



# 全产业链服务和创新优势明显，静待业绩修复

## 先河环保(300137)

评级:	增持	股票代码:	300137
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	9.19/6.49
目标价格:		总市值(亿)	46.34
最新收盘价:	8.41	自由流通市值(亿)	39.80
		自由流通股数(百万)	473.19

### 事件概述

2020年8月27日，公司发布2020年半年度报告，报告期内公司实现营业收入4.79亿元，同比下降28.53%；实现归属于上市公司股东的净利润0.69亿元，同比下降28.06%；基本每股收益为0.13元/股。

### 分析判断：

#### ► 转型为全产业链综合服务商成效明显，看好后期业绩修复。

受新型冠状病毒肺炎疫情影响，全国监测设备采购招标受限，公司一季度营业收入同比下降32.89%。在公司科学组织复工复产、有序推进各项生产经营活动及项目执行的背景下，公司二季度营收降幅收窄7.06pct至25.83%。从整个上半年情况来看，公司实现营业收入4.79亿元，同比下降28.53%。其中，环境监测系统实现收入1.98亿元，较去年同比下降52.69%，在营业收入结构占比为41.25%，占比较去年同期占比下降21.06pct；运营及管理咨询服务实现收入2.49亿元，较去年同期增长50.07%，在营业收入结构占比达到52.09%，占比较去年同期占比提高27.28pct，公司由环境监测设备研发、制造商转型成为全产业链综合服务商成效明显。2020年上半年，公司环境监测系统业务毛利率为42.39%，同比下降1.42pct；运营及管理咨询服务业务毛利率更高，为58.40%，同比下降1.17pct。受公司主营业务结构调整影响，2020年上半年公司销售毛利率和销售净利率分别为50.42%和14.56%，同比分别+3.88pct和+0.09pct。上半年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为12.86%、20.43%和-1.31%，同比分别+0.04pct、+5.32pct和-1.18pct，净利率增长乏力主要是管理费用削减幅度低于营业收入下降幅度所致。随着疫情得到缓解，公司营收逐步修复将是必然趋势，未来业绩表现将持续向好。

#### ► 持续强化科技创新建设，精准管理信息化平台助力各地环境质量提升。

公司一直坚持以自主研发为先导，加大研发投入，加强科技创新人才队伍建设，拥有多项具有自主知识产权核心技术。截至2020年6月底，公司（含子公司）共拥有有效专利131项，拥有软件著作权164项，较年初分别增加7项和30项。基于物联网与大数据技术，公司创新性搭建了领先的集感知、预警、监测、监管、分析、决策于一体的智慧生态环境精准管理信息化平台，引领我国环境监测全面进入环境物联网时代。2020年上半年，公司智慧生态环境精准管理信息化平台继续助力各地政府环境持续达标。《荆门晚报》报道使用公司精准管理信息化平台以来，2020年上半年荆门市PM10平均浓度同比下降幅度32.5%，PM2.5平均浓度同比下降幅度31.3%，优良天数同比增加33天；《聊城日报》报道冠县引入公司相关平台，开始“精准治污”新模式，环境空气质量综合排名由去年的倒数提升至第8名；《中山日报》报道通过公司建设的中山河涌水质自动监测平台实现对水质数据的查询、统计、分析，水质预警溯源，水环境视频在线监控，水质攻坚挂图作战，水环境评估考核，数据共享与发布等功能等。截至2020年6月底，公司智慧生态环境精准管理信息化平台已经应用21个省份。随着公司自主知识产权核心技术的不断强化以及精准管理信息化平台在全国范围内的推广应用，公司管理咨询服务业务将得到更快更好发展，全产业链服务优势也将进一步加强，助力公司综合竞争力的再提升。

#### ► 精准对接政府治污需求，未来盈利增长空间值得期待。

夏季是臭氧污染高发时期，臭氧已经成为导致部分城市空气质量超标的首要因子。生态环境部密集发文，要求并帮扶各地开展夏季臭氧防治攻坚行动。2020年5月15日，生态环境部4月例行新闻发布会上，生态环境部新闻

发言人刘友宾表示，为贯彻落实《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，降低夏季臭氧污染影响，生态环境部将组织开展夏季臭氧污染防治监督帮扶工作，全面推进挥发性有机物有效治理和精准管控。6月10日，生态环境部发布《关于组织开展夏季臭氧污染防治强化监督帮扶工作的通知》，提出2020年6月起，生态环境部开展夏季臭氧污染防治监督帮扶工作，全面推进挥发性有机物有效治理和精准管控。6月24日，生态环境部印发《2020年挥发性有机物治理攻坚方案》，组织京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原及苏皖鲁豫交界地区的95个城市开展夏季臭氧治理攻坚行动。针对环境监测领域的新需求，公司开发并储备了一系列能够满足市场需求的产品，大气监测领域采用国标方法的小型臭氧污染源在线监测系统进入应用测试环节。在政策驱动和各地对环境治理、环境监测的刚性需求背景下，公司所处行业市场空间将进一步被打开，公司凭借其全产业链服务优势和创新优势有望迅速抢占市场，未来盈利增长空间可观。

