

# 先河环保 (300137.SZ)

## 疫情影响业绩下滑，积极转型监测综合服务商

受疫情影响，公司三季度业绩下滑。公司发布三季报，前三季度营收7.1亿元，yoy-25.4%，实现归母净利润1.1亿元，yoy-34.9%。2020Q3单季度营收2.3亿元，yoy-18.2%，实现归母净利润0.5亿元，yoy-43.0%。公司三季度收入、利润下滑或与传统的监测设备增速下滑有关，另一方面或受疫情影响期间招投标减少影响。

毛利率上升，研发投入进一步加大。公司前三季度综合毛利率为50.8%（同比+1.8pct），向全产业链服务商转型的成效初现；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为12.7%（同比+0.5pct）/13.8%（同比+2.2pct）/-1.2%（同比-1.0pct），保持稳定。公司前三季度研发费用4289.8万元，同增47.5%，研发投入保持高速增长趋势，继续加码环保物联网的建设。公司前三季度经营活动现金净流量为0.8亿元，2019Q3为0.5亿元。

监测运营及服务需求强烈，公司精准对接积极转型。目前各省市污染防治已到了攻坚阶段，精确治污需求大幅提升，以网格化设备为基础，集成软件为服务的环境咨询业务需求大。公司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国内处于领先，大气监测数据转化为环境咨询服务为地方政府精准治污助力，目前已经应用于21个省份，为各地政府环境持续达标服务。公司智慧环境精准管理信息化平台对大数据融合挖掘，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，具有较强的市场竞争力。近年来生态环境排名考核由城市向区县下沉，政府生态环境质量改善需求较大，智能平台业务有较大发展空间。公司收入结构中环境设备收入占比降低，运营及管理咨询服务收入占比达到一半以上，积极向监测综合服务商转型。

《京津冀2020-2021秋冬大气污染防治方案》即将发布，监测龙头持续受益。2020-2021年秋冬季大气污染防治综合攻坚行动方案将发布；今年秋冬季大气污染防治力度不减，将更加突出精准治污、科学治污、依法治污，确保蓝天保卫战圆满收官。政策有望提振京津冀大气监测设备需求，先河环保作为大气监测龙头率先受益。

盈利预测。我们预计2020-2022年公司归母净利润为2.0/2.5/3.1亿元，EPS分别为0.35/0.46/0.57元/股，对应PE估值为21.7X/16.7X/13.4X，在各省市“蓝天保卫战”政策推动下，环境监测点位将逐渐下沉至县、乡一级，同时环境咨询业务给公司提供新增量，维持“买入”评级。

风险提示：监测市场下沉不及预期，智慧环保不及预期。

| 财务指标         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,374 | 1,374 | 1,072 | 1,233 | 1,479 |
| 增长率yoy(%)    | 31.8  | 0.0   | -22.0 | 15.0  | 20.0  |
| 归母净利润(百万元)   | 259   | 263   | 195   | 253   | 314   |
| 增长率yoy(%)    | 37.9  | 1.2   | -25.9 | 30.0  | 24.1  |
| EPS最新摊薄(元/股) | 0.47  | 0.48  | 0.35  | 0.46  | 0.57  |
| 净资产收益率(%)    | 14.4  | 12.5  | 9.1   | 10.6  | 11.6  |
| P/E(倍)       | 16.2  | 16.0  | 21.7  | 16.7  | 13.4  |
| P/B(倍)       | 2.3   | 2.0   | 1.9   | 1.7   | 1.6   |

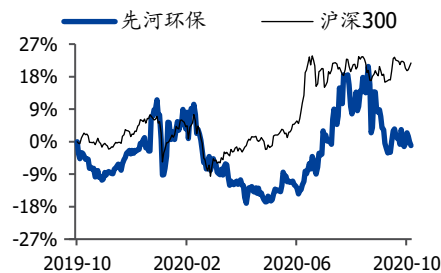
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

|               |          |
|---------------|----------|
| 行业            | 环保工程及服务  |
| 前次评级          | 买入       |
| 最新收盘价         | 7.65     |
| 总市值(百万元)      | 4,215.40 |
| 总股本(百万股)      | 551.03   |
| 其中自由流通股(%)    | 85.87    |
| 30日日均成交量(百万股) | 5.46     |

### 股价走势



### 作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

### 相关研究

- 《先河环保(300137.SZ)：业绩增速放缓，向监测综合服务商转型》202004-30
- 《先河环保(300137.SZ)：业绩符合预期，现金流大幅改善》2019-10-29
- 《先河环保(300137.SZ)：精准治污进入攻坚阶段，智慧环境需求大》2019-10-11



