

强烈推荐-A (维持)

先河环保 300137.SZ

目标估值: 9.6 元  
当前股价: 6.49 元  
2020 年 04 月 30 日

经营性现金流净额远超业绩, 业务转型提高估值

基础数据

上证综指	2810
总股本 (万股)	55103
已上市流通股 (万股)	47103
总市值 (亿元)	36
流通市值 (亿元)	31
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	12.0
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《先河环保 (300137) 一示范项目落地, “测管治” 一体化环保应用新模式快速推进》2019-11-26
- 2、《先河环保 (300137) 一业绩符合预期, 毛利率回升, 现金流显著改善》2019-10-30
- 3、《先河环保 (300137) 一组建先进环保产业创新中心获批, 环保物联网人工智能加快推进》2019-09-27

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

张晨

010-57601866  
zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

研究助理

宋盈盈  
songyingying@cmschina.com.cn

事件:

先河环保发布 2019 年年度报告, 公司 2019 年实现收入 13.74 亿元, 同比增长 0.02%; 实现归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 1.24%, 实现扣非后归母净利润 2.54 亿元, 同比增长 0.93%。

先河环保发布 2020 年一季报, 公司 2020 年 1 季度实现收入 1.72 亿元, 同比下降 32.89%, 实现归母净利润 1026 万元, 同比下降 56.74%, 实现扣非后归母净利润 927 万元, 同比下降 59.77%。

评论:

1. 利润表分析: 业绩总体持平, 运营及咨询服务占比提升, 综合毛利率保持稳定, 运营及咨询服务毛利率提升, 总费用率持续下降

公司 2019 年实现归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 1.24%, 处于业绩预告增速区间 0-15% 的中值偏下限; 受新型冠状病毒肺炎疫情影响, 2020 年一季度公司生产经营受到影响, 实现归母净利润 1026 万元, 同比下降 56.74%, 实现扣非后归母净利润 9266 万元, 同比下降 59.77%, 1 季度业绩在预告区间中偏下限。

公司 2019 年业务结构持续优化, 运营及咨询服务收入较上年同期增长 64.17%, 增速远高于整体收入增速。2019 年公司环境监测系统和运营及咨询服务业务收入分别为 8.99 亿和 3.54 亿, 占营业收入比重分别为 65.41% 和 25.78%, 运营及咨询服务业务占比同比提升 10pct。

公司 2019 年综合毛利率为 49.06%, 与上年同期 50.37% 水平保持稳定; 分业务而言, 环境监测系统业务毛利率为 47.39%, 较上年 48.94% 下降 1.55pct, 运营及咨询服务业务毛利率为 58.63%, 较上年 56.33% 增加 2.30pct。

公司 2019 年三项费用率为 25.87%, 较上年同期 26.45% 小幅下降, 为公司历史最低水平, 预计与公司规模效应以及良好费用把控能力有关; 其中, 销售费用率为 10.96%, 同比下降 0.48pct, 管理费用率 (含研发费用) 和财务费用率分别为 15.34%, -0.44%, 与上年基本持平。

2. 现金流及财务安全性分析: 经营性现金流净额远超业绩, 收现比提高; 负债率低。

公司 2019 年销售商品提供劳务收到的现金为 14.53 亿元, 当年收现比为 105.71%, 较上年同期 80.59% 上升 25.12pct, 经营性净现金流由上年 -0.72 亿元转为 3.53 亿元, 经营性现金流净额远超业绩, 现金流情况转好; 公司期末在手货币资金为 7.58 亿元, 较上年同期增长 35%, 为未来业务拓展提供有力支持。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, 公司经营性现金流持续改善, 为未来业务拓展提供有力支持。

截止 2019 年年底，公司资产负债率为 17.07%，较上年同期 24.66% 下降 7.59pct，保持较低水平，公司有息负债较低，公司财务安全性较高。

### 3. 业务转型提高估值

2019 年，国内大气监测设备市场继续下沉，不断延伸到区县、乡镇等市场，监测设备市场竞争趋于激烈。公司在力争仍占有较高的市场份额的同时，从较早开始布局从单纯的设备销售向智慧化和系统化转型。

公告显示，公司正全力推进由环境监测设备研发制造商战略转型为环境管理与区域环境治理的全产业链综合服务商，借助自主研发的基于物联网和大数据技术的网格化系统及管理咨询服务在精准溯源、污染源解析、预警预报、环境治理等环节的领先优势，并通过环境物联网、人工智能、大数据分析的平台建设，推进区域“测管治”一体化的环保应用新模式，为政府提供环境质量改善与综合防治的全链条服务；此模式契合政府追求环境与经济协调发展的迫切需求，在数据对接下将有效促进公司整体业务跨越式提升。

公司 2019 年 9 月获批组建并已投资设立河北省先进环保产业创新中心，通过河北省先进环保产业创新中心创建环保应用新模式：一是区域全面感知、智慧诊断、科学减排、精准治理、持续达标；二是“测管治联动”一站式第三方服务，实现区域环境质量改善与经济协调、绿色发展。该模式契合了《关于构建现代环境治理体系指导意见》中提出的“创新环境治理模式。积极推行环境污染第三方治理，开展园区污染防治第三方治理示范，探索统一规划、统一监测、统一治理的一体化服务模式。开展小城镇环境综合治理托管服务试点，强化系统治理，实行按效付费。”

