

运营收入同增 50%表现亮眼, 静待占比提升驱动戴维斯双击

——先河环保(300137.SZ) 2020年半年报点评

公司简报

◆事件: 公司发布 2020 年半年报, 报告期内实现营收 4.79 亿元同降 28.53%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6909 万元同降 28.06%, 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6490 万元同降 28.51%, 实现经营活动产生的现金流量净额-1.02 亿元。

◆运营与咨询服务同增超 50%表现亮眼

公司 2020Q2 实现营收 3.07 亿元同降 25.8%, 相比 Q1 的-32.9%环比改善。环境监测系统业务实现营收 1.98 亿元同降 52.69%, 主要受疫情冲击线下招标交付等活动受限所致。运营及咨询服务实现营收 2.49 亿元同增 50.07%, 表现亮眼。更为永续的商业模式在外部冲击下, 表现出强大的市场竞争力与客户粘性。由于运营业务毛利率更高收入占比提升, 上半年公司综合毛利率由去年同期的 46.5%提升到 50.4%。由于人员成本支出刚性, 收入下降背景下, 管理和研发费用率分别上涨 2.8、2.6pcts, 符合预期。销售费用率基本与去年持平。

◆静待运营收入占比提升驱动戴维斯双击

公司积极由设备供应商向运营服务商转型。首先数据运营业务带来按年收费更稳健且持续的服务收入。其次高用户粘性, 叠加单客户潜在年收入贡献提升, 有望带来更稳健的现金流和业绩增长。单客户稳健可持续, 且收入有望持续提升, 并具有良好的现金流贡献的运营业务, 将抵消公司业务周期性。公司作为覆盖城市数量与提供运营服务城市数量最多的头部公司, 在政策驱动及排名压力地方改善环境质量的刚性需求背景下, 随着监测区域扩大市场空间有望逐步扩张, 尚处于成长早期的数据运营服务市场将给公司带来良好发展机遇。随着毛利率更高、粘性更强、营收和现金流更可持续的运营业务收入的持续增长, 公司有望迎来戴维斯双击。

◆投资建议:

维持公司 2020-2022 年 EPS 为 0.55、0.72、0.93 元/股, 维持“买入”评级。

◆风险提示:

运营业务进展不达预期, 市场竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,374	1,374	1,500	1,815	2,191
营业收入增长率	31.80%	0.02%	9.15%	21.00%	20.70%
净利润(百万元)	259	263	304	399	510
净利润增长率	37.87%	1.24%	15.73%	31.35%	27.75%
EPS(元)	0.47	0.48	0.55	0.72	0.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.35%	12.73%	13.15%	15.07%	16.56%
P/E	18	18	15	12	9
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 8 月 27 日

买入(维持)

当前价: 8.41 元

分析师

卫书根 (执业证书编号: S0930517090002)
021-52523858
weishugen@ebsec.com

殷中枢 (执业证书编号: S0930518040004)
010-58452071
yinzs@ebsec.com

姜国平 (执业证书编号: S0930514080007)
021-52523857
jianggp@ebsec.com

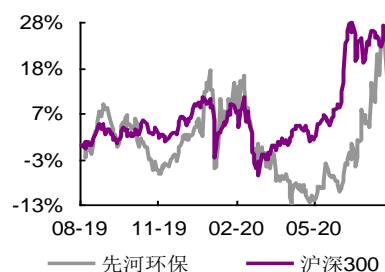
郝骞 (执业证书编号: S0930520050001)
021-52523827
haopian@ebsec.com

万义麟 (执业证书编号: S0930519080001)
021-52523859
wanyilin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股): 5.51
总市值(亿元): 46.34
一年最低/最高(元): 6.38/9.44
近 3 月换手率: 188.07%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.54	6.19	-8.21
绝对	7.55	28.36	17.42

