

**强烈推荐-A (维持)**

**先河环保 300137.SZ**

目标估值: 9.6 元  
 当前股价: 8.41 元  
 2020 年 08 月 28 日

**受疫情影响收入利润有所下滑，智慧环境运营咨询服务增长显著**

**基础数据**

上证综指	3350
总股本 (万股)	55103
已上市流通股 (万股)	47319
总市值 (亿元)	46
流通市值 (亿元)	40
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	11.3
资产负债率	16.1%
主要股东	李玉国
主要股东持股比例	14.86%

**股价表现**



**相关报告**

- 1、《先河环保 (300137) — 经营性现金流净额远超业绩，业务转型提高估值》2020-04-30
- 2、《先河环保 (300137) — 示范项目落地，“测管治”一体化环保应用新模式快速推进》2019-11-26
- 3、《先河环保 (300137) — 业绩符合预期，毛利率回升，现金流显著改善》2019-10-30

**朱纯阳**

010-57601855  
 zhucy3@cmschina.com.cn  
 S1090515060001

**张晨**

010-57601866  
 zhangchen2@cmschina.com.cn  
 S1090513100003

**宋盈盈**

songyingying@cmschina.com.cn  
 S1090520080001

**事件:**

先河环保发布 2020 年半年度报告，公司 2020 年上半年实现收入 4.79 亿元，同比下降 28.53%，实现归母净利润 0.69 亿元，同比下降 28.06%，实现扣非后归母净利润 0.65 亿元，同比下降 28.51%。

**评论:**

**1. 利润表分析: 综合毛利率提升，运营及咨询服务营业收入增长显著，利润占比进一步提升，转型成为全产业链综合服务商成效明显**

受新型冠状病毒肺炎疫情影响，2020 年上半年公司生产经营受到影响，实现归母净利润 0.69 亿元，同比下降 28.06%，实现扣非后归母净利润 0.65 亿元，同比下降 28.51%，上半年业绩在预告区间中偏下限。

公司 2020 年上半年业务结构持续优化，环境监测系统收入为 1.98 亿元，占营业收入比重为 41.25%，运营及咨询服务业务收入为 2.49 亿元，收入占比由去年同期 24.81% 提升至 52.09%。运营及咨询服务营业收入增长显著，利润占比进一步提升，可持续性较强，将有力保障未来业绩的长期稳定增长，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。

盈利能力提高，费用率也有所提升。公司 2020 年上半年综合毛利率为 50.42%，与上年同期 46.54%，同比上升 3.88 pct；分业务而言，环境监测系统业务毛利率为 42.39%，较上年下降 1.42 pct，运营及咨询服务业务毛利率为 58.40%，较上年下降 1.17 pct。公司 2020 年上半年三项费用率为 31.98%，较上年同期上升 4.19 pct；其中，管理（含研发投入）费用率为 20.43%，同比上升 5.33 pct；销售费用率 12.86%，同比基本持平；财务费用率 -1.31%，该费用数额为 0.06 亿，较去年同期增加 598.60% 的原因是公司本期收到的银行存款利息收入增加、上期计提短期借款利息影响。

**2. 现金流分析: 收现比提高，在手资金充裕，负债率持续降低**

公司 2020 年上半年销售商品提供劳务收到的现金 4.38 亿元，同比减少 22.77%，收现比为 91.35%，同比提升 6.81pct；经营性净现金流为 -1.02 亿元；公司期末在手货币资金 5.46 亿元，同比减少 1.36%，基本与去年同期持平。公司现金流良好，虽销售商品提供劳务收到现金数额减少，但收现比有所提升，并且充沛现金在手，有效控制经营风险和保障业务开拓。随着运营及咨询服务业务占比提升，叠加加强项目回款力度，公司经营性现金流将持续改善，为未来业务拓展提供有力支持。

截止 2020 年上半年，公司资产负债率为 16.06%，较 2019 年底 17.07% 下降 1.01 pct，保持较低水平，同时公司有息负债较低，财务安全性相对较高。