## 投资建议

2020年上半年，受疫情影响，公司营业收入和归母净利润呈下滑态势。但相信随着疫情的逐步缓解、公司技术创新的不断推进和各地对环境治理和环境监测需求的持续增加，公司业绩逐步修复将成为必然趋势。根据公司2020年上半年各业务开展情况，我们下调2020-2021年盈利预测。2020-2022年营业收入分别从13.89亿元、16.63亿元和20.09亿元下调至10.93亿元、12.53亿元和14.65亿元，同比增速分别为-20.5%、14.7%和16.9%；归母净利润分别从2.88亿元、3.49亿元和4.21亿元下调至2.10亿元、2.48亿元和2.95亿元，同比增速分别为-19.9%、18.0%和18.7%；EPS分别为0.38/0.45/0.53元，当前股价对应PE为17/15/12倍，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 1) 订单业务拓展不及预期；
- 2) 相关支持政策执行效果不及预期；
- 3) 国内环保监管放松。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,374	1,374	1,093	1,253	1,465
YoY (%)	31.8%	0.0%	-20.5%	14.7%	16.9%
归母净利润(百万元)	259	263	210	248	295
YoY (%)	37.9%	1.2%	-19.9%	18.0%	18.7%
毛利率 (%)	50.4%	49.1%	49.7%	50.0%	50.2%
每股收益 (元)	0.47	0.48	0.38	0.45	0.53
ROE	14.3%	12.7%	9.7%	10.7%	11.7%
市盈率	14.06	13.89	17.33	14.69	12.38

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话：0755-83026989

研究助理：周志璐

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

联系电话：0755-23943591

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,374	1,093	1,253	1,465	净利润	263	215	252	299
YoY (%)	0.0%	-20.5%	14.7%	16.9%	折旧和摊销	34	25	25	25
营业成本	700	550	626	730	营运资金变动	19	154	-95	-110
营业税金及附加	14	11	13	15	经营活动现金流	353	393	181	214
销售费用	151	125	142	166	资本开支	-19	-120	-120	-120
管理费用	150	142	160	184	投资	-1	0	0	0
财务费用	-6	-2	-2	-2	投资活动现金流	-20	-120	-120	-120
资产减值损失	-23	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	302	251	294	349	筹资活动现金流	-156	-100	-100	-100
营业外收支	5	0	0	0	现金净流量	177	173	-38	-6
利润总额	307	251	294	349					
所得税	44	36	42	50	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	263	215	252	299	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	263	210	248	295	营业收入增长率	0.0%	-20.5%	14.7%	16.9%
YoY (%)	1.2%	-19.9%	18.0%	18.7%	净利润增长率	1.2%	-19.9%	18.0%	18.7%
每股收益	0.48	0.38	0.45	0.53	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	49.1%	49.7%	50.0%	50.2%
					净利率	19.1%	19.6%	20.1%	20.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	总资产收益率 ROA	10.4%	8.1%	8.9%	9.7%
货币资金	758	931	893	887	净资产收益率 ROE	12.7%	9.7%	10.7%	11.7%
预付款项	76	77	82	95	<b>偿债能力</b>				
存货	399	359	396	459	流动比率	4.59	5.13	4.88	4.55
其他流动资产	713	547	638	741	速动比率	3.47	3.96	3.72	3.39
流动资产合计	1,945	1,914	2,010	2,181	现金比率	1.79	2.50	2.17	1.85
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	17.1%	14.7%	15.1%	16.0%
固定资产	245	325	405	485	<b>经营效率</b>				
无形资产	23	38	53	68	总资产周转率	0.54	0.42	0.45	0.48
非流动资产合计	587	682	777	872	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,532	2,596	2,786	3,053	每股收益	0.48	0.38	0.45	0.53
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.74	3.94	4.21	4.57
应付账款及票据	186	158	175	204	每股经营现金流	0.64	0.71	0.33	0.39
其他流动负债	238	215	236	275	每股股利	0.00	0.18	0.18	0.18
流动负债合计	424	373	411	480	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	13.89	17.33	14.69	12.38
其他长期负债	8	8	8	8	PB	2.05	1.68	1.57	1.45
非流动负债合计	8	8	8	8					
负债合计	432	381	420	488					
股本	551	551	551	551					
少数股东权益	37	41	45	49					
股东权益合计	2,100	2,215	2,367	2,566					
负债和股东权益合计	2,532	2,596	2,786	3,053					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。