

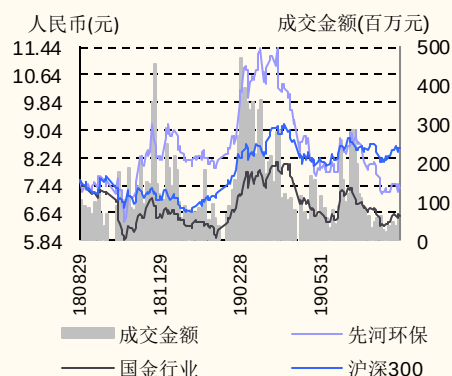
先河环保 (300137.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.39 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	471.03
总市值(百万元)	4,072.13
年内股价最高最低(元)	8.10/7.19
沪深 300 指数	3802.58



相关报告

- 1.《业绩维持高增长，环境监测系统将成为城市标配-先河环保年报点评》，2019.5.6
- 2.《网格化监测从大气到水，构建生态环境大数据平台-先河环保深度报告》，2019.1.27
- 3.《业绩保持高增长，网格化监测市场需求进一步扩大-先河环保三季报...》，2018.11.1

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

运营咨询服务带动业绩增长，公司由设备销售向设备+服务转变

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.546	0.471	0.594	0.746	0.909
每股净资产(元)	4.65	3.28	3.76	4.38	5.12
每股经营性现金流(元)	0.56	-0.13	0.38	0.47	0.67
市盈率(倍)	38.31	17.31	12.45	9.90	8.13
净利润增长率(%)	78.68%	37.87%	26.08%	25.75%	21.77%
净资产收益率(%)	11.74%	14.35%	15.79%	17.04%	17.77%
总股本(百万股)	344.40	551.03	551.03	551.03	551.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 8 月 29 日发布 2019 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 6.70 亿元，较上年同期上升 23.5%；归母净利为 0.96 亿元，同比上期增长 26.05%。

经营分析

- **业绩增速符合预期，运营及咨询服务收入增速达 128%：**报告期内公司实现营业收入 6.70 亿元 (+23.5%)，归母净利为 0.96 亿元 (+26.05%)，业绩增速符合预期。**分业务来看：**环境监测系统业务由于竞争趋于激烈，增速乏力，录得收入 4.18 亿元，增速下滑 3.59%，毛利率同比下滑 6 个百分点；运营及咨询服务已在四十余个市、区、县开展，录得收入 1.66 亿元，同比大增 128%，毛利率维持高位，为 59.57%，同比提升 0.51 个百分点。
- **期间费用率下降 2 个百分点，现金回流改善明显：**公司费用管控能力出色，2019 年上半年期间费用率下降 2 个百分点至 27.79%。报告期内公司强化回款，经营活动产生的现金流量净额转正，为 431 万元，较上年同期的-3.51 亿元，提升 101.23%；期末公司货币资金账面余额为 5.54 亿元，较去年同期增加 3.56 亿元，有力保证了公司业务资金所需。
- **监测市场从大气向水扩展，公司由设备销售商向设备+服务商转变：**2018 年国家环境监测总站首次进行水质监测站的建设和运维项目招标，这标志着水质监测市场已经进入了快速释放期，监测市场进一步扩大。报告期内公司在水质监测及运维业务方面，中标中山、佛山、武汉、沧州、广西等地项目。公司的网格化监测系统已应用于全国 18 个省、127 个地市，随着网格化监测系统的推广，地方政府对环境监测服务咨询的需求越来越强，公司运营及咨询服务收入占比逐步提升至 2019 年上半年的 25%。公司由单纯的设备销售商向设备+服务运营商转变，且咨询服务业务毛利率高、稳定性强。

投资建议

- 预计 2019-2021 年公司营业收入为 17.69 亿、22.29 亿和 27.63 亿，对应归母净利为 3.27 亿、4.11 亿和 5.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.75 和 0.91 元，对应 PE 为 12/10/8 倍，给予 2019 年 20 倍估值，目标价 11.8 元，维持“买入”评级。

