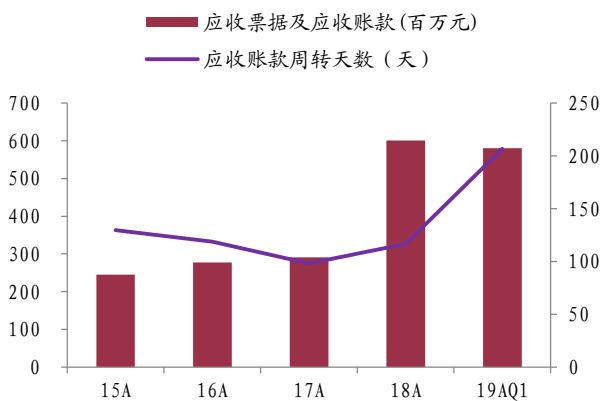
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 15—19 年公司资产负债率情况



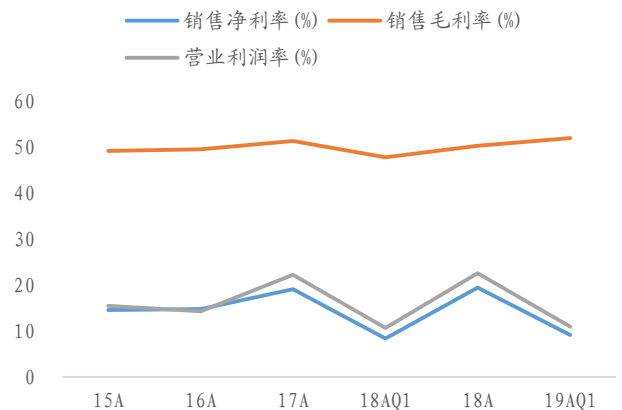
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 15—19 年公司应收票据及应收账款和周转天数



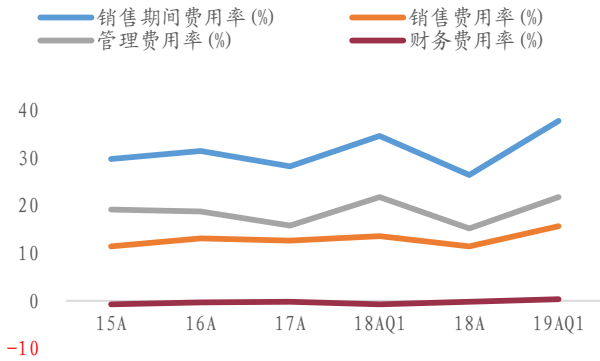
资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 15—19 年公司盈利能力变化情况



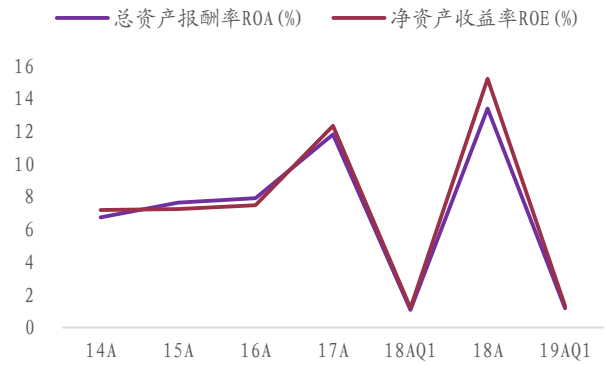
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 15—19 年公司期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 14—19 年公司 ROA 与 ROE 情况



