

# 大气监测领域景气度提升，业绩、估值望迎双成长

## 先河环保（300137.SZ）首次覆盖给予“买入”评级

### 核心结论

政策加码打破环境空气监测领域天花板，助行业估值提升。《打赢蓝天保卫战三年行动计划》发布，空气质量考核排名城市扩容至169个，我们看好治理难度加大、监管收严背景下带来的两方面环境空气监测市场需求：

- 1、环境治理考核倒逼，加之理清治污责任的需求，将带来环境空气监测站点位下沉至乡镇单位，预计对应市场空间181-361亿。
- 2、网格化监测由于单位价格低、监测点密度大、指向精准等优势，贴合地方政府精准治污需求，仅考虑排名后20%的区县行政单位需要网格化监测提供大数据及解决方案，预计将带来市场空间59亿元。

竞争优势显著，先河环保望优先受益大气监测市场扩张。公司技术领先、专注环境监测业务，是市场上首个提出网格化监测助力精准治污的企业，竞争优势显著望优先受益市场扩张，预计2018-2020年年均收入增速可达39%。

**投资建议：**我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.53/0.74/1.02元，考虑行业景气度提升，公司优先受益、业绩成长性确定，望进入估值、利润双成长通道，给予公司19年EPS的15倍市盈率，对应目标价11.13元，隐含上涨空间22.6%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策执行力度不达预期、竞争加剧超预期。（详情请见尾页）

### 核心数据

	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E
营业收入（百万元）	790	1,043	1,506	1,979	2,669
增长率(%)	26%	32%	44%	31%	35%
净利润（百万元）	105	188	293	409	562
增长率(%)	27%	71%	59%	40%	37%
每股收益（EPS）	0.19	0.34	0.53	0.74	1.02
市盈率（P/E）	43.3	24.2	15.6	11.2	8.1
市净率（P/B）	3.1	2.8	2.5	2.1	1.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码

300137

目标价格

11.13

前次评级

评级变动

首次

当前价格

9.08

近一年股价走势



分析师



李培玉 S0800517110001



021-38584236



lpeiuyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

## 索引

## 内容目录

一张图看懂公司 .....	4
大气治理需求不断深化，减排治污难度持续加码 .....	5
环境治理、监测先行，首次考核促地级以上城市监测点位全覆盖 .....	5
大气治理要求提升，减排幅度缩小、难度加大 .....	6
治污难度加码、监管高压，促环境空气监测市场加速发展 .....	8
环保地位提升、考核加码，环境空气监测市场空间再扩大 .....	8
空气质量排名压力倒逼环境空气监测站点下沉至乡镇范围 .....	9
精准治污需求催生网格化监测市场，预计 2018-2020 年市场空间达 59 亿元 .....	10
天花板不断打破，设备、运营望持续双成长 .....	11
环保要求收严，新指标新领域不断涌现打破行业天花板 .....	11
监事权上收、数据造假频发，倒逼第三方运营市场规模提升 .....	12
重视研发、专注主业，先河环保领跑环境质量监测领域 .....	12
大股东专业出身，公司定位明确，上市借助资本市场加速公司发展 .....	12
看中技术发展、不断加大研发投入，确保行业领先地位 .....	13
专注环境质量监测，望优先受益环境空气质量监测站点下沉 .....	13
市场首推大气网格化监测，综合优势显著助公司维持领先地位 .....	14
财务状况优秀，业绩持续稳定成长 .....	15
运营分析 .....	16
市场如期释放，公司 2018 年订单快速成长 .....	16
行业高景气度持续，主营业务双升预计促 2018-2020 年营收年均增速达 36.8% .....	17
营收结构调整、综合毛利率变化，预计 2018-2020 年净利润年均增速达 43.8% .....	17
盈利预测与估值 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

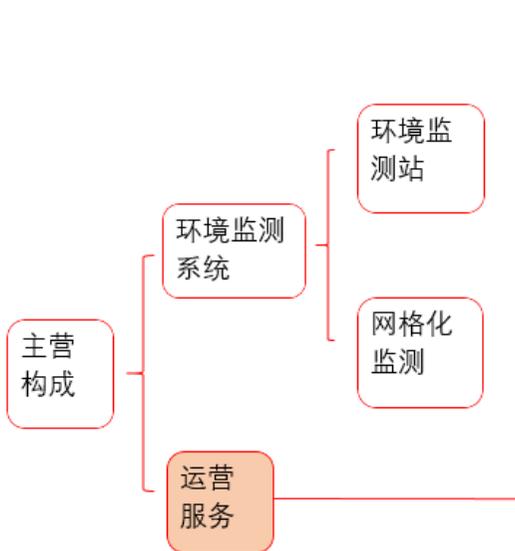
图 1: 13-17 年环境监测与监察财政支出 CAGR 达 14.1% .....	5
图 2: 13-17 年其他环境监测与监察财政支出 CAGR 达 15.3% .....	5
图 3: 全国环境空气质量监测点位及国控监测点位数 .....	6
图 4: 2017 年大气污染防治计划考核完美收官，各项指标均超额完成 .....	6
图 5: 2017 年 338 个城市环境空气质量级别比例 .....	7
图 6: 2017 年不同能源消费量占一次能源总消费量比重 .....	8