风险提示

政策执行力度不达预期的风险，订单获取不达预期的风险，项目进度不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	790	1,043	1,374	1,769	2,229	2,763
增长率		32.0%	31.8%	28.7%	26.0%	24.0%
主营业务成本	-398	-506	-682	-873	-1,119	-1,392
%销售收入	50.4%	48.6%	49.6%	49.4%	50.2%	50.4%
毛利	392	536	692	896	1,110	1,371
%销售收入	49.6%	51.4%	50.4%	50.6%	49.8%	49.6%
营业税金及附加	-10	-12	-13	-16	-20	-27
%销售收入	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
营业费用	-104	-132	-157	-202	-256	-315
%销售收入	13.1%	12.7%	11.4%	11.4%	11.5%	11.4%
管理费用	-148	-165	-210	-263	-331	-408
%销售收入	18.8%	15.8%	15.2%	14.9%	14.9%	14.8%
息税前利润 (EBIT)	130	227	313	415	503	621
%销售收入	16.5%	21.8%	22.8%	23.4%	22.5%	22.5%
财务费用	3	2	3	6	9	13
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-21	-28	-53	-34	-25	-40
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%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	113	232	310	387	487	594
营业利润率	14.3%	22.3%	22.6%	21.9%	21.8%	21.5%
营业外收支	25	1	1	3	3	2
税前利润	138	234	311	390	490	596
利润率	17.5%	22.4%	22.7%	22.1%	22.0%	21.6%
所得税	-21	-34	-44	-55	-69	-85
所得税率	15.3%	14.6%	14.2%	14.2%	14.2%	14.3%
净利润	117	200	267	335	420	511
少数股东损益	12	11	8	8	9	10
归属于母公司的净利润	105	188	259	327	411	501
净利率	13.3%	18.0%	18.9%	18.5%	18.5%	18.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	117	200	267	335	420	511
少数股东损益	12	11	8	8	9	10
非现金支出	49	58	86	36	28	43
非经营收益	-2	-3	-6	-3	-6	-5
营运资金变动	-11	-63	-419	-162	-184	-180
经营活动现金净流	152	191	-72	207	258	369
资本开支	-19	-22	-7	-8	-10	-12
投资	-91	-14	4	-3	-3	-4
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-111	-36	-3	-11	-13	-16
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	134	4	-8	3
其他	-20	-40	-59	-71	-76	-102
筹资活动现金净流	-20	-40	75	-66	-84	-99
现金净流量	21	115	0	130	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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	445	570	573	676	836	1,090
应收款项	344	388	700	664	723	795
存货	275	416	473	562	720	896
其他流动资产	131	152	106	267	352	464
流动资产	1,195	1,526	1,852	2,170	2,632	3,245
%总资产	66.9%	71.9%	75.0%	76.7%	79.5%	82.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	254	251	252	258	266	275
%总资产	14.2%	11.8%	10.2%	9.1%	8.0%	7.0%
无形资产	320	325	339	366	369	371
非流动资产	590	595	619	658	679	700
%总资产	33.1%	28.1%	25.0%	23.3%	20.5%	17.7%
资产总计	1,785	2,121	2,470	2,828	3,311	3,946
短期借款	8	9	143	144	134	134
应付款项	202	355	349	411	518	618
其他流动负债	70	97	109	131	164	280
流动负债	281	460	601	685	816	1,032
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	9	7	6	10	12	14
负债	290	467	608	695	828	1,047
普通股股东权益	1,450	1,602	1,808	2,071	2,413	2,819
少数股东权益	46	51	53	61	70	80
负债股东权益合计	1,785	2,121	2,469	2,828	3,311	3,946

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.306	0.546	0.471	0.594	0.746	0.909
每股净资产	4.209	4.653	3.282	3.759	4.379	5.115
每股经营现金净流	0.441	0.556	-0.131	0.376	0.468	0.669
每股股利	0.100	0.050	0.000	0.050	0.060	0.070
回报率						
净资产收益率	7.26%	11.74%	14.35%	15.79%	17.04%	17.77%
总资产收益率	5.90%	8.87%	10.51%	11.57%	12.42%	12.69%
投入资本收益率	7.35%	11.66%	13.39%	15.64%	16.48%	17.53%
增长率						
主营业务收入增长率	25.70%	32.04%	31.80%	28.74%	26.00%	23.96%
EBIT增长率	16.44%	73.94%	37.79%	32.66%	21.14%	23.51%
净利润增长率	21.42%	78.68%	37.87%	26.08%	25.75%	21.77%
总资产增长率	9.61%	18.80%	16.41%	14.48%	17.08%	19.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	120.6	99.4	118.3	116.0	100.0	100.0
存货周转天数	241.5	248.8	237.9	235.0	235.0	235.0
应付账款周转天数	70.8	81.9	83.9	85.0	83.0	80.0
固定资产周转天数	111.7	86.6	65.5	52.5	43.2	36.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.20%	-33.95%	-23.08%	-25.05%	-28.49%	-33.26%
EBIT利息保障倍数	-45.9	-105.8	-97.9	-66.6	-56.1	-47.0
资产负债率	16.22%	22.03%	24.61%	24.59%	25.00%	26.53%

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	2	3	20
增持	0	0	0	0	5
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.67	1.50	1.33

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
3	2018-11-01	买入	7.41	N/A
4	2019-01-27	买入	8.19	11.15~11.15
5	2019-05-06	买入	9.35	14.75~14.75

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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