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1042.5	1374.1	1711.3	2093.3	2509.0	成长性					
减: 营业成本	506.3	682.0	862.2	1,057.1	1,271.6	营业收入增长率	32.0%	31.8%	24.5%	22.3%	19.9%
营业税费	12.2	12.7	17.1	20.9	25.1	营业利润增长率	105.9%	33.6%	32.4%	22.8%	20.6%
销售费用	132.1	157.2	205.4	251.2	301.1	净利润增长率	78.7%	37.9%	34.6%	22.8%	20.6%
管理费用	165.0	153.6	205.4	251.2	301.1	EBITDA 增长率	67.0%	52.7%	9.7%	22.7%	19.6%
财务费用	-2.1	-3.2	9.0	12.5	13.0	EBIT 增长率	80.7%	58.9%	15.0%	23.6%	20.3%
资产减值损失	28.2	53.0	58.3	64.1	70.6	NOPLAT 增长率	110.9%	34.1%	35.4%	23.1%	20.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.7%	31.1%	11.3%	15.3%	13.0%
投资和汇兑收益	-0.0	-	-	-	-	净资产增长率	10.6%	12.6%	18.8%	17.4%	17.9%
营业利润	232.3	310.2	410.7	504.3	608.3	利润率					
加: 营业外净收支	1.4	1.2	-	-	-	毛利率	51.4%	50.4%	49.6%	49.5%	49.3%
利润总额	233.7	311.4	410.7	504.3	608.3	营业利润率	22.3%	22.6%	24.0%	24.1%	24.2%
减: 所得税	34.2	44.2	61.6	75.6	91.2	净利润率	18.0%	18.9%	20.4%	20.5%	20.6%
净利润	188.2	259.4	349.1	428.6	517.1	EBITDA/营业收入	21.7%	25.1%	22.1%	22.2%	22.1%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	19.1%	23.0%	21.2%	21.4%	21.5%
货币资金	570.2	572.7	855.7	1,046.6	1,254.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	84	65	51	40	32
应收帐款	388.2	599.9	731.1	1,013.3	1,217.0	流动营业资本周转天数	169	173	197	208	219
应收票据	0.2	0.9	0.5	1.2	0.9	流动资产周转天数	470	442	461	481	490
预付帐款	108.6	103.1	184.3	168.0	255.8	应收帐款周转天数	126	129	140	150	160
存货	415.5	473.4	652.1	728.0	932.1	存货周转天数	119	116	118	119	119
其他流动资产	43.0	101.7	104.8	107.9	111.2	总资产周转天数	674	601	589	583	574
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	364	323	311	289	275
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	14.3%	16.2%	16.9%	17.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	10.8%	11.2%	11.7%	11.9%
固定资产	247.3	246.7	237.7	227.8	217.5	ROIC	18.9%	24.7%	25.5%	28.2%	29.4%
在建工程	3.7	5.3	3.5	2.8	2.6	费用率					
无形资产	26.6	25.3	22.1	18.9	15.8	销售费用率	12.7%	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%
其他非流动资产	317.7	341.6	339.4	339.1	339.3	管理费用率	15.8%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
资产总额	2,121.0	2,470.6	3,131.2	3,653.6	4,346.6	财务费用率	-0.2%	-0.2%	0.5%	0.6%	0.5%
短期债务	-	134.0	233.1	277.2	253.9	三费/营业收入	28.3%	22.4%	24.5%	24.6%	24.5%
应付帐款	161.6	171.1	236.0	263.2	337.3	偿债能力					
应付票据	36.7	24.2	47.7	40.4	65.5	资产负债率	22.0%	24.7%	28.1%	26.5%	26.3%
其他流动负债	262.2	273.4	338.5	346.6	427.7	负债权益比	28.3%	32.7%	39.0%	36.0%	35.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.31	3.07	2.96	3.30	3.48
其他非流动负债	6.8	6.5	6.7	7.0	7.3	速动比率	2.41	2.29	2.19	2.52	2.62
负债总额	467.3	609.2	862.0	934.5	1,091.6	利息保障倍数	-92.64	-98.79	40.36	35.88	41.47
少数股东权益	51.3	53.2	53.2	53.2	53.2	分红指标					
股本	344.4	551.0	551.0	551.0	551.0	DPS(元)	0.03	-	0.06	0.08	0.09
留存收益	1,257.2	1,292.5	1,606.7	1,992.4	2,457.8	分红比率	9.2%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	1,653.7	1,861.4	2,210.9	2,596.6	3,062.0	股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.9%	1.1%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	199.6	267.2	349.1	428.6	517.1	EPS(元)	0.34	0.47	0.63	0.78	0.94
加: 折旧和摊销	29.6	32.6	15.7	15.8	16.0	BVPS(元)	2.91	3.28	3.92	4.62	5.46
资产减值准备	28.2	53.0	58.3	64.1	70.6	PE(X)	24.7	17.9	13.3	10.8	9.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.6	2.2	1.8	1.5
财务费用	0.4	1.9	9.0	12.5	13.0	P/FCF	29.0	75.8	20.9	27.4	24.5
投资收益	0.0	-	-	-	-	P/S	4.5	3.4	2.7	2.2	1.9
少数股东损益	11.4	7.8	-	-	-	EV/EBITDA	10.5	12.3	10.7	8.4	6.6
营运资金的变动	-51.5	-450.0	-228.8	-316.8	-318.3	CAGR(%)	29.0%	24.6%	44.0%	29.0%	24.6%
经营活动产生现金流量	191.4	-72.3	203.4	204.3	298.3	PEG	0.9	0.7	0.3	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-36.4	-2.9	-1.8	-2.0	-2.3	ROIC/WACC	1.9	2.4	2.5	2.8	2.9
融资活动产生现金流量	-39.8	74.2	81.4	-11.3	-88.1	REP	1.2	1.3	1.0	0.8	0.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。