### 3. 运维及咨询服务业务成为公司战略升级转型发力点

先河环保网格化业务覆盖率属于业内龙头，在下沉市场有着深厚的项目经验，随着业务市场下沉，公司市场开拓提速。

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于构建现代环境治理体系的指导意见》指出要强化监测能力建设。加快构建陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络，实现环境质量、污染源和生态状况监测全覆盖。实行“谁考核、谁监测”，不断完善生态环境监测技术体系，全面提高监测自动化、标准化、信息化水平，推动实现环境质量预报预警，确保监测数据“真、准、全”。推进信息化建设，形成生态环境数据一本台账、一张网络、一个窗口。加大监测技术装备研发与应用力度，推动监测装备精准、快速、便携化发展。在健全环境治理市场体系中指出创新环境治理模式。

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。平台以生态环境网格化精准监控及决策支持系统为基础融合多元化数据来源，提高大数据综合分析能力，着眼于构建天地一体的生态环境监测体系。

平台横向覆盖市(或者区县)级各相关职能部门，纵向联通国家、省、市、县四级环保数据资源，打破“信息孤岛存在的局面，实现环保信息资源的共享和交换。根据政府及各部门的决策需求，采用先进技术和模式，对大数据融合挖掘，进行整体、多元、可视化、全景分析和展示，通过源清单、源排放贡献分析及减排模拟、综合整治、减排效果评估、达标规划等五大技术，为生态环境管理提供全产业链的技术支撑，深化环境治理、经济发展与生态健康之间的关系。

**网格化业务覆盖近 20 个省份，超过 150 个区域。**先河环保在网格化领域拥有足够的先发优势，在数据校准和应用环节形成了“三级修正、四级校准”体系，对传感器的驯化及数据建模积累了丰富独到的经验，构建起了网格化监测的技术壁垒。

**运维与管理咨询业务快速发展，目前已覆盖 60 个区域，对于传感器的数据与算法驯化是公司的技术优势。**大数据运维服务，即运行数据信息化平台，主要为客户提供平台的数据分析，可以保证信息化系统的有效运转和真正实现对环境的监管治理效果。

先河环保目前的运维及咨询服务业务是公司的一个战略升级转型发力点。这一部分业务，公司 19 年披露的收入口径约 3.5 个亿，增速约为 64%。咨询服务和运维服务较好的商业模式在于客户使用服务的可持续性，先河环保的存量客户里，网格化设备已经覆盖了 150-160 个区域，相应的平台已经搭建完成，但现在提供运维和咨询服务的客户只覆盖了 60 个区域。因此仅仅基于这些存量客户，可以保证先河环保每年收入有持续的增长。若未来可以覆盖 150 个或 200 个区域的业务，公司每年就能获得很稳定的收益，而且因为该业务利润率非常高，收益甚至还会提升。另外随着监测指标的提升，越是高要求的提标难度会更高。在这种背景下，可能会增加诊断服务业务需求，公司可提供高附加值的服务会更多，收费也会提升。保守预计，即使单体项目收入不再增加，且公司不再扩张其他新增客户，每个区县级区域订单按照 1000 万收入来预计，目前公司仅覆盖了 60 个区域，若可以把 150 多个存量区域全部覆盖，仍有 9 个亿的市场空间可以拓展，成长相当可观。

对于先河环保的大数据平台而言，现存的不足之处主要在于平台布局界面的科技感有所欠缺。由于公司是从设备转型的平台服务商，与传统互联网和软件系统公司而言，在做系统平台展示方面略有不足，因此先河的平台与一些物联网科技公司搭建的数据平台相比，实用性有余而科技感不足。公司也在引进相关技术人员完善数据平台的搭建工作，

未来补齐短板有利于公司的市占率进一步提升。

#### 4. 盈利预测及推荐建议

2020 年是十三五收官之年，各地政府和企业面临环境治理成效考核压力，公司通过内生性发展及外延式扩张，目前已发展成为集环境监测、环境管理、环境治理为一体的综合服务商，具有全产业链服务优势，为政府提供监测、咨询服务、治理为一体的全方位、一站式环境改善方案，在行业中具有较强的竞争力。同时，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，推动产业进入环境物联网时代。

公司作为传统大气监测领域龙头，未来随着公司战略转型持续推进，辛集模式异地复制展开，公司运营及管理咨询业务以及相应的智慧环保数字化方向将有望快速增长，并带动公司的资产质量以及市场价值持续增长。今年由于疫情影响监测设备业绩出现一定下滑，预计明年开始业务增速会回归正轨，预计公司 2020-2021 年归母净利润为 2.68、3.17 亿元，当年 PE 估值为 16.9 倍，维持强烈推荐。