图 7: 2016 年不同行业煤炭消费量占总消费量占比 .....	8
图 8: 2017 年全国乡镇数量达到 39888 个 .....	10
图 9: 参与考核 169 城市所含乡镇数量达 18060 个 .....	10
图 10: 参与空气质量考核的 169 个城市共有区县行政区域 1476 个 .....	11
图 11: 先河环保股权结构 .....	12
图 12: 截止 2018 年 6 月底先河环保 (含子公司) 拥有专利 85 项, 软件著作权 123 项 ..	13
图 13: 先河环保重视技术创新, 研发费用持续提升 .....	13
图 14: 1H2018 环境监测龙头企业收入拆分 .....	14
图 15: “2+26” 城市 17 年秋冬季空气改善考核获优秀的 11 个城市中 9 个采用先河环保网格化服务 .....	14
图 16: 3Q2018 底先河环保资产负债率为 19.4% .....	15
图 17: 1-3Q2018 先河环保经营性现金流入净额-3.75 亿元 .....	15
图 18: 1H2018 先河环保环境监测系统、运营服务收入双成长 .....	15
图 19: 1-3Q2018 先河环保营收同比增长 31.4%至 8.21 亿元 .....	15
图 20: 1-3Q2018 先河环保毛利率提升、费用率下滑双重利好 .....	16
图 21: 1-3Q2018 先河环保净利润同比增 55.8%至 1.47 亿元 .....	16
图 22: 先河环保 2018 年前三季度新签订合同额同比增长 56%至 11.52 亿元 .....	16
图 23: 预计 2018-2020 年先河环保主营业务规模双成长 .....	17
图 24: 预计 2018-2020 年先河环保营收年均复合增速达 36.8% .....	17
图 25: 预计 2018-2020 年先河环保综合毛利率将维持 53% .....	17
图 26: 预计 2018-2020 年先河环保净利润年均增速达 43.8% .....	17
表 1: 2014 年 7 月国务院办公厅发布《大气污染防治行动计划实施情况考核办法 (试行)》 .....	9
表 2: 环境监测公司同业比较 .....	18
表 3: 绝对估值的假设条件 .....	18

## 一张图看懂公司



先河环保是国内规模大、产品线全、创新能力强的环境监测仪器专业生产企业之一。



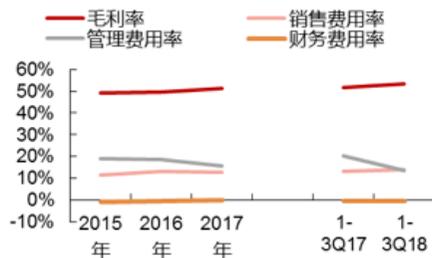
### 主营业务收入拆解



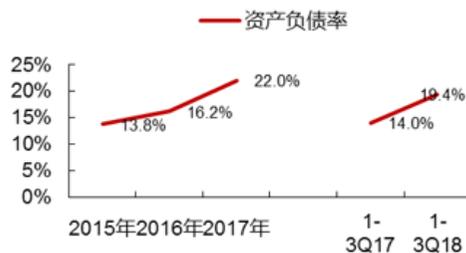
### 驱动力分析

- 1、环境监测站包括大气、水、土壤，环境监测站市场来源于监测领域和区域下沉带来需求；
- 2、网格化监测设备+咨询服务需求主要是考核排名靠后的地区带来的精准治污需求；
- 3、监事权上收、数据造假监管/惩罚力度提升带来第三方运维服务需求；

### 盈利能力



### 资产负债率



### 经营性现金流



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 大气治理需求不断深化，减排治污难度持续加码

### 环境治理、监测先行，首次考核促地级以上城市监测点位全覆盖

**环境污染严重，高压政策全面推进大气治理。**由于面对资源约束趋紧、环境污染严重、生态系统退化的严峻形势现状，“十八大”会议上生态文明建设被放在了突出的地位上。2013年，“雾霾”成为年度关键词，同年1月全国30个省（区、市）经历了4次雾霾。在此背景下，2013年9月10日国务院正式发布《大气污染防治行动计划》，提出到2017年全国地级及以上城市可吸入颗粒物（PM10）浓度比2012年下降10%以上，京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物（PM2.5）浓度分别下降25%、20%、15%，北京细颗粒物年度浓度控制在60微克/立方米左右。