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,852 | 1,945 | 1,284 | 2,415 | 2,351 |
| 现金             | 573   | 758   | 780   | 1,151 | 1,575 |
| 应收票据及应收账款      | 600   | 625   | 141   | 606   | 216   |
| 其他应收款          | 0     | 61    | 0     | 55    | 11    |
| 预付账款           | 103   | 76    | 64    | 96    | 96    |
| 存货             | 473   | 399   | 282   | 480   | 435   |
| 其他流动资产         | 103   | 27    | 17    | 27    | 19    |
| <b>非流动资产</b>   | 619   | 587   | 509   | 515   | 534   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 247   | 245   | 171   | 179   | 200   |
| 无形资产           | 25    | 23    | 21    | 19    | 16    |
| 其他非流动资产        | 347   | 319   | 317   | 318   | 318   |
| <b>资产总计</b>    | 2,471 | 2,532 | 1,793 | 2,930 | 2,886 |
| <b>流动负债</b>    | 603   | 424   | 438   | 684   | 566   |
| 短期借款           | 134   | 0     | 150   | 180   | 200   |
| 应付票据及应付账款      | 171   | 184   | 93    | 246   | 120   |
| 其他流动负债         | 298   | 240   | 195   | 257   | 246   |
| <b>非流动负债</b>   | 6     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 6     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| <b>负债合计</b>    | 609   | 432   | 446   | 692   | 575   |
| 少数股东权益         | 53    | 37    | 47    | 55    | 64    |
| 股本             | 551   | 551   | 551   | 551   | 551   |
| 资本公积           | 471   | 471   | 471   | 471   | 471   |
| 留存收益           | 821   | 1,084 | 1,256 | 1,488 | 1,771 |
| 归属母公司股东权益      | 1,808 | 2,063 | 1,300 | 2,183 | 2,247 |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,471 | 2,532 | 1,793 | 2,930 | 2,886 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -72   | 353   | 23    | 382   | 438   |
| 净利润            | 267   | 263   | 204   | 262   | 323   |
| 折旧摊销           | 33    | 34    | 26    | 26    | 29    |
| 财务费用           | -3    | -6    | -6    | -5    | -14   |
| 投资损失           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -419  | 19    | -200  | 100   | 100   |
| 其他经营现金流        | 50    | 42    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -3    | -20   | -147  | -133  | -148  |
| 资本支出           | 7     | 27    | -78   | 6     | 19    |
| 长期投资           | 40    | -15   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 44    | -9    | -226  | -126  | -129  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 74    | -156  | 147   | 121   | 134   |
| 短期借款           | 134   | -134  | 200   | 150   | 150   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 207   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -207  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -60   | -22   | -53   | -29   | -16   |
| <b>现金净增加额</b>  | 0     | 177   | 23    | 371   | 424   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度      | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1,374 | 1,374 | 1,072 | 1,233 | 1,479 |
| 营业成本      | 682   | 700   | 547   | 611   | 734   |
| 营业税金及附加   | 13    | 14    | 12    | 13    | 15    |
| 营业费用      | 157   | 151   | 139   | 148   | 175   |
| 管理费用      | 154   | 150   | 150   | 164   | 197   |
| 财务费用      | -3    | -6    | -6    | -5    | -14   |
| 资产减值损失    | 53    | -23   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 310   | 302   | 231   | 302   | 372   |
| 营业外收入     | 2     | 7     | 9     | 5     | 6     |
| 营业外支出     | 1     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 利润总额      | 311   | 307   | 239   | 306   | 377   |
| 所得税       | 44    | 44    | 35    | 44    | 54    |
| 净利润       | 267   | 263   | 204   | 262   | 323   |
| 少数股东损益    | 8     | 0     | 9     | 9     | 9     |
| 归属母公司净利润  | 259   | 263   | 195   | 253   | 314   |
| EBITDA    | 335   | 319   | 246   | 313   | 377   |
| EPS (元/股) | 0.47  | 0.48  | 0.35  | 0.46  | 0.57  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 31.8  | 0.0   | -22.0 | 15.0  | 20.0  |
| 营业利润(%)         | 33.6  | -2.8  | -23.5 | 30.8  | 23.4  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 37.9  | 1.2   | -25.9 | 30.0  | 24.1  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 50.4  | 49.1  | 49.0  | 50.4  | 50.4  |
| 净利率(%)          | 18.9  | 19.1  | 18.2  | 20.5  | 21.2  |
| ROE(%)          | 14.4  | 12.5  | 9.1   | 10.6  | 11.6  |
| ROIC(%)         | 13.3  | 11.7  | 8.0   | 9.4   | 10.2  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 24.7  | 17.1  | 24.9  | 23.6  | 19.9  |
| 净负债比率(%)        | -23.1 | -35.9 | -28.0 | -39.2 | -49.7 |
| 流动比率            | 3.1   | 4.6   | 2.9   | 3.5   | 4.2   |
| 速动比率            | 2.3   | 3.6   | 2.3   | 2.8   | 3.4   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.60  | 0.55  | 0.50  | 0.52  | 0.51  |
| 应收账款周转率         | 3.1   | 2.2   | 2.8   | 3.3   | 3.6   |
| 应付账款周转率         | 4.3   | 3.9   | 3.9   | 3.6   | 4.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.47  | 0.48  | 0.35  | 0.46  | 0.57  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.05  | 0.65  | 0.04  | 0.69  | 0.80  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 3.28  | 3.74  | 4.00  | 4.39  | 4.91  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 16.2  | 16.0  | 21.7  | 16.7  | 13.4  |
| P/B             | 2.3   | 2.0   | 1.9   | 1.7   | 1.6   |
| EV/EBITDA       | 11.5  | 11.0  | 14.7  | 10.5  | 7.7   |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com