**5、风险提示：网格化需求增长不及预期、运营咨询订单拓展不及预期、大盘系统性风险。**

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1852	1945	2236	2649	3088
现金	573	758	917	997	1092
交易性投资	0	15	15	15	15
应收票据	1	11	12	15	18
应收款项	600	625	678	845	1022
其它应收款	99	61	68	85	103
存货	473	399	456	578	700
其他	106	77	90	114	138
<b>非流动资产</b>	619	587	554	524	498
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	247	245	244	242	241
无形资产	336	310	279	251	226
其他	36	32	31	31	30
<b>资产总计</b>	<b>2471</b>	<b>2532</b>	<b>2790</b>	<b>3173</b>	<b>3586</b>
<b>流动负债</b>	603	424	468	562	655
短期借款	134	0	0	0	0
应付账款	195	186	217	275	333
预收账款	131	113	131	166	201
其他	142	125	121	121	121
<b>长期负债</b>	6	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	8	8	8	8
<b>负债合计</b>	<b>609</b>	<b>432</b>	<b>477</b>	<b>571</b>	<b>663</b>
股本	551	551	551	551	551
资本公积金	434	426	426	426	426
留存收益	823	1086	1299	1589	1908
少数股东权益	53	37	37	38	38
归属于母公司所有者权益	1808	2063	2275	2565	2885
<b>负债及权益合计</b>	<b>2471</b>	<b>2532</b>	<b>2790</b>	<b>3173</b>	<b>3586</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	(72)	353	207	93	143
净利润	259	263	268	317	383
折旧摊销	33	34	60	56	53
财务费用	2	2	(7)	(9)	(10)
投资收益	0	(0)	(32)	(32)	(32)
营运资金变动	(366)	55	(85)	(247)	(259)
其它	(0)	(1)	3	8	8
<b>投资活动现金流</b>	(3)	(20)	6	6	6
资本支出	(7)	(27)	(27)	(27)	(27)
其他投资	4	6	32	32	32
<b>筹资活动现金流</b>	74	(156)	(53)	(18)	(53)
借款变动	125	(155)	(5)	0	0
普通股增加	207	0	0	0	0
资本公积增加	(244)	(9)	0	0	0
股利分配	(17)	0	(55)	(27)	(63)
其他	3	8	7	9	10
<b>现金净增加额</b>	<b>(1)</b>	<b>177</b>	<b>159</b>	<b>80</b>	<b>95</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1374	1374	1539	1918	2321
营业成本	682	700	815	1034	1252
营业税金及附加	13	14	15	19	23
营业费用	157	151	169	210	254
管理费用	154	150	168	209	253
研发费用	56	61	68	85	103
财务费用	(3)	(6)	(7)	(9)	(10)
资产减值损失	(53)	(36)	(36)	(36)	(36)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	47	32	32	32	32
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	310	302	308	365	442
营业外收入	2	7	7	7	7
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	311	307	313	370	447
所得税	44	44	45	53	65
少数股东损益	8	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>259</b>	<b>263</b>	<b>268</b>	<b>317</b>	<b>383</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	32%	0%	12%	25%	21%
营业利润	34%	-3%	2%	19%	21%
净利润	38%	1%	2%	18%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.4%	49.1%	47.1%	46.1%	46.1%
净利率	18.9%	19.1%	17.4%	16.5%	16.5%
ROE	14.3%	12.7%	11.8%	12.3%	13.3%
ROIC	13.1%	12.0%	11.1%	11.7%	12.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.7%	17.1%	17.1%	18.0%	18.5%
净负债比率	5.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	4.6	4.8	4.7	4.7
速动比率	2.3	3.6	3.8	3.7	3.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.5	1.6	1.9	2.0	2.0
应收帐款周转率	3.1	2.2	2.3	2.5	2.4
应付帐款周转率	3.6	3.7	4.0	4.2	4.1
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.47	0.48	0.49	0.57	0.69
每股经营现金	-0.13	0.64	0.37	0.17	0.26
每股净资产	3.28	3.74	4.13	4.66	5.23
每股股利	0.00	0.10	0.05	0.11	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	17.5	17.2	16.9	14.3	11.8
PB	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.3	12.6	11.3	9.9	8.4



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳：**中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨：**清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

**宋盈盈：**清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉：**《金牛奖》2019 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。