**治污减排、监测先行，全国环境监测与监察领域财政支出快速增长。**监测到位是进行大气治理、了解治理方式是否有效、结果是否达标的先决条件，受益大气治理需求的高速成长，环境监测领域也快速发展。2017年全国公共财政支出中，环境监测与监察领域涉及资金71.79亿元，同比增长13.4%，2013-2017年年均复合增速达到14.11%，剔除建设项目环评审查与监督以及核与辐射安全监督领域支出后，其他环境监测与监察领域全国公共财政支出58.91亿元，同比增长16.3%，2013-2017年年均复合增速达到15.26%。

图 1：13-17 年环境监测与监察财政支出 CAGR 达 14.1%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：13-17 年其他环境监测与监察财政支出 CAGR 达 15.3%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

**政策推进、投资加码，全国环境空气质量监测点位数量提升。**受益政策推进、投资加码等因素影响，2015年全国环境空气质量监测点位数量达到3360个，同比增长34.56%，国控监测点位1436个，同比持平，所覆盖区域主要为全国338个地级及以上城市。

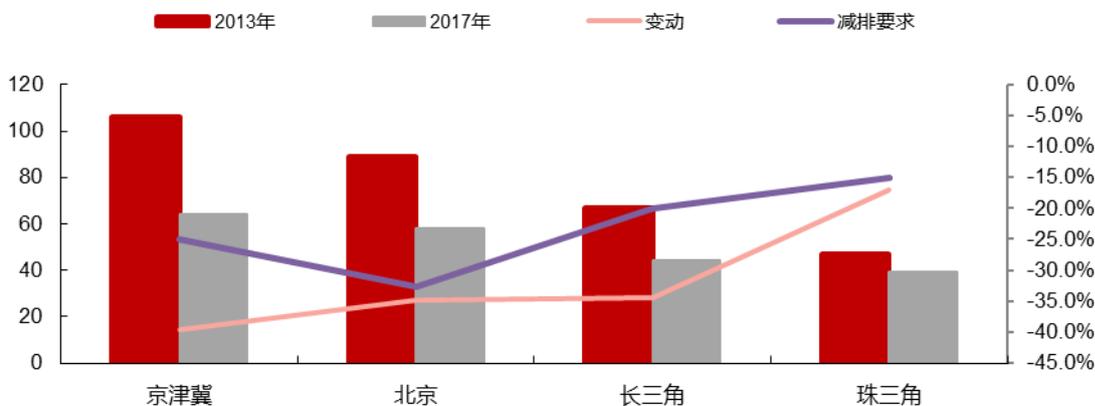
图 3：全国环境空气质量监测点位及国控监测点位数



资料来源：生态环境部，西部证券研发中心

**政策力度空前，2017 年考核完美收官。**由于监测覆盖全面、减排政策高压，2017 年-2018 年秋冬针对重污染区域执行了最为严格的停限产政策。2017 年全国 338 个地级及以上城市 PM10 平均浓度为 75 微克/立方米，较 2013 年同期下滑 20.4%，京津冀、长三角、珠三角 PM2.5 的年平均浓度分别为 64/44/39 微克/立方米，较 2013 年同期分别下滑 39.6%、34.3%、17.0%，均超标完成大气污染防治计划目标，北京 PM2.5 年均浓度达到 58 微克/立方米，低于 60 微克/立方米，也完成计划目标。

图 4：2017 年大气污染防治计划考核完美收官，各项指标均超额完成

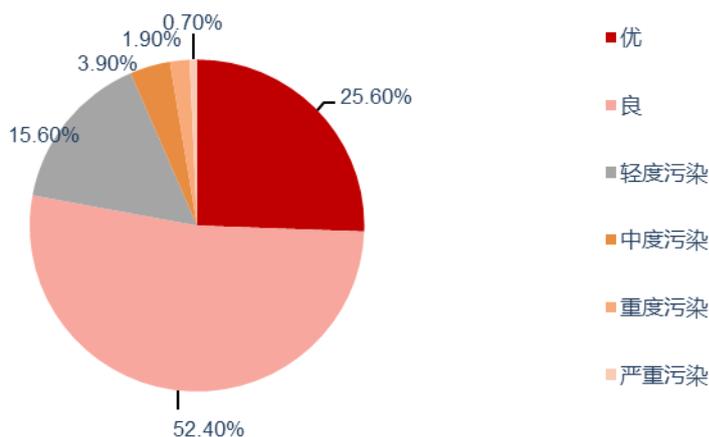


资料来源：生态环境部，西部证券研发中心

### 大气治理要求提升，减排幅度缩小、难度加大

**首次考核目标完成，但距空气质量彻底改善仍有距离。**2017 年，全国 338 个地级及以上城市中，仅有 99 个城市环境空气质量达标，仅占全部城市数量的 29.3%。338 个城市中平均优良天数比例为 78%，仍有 22% 的天数空气质量超标。其中 5 个城市优良天数比例为 100%，170 个城市优良天数比例在 80%-100% 之间，137 个城市优良天数比例在 50%~80% 之间，26 个城市优良天数比例低于 50%。

图 5：2017 年 338 个城市环境空气质量级别比例



资料来源：生态环境部，西部证券研发中心

发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，治理目标进一步提升。2018年7月，国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，对大气污染防治目标进一步提高：