资料来源: Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,374	1,374	1,500	1,815	2,191
营业成本	682	700	761	889	1,052
折旧和摊销	30	33	30	31	33
税金及附加	13	14	14	17	21
销售费用	157	151	165	189	221
管理费用	154	150	165	189	221
研发费用	56	61	67	81	97
财务费用	-3	-6	-6	-8	-10
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	310	302	354	466	595
利润总额	311	307	355	467	596
所得税	44	44	51	67	86
净利润	267	263	304	399	510
少数股东损益	8	0	0	0	0
归属母公司净利润	259	263	304	399	510
EPS(按最新股本计)	0.47	0.48	0.55	0.72	0.93

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-72	353	259	256	334
净利润	259	263	304	399	510
折旧摊销	30	33	30	31	33
净营运资金增加	481	-66	132	322	388
其他	-843	123	-207	-497	-597
投资活动产生现金流	-3	-20	-25	-23	-25
净资本支出	-7	-19	-23	-23	-23
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	4	-1	-2	0	-2
融资活动现金流	74	-156	-49	-52	-70
股本变化	207	0	0	0	0
债务净变化	134	-139	0	0	0
无息负债变化	8	-38	35	82	100
净现金流	0	177	185	181	239

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	50.4%	49.1%	49.3%	51.0%	52.0%
EBITDA 率	24.7%	28.3%	26.3%	28.9%	30.3%
EBIT 率	22.3%	25.8%	24.3%	27.2%	28.8%
税前净利润率	22.7%	22.3%	23.7%	25.7%	27.2%
归母净利润率	18.9%	19.1%	20.3%	22.0%	23.3%
ROA	10.8%	10.4%	10.8%	12.3%	13.5%
ROE (摊薄)	14.3%	12.7%	13.2%	15.1%	16.6%
经营性 ROIC	12.4%	15.0%	14.5%	17.2%	19.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	25%	17%	17%	17%	17%
流动比率	3.07	4.59	4.87	4.92	4.99
速动比率	2.29	3.65	3.92	3.98	4.06
归母权益/有息债务	12.63	452.12	506.67	580.86	675.15
有形资产/有息债务	14.70	480.15	542.05	633.86	749.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,471	2,532	2,817	3,237	3,768
货币资金	573	758	943	1,124	1,363
交易性金融资产	0	15	15	15	15
应收账款	600	625	682	825	996
应收票据	1	11	12	14	17
其他应收款(合计)	99	61	66	80	97
存货	473	399	434	507	600
其他流动资产	3	2	2	2	2
流动资产合计	1,852	1,945	2,236	2,663	3,203
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	247	235	227	217	207
在建工程	5	14	14	13	13
无形资产	25	23	25	26	28
商誉	311	287	287	287	287
其他非流动资产	0	-4	-4	-4	-4
非流动资产合计	619	587	581	574	565
总负债	609	432	468	550	650
短期借款	134	0	0	0	0
应付账款	171	184	200	234	277
应付票据	24	2	2	2	3
预收账款	131	113	123	149	180
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	603	424	459	541	642
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6	6
非流动负债合计	6	8	8	8	8
股东权益	1,861	2,100	2,349	2,687	3,118
股本	551	551	551	551	551
公积金	564	597	628	668	719
未分配利润	728	958	1,176	1,475	1,854
归属母公司权益	1,808	2,063	2,312	2,650	3,080
少数股东权益	53	37	37	37	37

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	11.44%	10.96%	11.00%	10.40%	10.10%
管理费用率	11.18%	10.90%	11.00%	10.40%	10.10%
财务费用率	-0.23%	-0.44%	-0.42%	-0.46%	-0.45%
研发费用率	4.07%	4.44%	4.44%	4.44%	4.44%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.10	0.11	0.14	0.19
每股经营现金流	-0.13	0.64	0.47	0.47	0.61
每股净资产	3.28	3.74	4.19	4.81	5.59
每股销售收入	2.49	2.49	2.72	3.29	3.98

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	18	18	15	12	9
PB	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.9	12.0	11.4	8.5	6.7
股息率	0.0%	1.2%	1.3%	1.7%	2.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