公司的环保应用新模式包括“测-管-治”三个步骤：

- “测”——根据每个行业、甚至下沉到细分企业的工艺特点，精细测算其每个阶段无组织排放量的额度，预估对本地空气达标的贡献；（目前还未有竞争对手对县级、地市级城市开展此项业务）；
- “管”——针对有组织排放领域，通过对企业中未纳入监管的工序的参数进行分析，给出其排放限值；（排放标准更加严格：河北省即将对工业炉窑进行进一步超低排放的改革，考虑到河北排放基数大，且地理条件不利于扩散，因此会产生比国家标准更严格的地方排放限制要求）；
- “治”——鼓励企业在新一轮升级改造中优先采用治理技术。

新模式的推广为政府和企业客户解决了环境监测与治理的痛点，提供了更优质的监测管理服务。对于政府部门，由于其人员相对较少，对生态环境大数据运营的掌握较弱，公司建立生态环境大数据中心，专为用户提供咨询服务，通过解释工地、公司排放数据，分析如扬尘造成的影响规模等，帮助客户更好地分析判断。对于企业客户，公司对大数据咨询服务业务进行延伸，旨在针对每个工业企业的情况，为客户提供更精细的环保管家服务。

同时，公司 10 月与河北辛集市政府签署《智慧环境(生态环境大数据及综合治理)产业创新中心示范基地战略合作框架协议》并于 11 月落地示范项目；12 月与邯郸建投签署战略合作协议。通过项目的示范引领作用将进一步推动公司业务的升级拓展，增强公司的综合竞争力。

#### 4. 盈利预测及推荐建议

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。预计公司 2020-2021 年归母净利润为 2.89、3.48 亿元，当年 PE 估值为 12.4 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	2424	2894	3437
现金	573	758	840	945	1094
交易性投资	0	15	15	15	15
应收票据	1	11	14	18	21
应收款项	600	625	822	1013	1219
其它应收款	99	0	0	0	0
存货	473	399	544	670	806
其他	106	138	190	234	281
<b>非流动资产</b>	619	587	555	527	502
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	247	0	0	0	0
无形资产	336	310	279	251	226
其他	36	277	276	276	275
<b>资产总计</b>	<b>2471</b>	<b>2532</b>	<b>2979</b>	<b>3421</b>	<b>3938</b>
<b>流动负债</b>	603	424	536	632	736
短期借款	134	0	0	0	0
应付账款	195	186	259	319	384
预收账款	131	113	156	193	232
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>544</b>	<b>641</b>	<b>745</b>
股本	551	551	551	551	551
资本公积金	434	426	426	426	426
留存收益	823	1086	1421	1766	2179
少数股东权益	53	37	37	38	38
归属于母公司所有者权益	1808	2063	2398	2743	3156
<b>负债及权益合计</b>	<b>2471</b>	<b>2532</b>	<b>2979</b>	<b>3421</b>	<b>3938</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	246	154	201
净利润	259	263	289	348	410
折旧摊销	33	34	60	56	53
财务费用	2	2	(6)	(7)	(8)
投资收益	0	(0)	(32)	(32)	(32)
营运资金变动	(366)	55	(66)	(217)	(230)
其它	(0)	(1)	2	7	7
<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)	2	(51)	(62)
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	0	(58)	(70)
其他	3	8	6	7	8
<b>现金净增加额</b>	<b>(1)</b>	<b>177</b>	<b>254</b>	<b>109</b>	<b>145</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	1521	1861	2220
营业成本	682	700	776	955	1144
营业税金及附加	13	14	15	19	22
营业费用	157	151	167	204	243
管理费用	154	150	166	203	242
研发费用	56	61	68	83	99
财务费用	(3)	(6)	(6)	(7)	(8)
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
<b>营业利润</b>	310	302	332	401	474
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	338	407	480
所得税	44	44	49	59	69
<b>净利润</b>	267	263	289	348	411
少数股东损益	8	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	259	263	289	348	410

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	32%	0%	11%	22%	19%
营业利润	7%	-3%	10%	21%	18%
净利润	6%	1%	10%	20%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.4%	49.1%	49.0%	48.7%	48.5%
净利率	18.9%	19.1%	19.0%	18.7%	18.5%
ROE	14.3%	12.7%	12.3%	13.2%	13.8%
ROIC	13.1%	12.0%	11.7%	12.6%	13.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.7%	17.1%	16.2%	16.7%	17.0%
净负债比率	5.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	4.6	5.1	5.1	5.2
速动比率	2.3	3.6	4.1	4.1	4.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.5	1.6	1.9	2.0	1.9
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	4.1	4.1
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.47	0.48	0.52	0.63	0.74
每股经营现金	-0.13	0.64	0.45	0.28	0.36
每股净资产	3.28	3.74	4.27	4.79	5.41
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.13	0.15
<b>估值比率</b>					
PE	14.6	14.4	12.4	10.3	8.7
PB	2.1	1.8	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.5	10.8	7.8	6.7	5.8

## 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。

**谢笑妍**：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

**陈东飞**：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**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。