- 1、要求到2020年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比2015年下降15%以上；PM2.5未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%，重度及以上污染天数比率比2015年下降25%以上；
- 2、提前完成“十三五”目标的省份，要保持和巩固改善成果；尚未完成的省份，要确保全面实施“十三五”约束性目标；
- 3、北京市环境空气质量改善目标应在“十三五”目标基础上进一步提高。

重点区域范围从过去的京津冀、长三角、珠三角调整至京津冀、“2+26”城市、长三角地区（包括上海、江苏、浙江、安徽）、汾渭平原。

与2013年的《大气污染防治行动计划》相比，该“计划”目标更加聚焦当前空气质量超标最严重的PM2.5、二氧化硫和氮氧化物，更加聚焦秋冬季污染防治（重污染天数较多时间）、重点区域范围扩大到京津冀大气传输通道的“2+26城市”和汾渭平原。

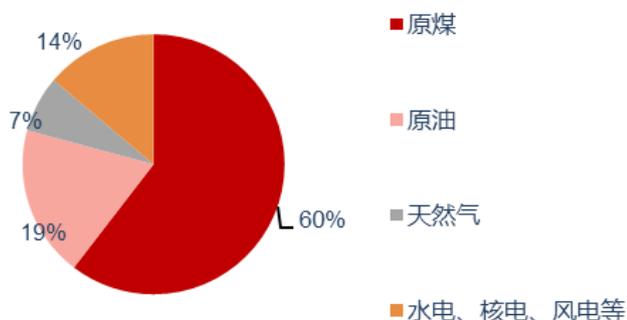
电厂烟气治理接近尾声，未来减排难度加码。从数字上来看要求减排幅度较2013-2017年有所下降，但是减排难度有所增加。

“雾霾”的形成主要来自于化石能源的燃烧，2017年我国能源消费总量达到44.9亿吨标准煤，其中原煤消耗占能源消费总量比例为60.4%，原油消耗占比为18.8%，天然气消耗占比为7.0%，水电、核电、风电等清洁能源消耗占比为13.8%。2016年化石能源消费比重占86.7%，其中原煤消费比重达62.0%。

而我国煤炭消费中，消费比例较高的行业为电力/热力生产、石油化工、钢铁、建材、有色金属，其中2016年，全国煤炭消费量达38.46亿吨，其中电力、热力生产和供应业消费量达到16.94亿吨，占总消费量的44.1%。2015年12月，国务院常务会议决定，在2020年之前，对燃煤机组全面实施超低排放和节能改造，大幅降低发电煤耗和污染排放，截止2017年底，全国已累计完成7亿千瓦燃煤电厂超低排放改造，预计2018年全国燃煤电厂将全面执行超低排放标准（可能淘汰的落后机组除外）。

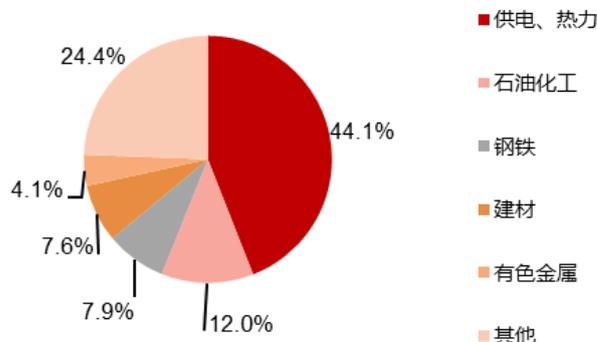
由于煤炭消费比重最大的燃煤电厂大气治理已接近尾声，未来工业端大气治理涉及行业多且分散，此外移动源端消费量逐步提升，多重影响均将增加未来减排、治污难度。

图 6：2017 年不同能源消费量占一次能源总消费量比重



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：2016 年不同行业煤炭消费量占总消费量占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 治污难度加码、监管高压，促环境空气监测市场加速发展

### 环保地位提升、考核加码，环境空气监测市场空间再扩大

自“十八大”将生态文明建设纳入到“五位一体”的总体布局以来，环境保护地位逐步与经济建设、政治建设、文化建设、社会建设并重。2016-2017年，环保部牵头，中纪委、中组部相关领导参加组成了中央环保督察组，先后在全国31个省市自治区开展环境保护督察，从这31个地区的环保督察反馈意见来看，本轮督察最大变化在于从过去的“督企”转为“督政”，矛头直指各级党委、政府及其有关部门不作为、慢作为、甚至是失职、渎职的问题，由此可见，中央对环境保护问题高度重视。

空气质量是最直观、最贴近民生的环境问题，“雾霾”天频发、空气质量指数报表引起全国人民关注。2014年7月，环保部等6部门就确保《大气十条》及《目标责任书》细颗粒物(PM2.5)、可吸入颗粒物(PM10)年均浓度下降目标按期完成，印发《大气污染防治行动计划实施情况考核办法(试行)实施细则》。

#### 考核要求中提出：

- 1、考核 PM2.5 的省份要求：2013 年不考核 PM2.5 年均浓度下降比例，2014/2015/2016 年度 PM2.5 年均浓度下降比例达到《目标责任书》核定空气质量改善目标的 10%、30%、65%，2017 年度终期考核完成《目标责任书》核定 PM2.5 年均浓度下降目标；
- 2、考核 PM10 的省份要求：2013 年度不考核 PM10 年均浓度下降比例；2014/2015/2016 年度 PM10 年均浓度下降比例达到《目标责任书》核定空气质量改善目标的 10%、30%、60%，2017 年度终期考核完成《目标责任书》核定 PM10 年均浓度下降目标；

**考核结果和影响：**

考核结果经国务院审定后向社会公开，并交由干部主管部门按照《关于建立促进科学发展的党政领导班子和领导干部考核评价机制的意见》等规定，**作为对各地区领导班子和领导干部综合考核评价的重要依据**。中央财政将考核结果**作为安排大气污染防治专项资金的重要依据**，对考核结果优秀的将加大支持力度，不合格的将予以适当扣减。

**对未通过终期考核的地区**，除暂停该地区所有新增大气污染物排放建设项目（民生项目与节能减排项目除外）的环境影响评价文件审批外，**要加大问责力度，必要时由国务院领导同志约谈省（区、市）人民政府主要负责人。**

表 1：2014 年 7 月国务院办公厅发布《大气污染防治行动计划实施情况考核办法（试行）》

时间	地区名称	政策名称	考核内容	奖惩措施
2014/7/18	国务院办公厅	大气污染防治行动计划实施情况考核办法（试行）	1、空气质量改善目标完成情况：京津冀及周边地区、长三角区域、珠三角区域、重庆市以 PM2.5 年均浓度下降比例作为考核指标。其他地区以 PM10 年均浓度下降比例作为考核指标； 2、大气污染防治重点任务完成情况方面：产业结构调整优化、清洁生产、煤炭管理与油品供应、燃煤小锅炉整治、工业大气污染治理、城市扬尘污染控制、机动车污染防治、建筑节能与供热计量、大气污染防治资金投入、大气环境管理。	1、考核结果作为对各地区领导班子和领导干部综合考核评价的重要依据。中央财政将考核结果作为安排大气污染防治专项资金的重要依据； 2、对未通过年度考核的地区，提出整改意见，予以督促，并暂停该地区有关责任城市新增大气污染物排放建设项目（民生项目与节能减排项目除外）的环境影响评价文件审批，取消国家授予的环境保护荣誉称号； 3、对未通过终期考核的地区，要加大问责力度，必要时由国务院领导同志约谈省（区、市）人民政府主要负责人。

资料来源：国务院，西部证券研发中心

尽管 2017 年全国大气污染防治考核结果全面完成，但大气污染防治力度不减，对环保的考核比重或逐步提升，由于后期减排难度加大，各地也从过去粗犷式的整体治污转向为分区域、分行业、分规模等的更有针对性的精准治污。从环境空气监测角度来看，我们认为精准治污的趋势将从两方面影响行业发展：第一、环境空气监测站区域下沉；第二、环境空气网格化监测市场全面打开。

**空气质量排名压力倒逼环境空气监测站点下沉至乡镇范围**

根据《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，大气污染防治重点区域范围扩大到京津冀大气传输通道的“2+26 城市”和汾渭平原，我们认为重点区域范围扩大主要由于过去经济的粗犷式发展导致环境空气污染问题在我国普遍存在，在治理初期，各区域更侧重于污染重、治理见效快、资金实力强的区域，完成前期目标后，治理范围将逐步扩大。

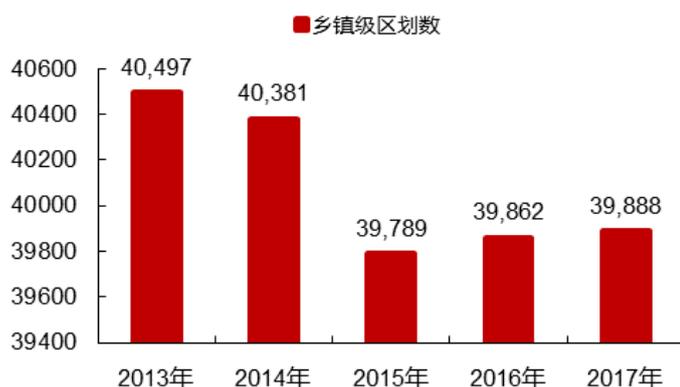
此外，2018 年 7 月，生态环境部将参与全国重点城市空气排名的城市也将由 74 个扩大为 169 个，范围包括京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原、成渝地区、长江中游、珠三角等重点区域和省会城市及计划单列城市，每个月将分别发布空气质量相对较好和相对较差的 20 个城市名单。名单扩大主要由于：

- 1、 弥补了原有 74 个城市进行排名的全面性、完整性不足问题；
- 2、 将过去未纳入排名的重污染区域和城市重新纳入；
- 3、 符合《打赢蓝天保卫战三年行动计划》所涵盖区域范围；
- 4、 公布前、后 20 名的名单有助于加强社会监督、推动地方政府切实采取措施改善空气质量，形成城市间空气质量“比、赶、超”的良好气氛。

过去空气监测站主要在市一级范围，区域范围内监测点密度较小，对于以城市为单位的治污主体而言难以缩小排污范围、理清排污责任，未来环境空气监测站将逐步下沉至乡镇区域。

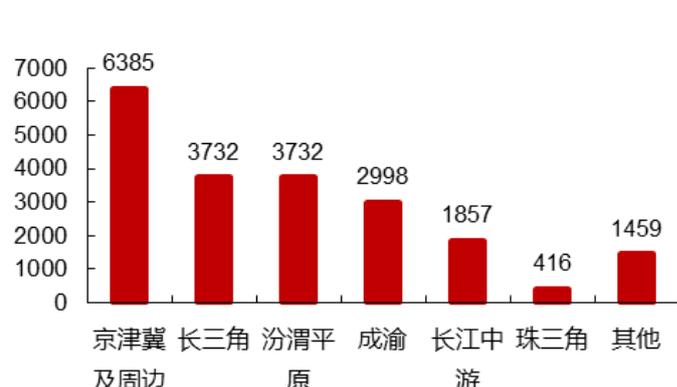
据统计，2017 年全国乡镇单位总数达到 39888 个，其中纳入环境空气质量排名的 169 个城市所包含的乡镇级单位数量达到 18060 个，以每个乡镇级单位所需环境空气监测站数量为 1-2 个，单个环境空气监测站投资规模 100 万元计算，仅考虑参与排名的 169 个城市完成环境空气监测站点区域下沉所需投资额高达 180.6-361.2 亿元。预计随着大气污染防治的不断深化，全国所有地区未来均有望逐步纳入空气质量排名，环境空气质量监测站点下沉也将逐步完成，以 2016 年全国乡镇数量测算，区域下沉带来的远期市场空间将达到 398.62-797.24 亿元。

图 8：2017 年全国乡镇数量达到 39888 个



资料来源：统计局，西部证券研发中心

图 9：参与考核 169 城市所含乡镇数量达 18060 个



资料来源：统计局，西部证券研发中心

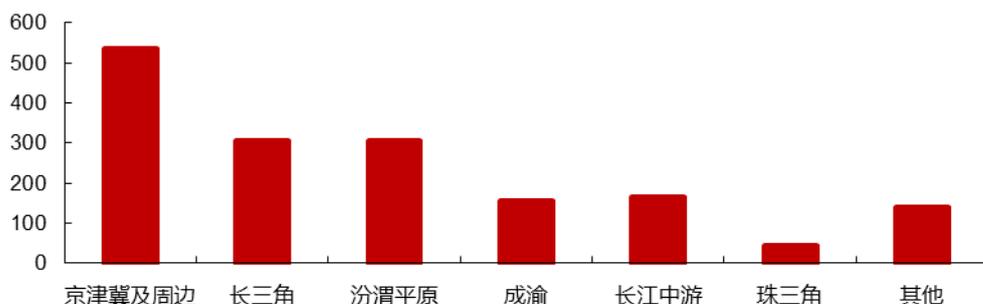
### 精准治污需求催生网格化监测市场，预计2018-2020年市场空间达59亿元

网格化环境监测系统主要采用最新的微型化、小型化产品，针对城市居民、农村乡镇、工业园区、重点工业企业、道路交通、建筑工地、区域边界、污染物传输通道等多种环境监测对象，进行大范围、高密度“网络组合布点”，结合立体监测、移动检测、形成覆盖整个区域的在线监测网格，进行网格化监测的主要优势在于：单个设备造价便宜，相同投资额可增加数量以提高区域覆盖密度；可以通过高密度、大量数据分析靶向了解排污、治污需求，为地方政府精准治污提供有效解决方案；小型化仪器也将有效降低后期的维护成本。

2017 年，部分地区为完成空气质量考核要求和应对环保督察组，对重污染企业、“散乱污”企业采取了比较极端的一刀切行为，后被国家叫停。2018 年 5 月以来，生态环境部已经多次发文表示要求地方政府禁止环保“一刀切”行为，并专门制定了《禁止环保“一刀切”工作意见》，要求被督察地区坚决杜绝平时不作为、临时乱作为的情况发生，防治不分青红皂白地实施集中停工停产停业行为。为确保各地秋冬季任务按期完成，今年《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中特别要求，各地要坚持分类施政、差别化管理，严禁采取“一刀切”方式。

网格化环境监测系统优势显著，能较好贴合地方政府精准治污需求。假设各城市环境精细化治理以县区行政区域为单位，纳入考核的169个城市共涉及县区行政区域1476个，2018-2020年仅考虑排名靠后的20%的区域进行网格化环境监测，以单个区县网格化监测投资2000万元测算，可带来市场空间59.04亿元。

图 10：参与空气质量考核的 169 个城市共有区县行政区域 1476 个



资料来源：统计局，西部证券研发中心

## 天花板不断打破，设备、运营望持续双成长

### 环保要求收严，新指标新领域不断涌现打破行业天花板

**空气质量要求不断提升，考核指标望不断增加。**目前我国空气质量监测站主要监测六大污染物指标，分别为PM2.5、PM10、SO<sub>2</sub>、NO<sub>2</sub>、CO、O<sub>3</sub>。根据《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求将VOCs排放企业也纳入重点排污单位名录。要求如下：强化重点污染源自动监控体系建设。排气口高度超过45米的高架源，以及石化、化工、包装印刷、工业涂装等VOCs排放重点源，纳入重点排污单位名录，督促企业安装烟气排放自动监控设施，2019年底，重点区域基本完成，2020年底，全国基本完成。

除VOCs以外，中国环境监测总站已开展了环境空气PM<sub>1</sub>试点监测工作，PM<sub>1</sub>的试点比对监测是PM<sub>1</sub>试点监测的第一阶段，时间为2017年10月至2019年1月，在北京、上海、广州、武汉、重庆、兰州6个城市各选取1个监测点位同时开展冬、春、夏、秋四个季节（每个季节30天）的PM<sub>1</sub>自动监测仪器和手工采样测量的比对测试。

随着环境空气治理的推进，未来空气质量要求将越来越高，监测指标数量和要求也将不断提升，都将带来新的设备及设备更替市场需求。

**“水十条”首个考核年临近，治理需求望催生水环境监测市场规模成长。**随着《水污染防治行动计划》的出台，河长制的实施，水环境治理需求不断提升，治理需求催生监测市场启动，2018年1月环保部环境监测司司长刘志全在环保部例行新闻发布会上表示，要在2018年实现2050个水质自动站建设工作，实现以自动检测为主，手工监测为辅的模式，这个任务现在正在抓紧推进过程中。随着2020年“水十条”首个考核年的临近，各地方政府对水质监测、治理的需求将大幅提升，水质监测站点位下沉或将再带来环境监测市场爆发。

我们认为随着环保要求的不断提升，新指标、新领域的不断涌现，环境监测天花板还远未到来。

## 监事权上收、数据造假频发，倒逼第三方运营市场规模提升

2015年8月，环保部发布了《国家环境质量监测事权上收方案》，并提出分三步完成国家大气、水、土壤环境质量监测事权的上收，全国地级市以上的1436个城市空气质量监测站全部由国家监管、第三方维护，实现“国家考核、国家监测”，从根本上避免监测数据受到考核评比等行政干扰，以确保监测数据的真实可靠。

2016年全国首先完成了338个地级及以上城市1436个国家环境空气自动监测事权上收，并于2017年9月起启动2050个考核断面的地表水监测事权的上收。

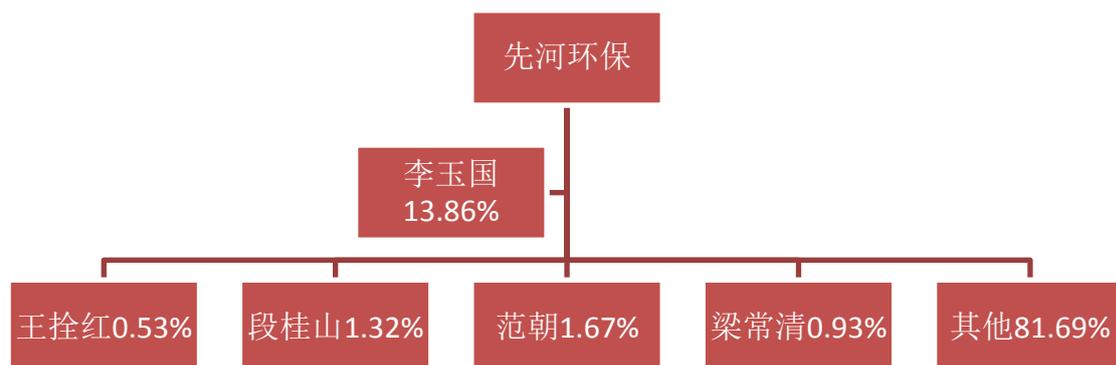
随着对数据造假监管、惩罚力度加大，以及专业的数据收集、分析需求，地方政府环境质量监测站第三方运营规模也将逐渐扩张，仅考虑已有省、国控点位及169个纳入排名城市的监测站下沉至乡镇，环境空气监测站数量可超2万个，每个监测站年运营费用在10-20万计算，年运营费用规模可达20-40亿元。随着监测指标及领域的不断增加，运营费用还将不断提升。

## 重视研发、专注主业，先河环保领跑环境质量监测领域

### 大股东专业出身，公司定位明确，上市借助资本市场加速公司发展

先河环保成立于1996年，自成立以来一直专注于环境质量监测领域。2010年于深圳创业板完成上市后，成为行业内首家上市企业。公司第一大股东李玉国先生，是公司董事长、总裁兼创始人，专业背景出身，注重技术研发、创新，先河环保起源于其参与的“粉尘测量仪检定装置”研发完成并在全中国推广使用。先河环保制定了“做全球最专业的高端环境监测仪器供应商”的战略目标，始终坚持开放创新的发展战略，以北京研发中心为前沿，产业化园区为基地，整合科研院所、高校等社会资源，建立了“产、学、研、用”相结合的开放创新体系。

图 11：先河环保股权结构



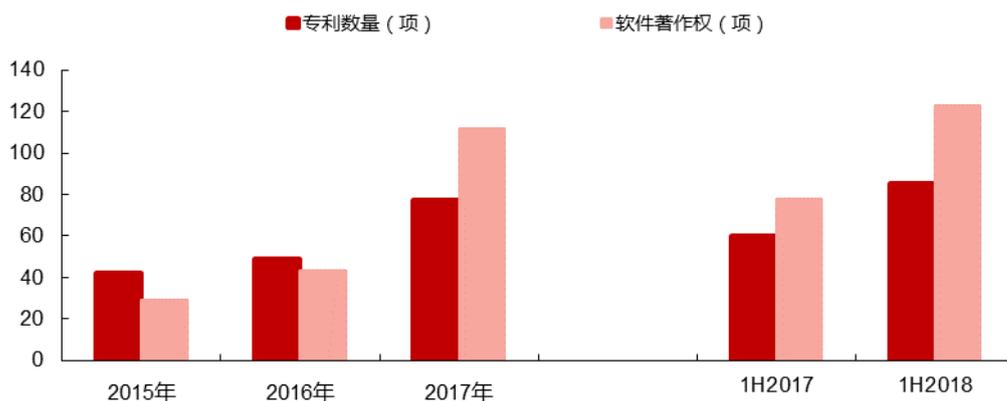
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司自上市以来，借助资本市场优势，快速扩张，发展迅猛，2011年入选了国家火炬计划重点高新技术企业、2012年入围“PM2.5检测设备采购商推荐名录”，2013年起公司先后收购了美国CES公司、广州迪科隆、广西先得环保、四川久环环境、美国SUNSET公司，并先后成立四川先河、先河正源、先河正态、合资成立重庆冀华，成为了一家集环境监测、大数据服务、综合治理为一体的集团化公司。

## 看中技术发展、不断加大研发投入，确保行业领先地位

先河环保一直坚持以自主研发为先导，加大科研投入，加强科技创新人才队伍的建设。通过建立省级企业技术中心、省级工程技术研究中心、国家工程实验室，承担国家项目，同时与国内各大院校建立紧密的技术合作，形成了大量的科技成果、科技奖励和专利。截止2018年6月底，公司（含子公司）拥有专利85项，软件著作权123项。

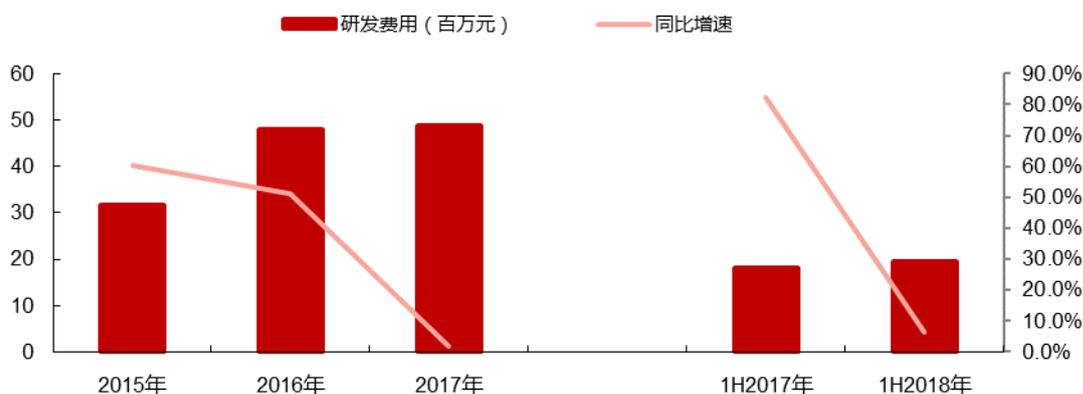
图 12：截止 2018 年 6 月底先河环保（含子公司）拥有专利 85 项，软件著作权 123 项



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2017年全年公司研发支出4887万元，同比增长1.8%，占当年营收比例的4.7%，较2014年增长147%，过去三年年均复合增速高达35.2%。

图 13：先河环保重视技术创新，研发费用持续提升

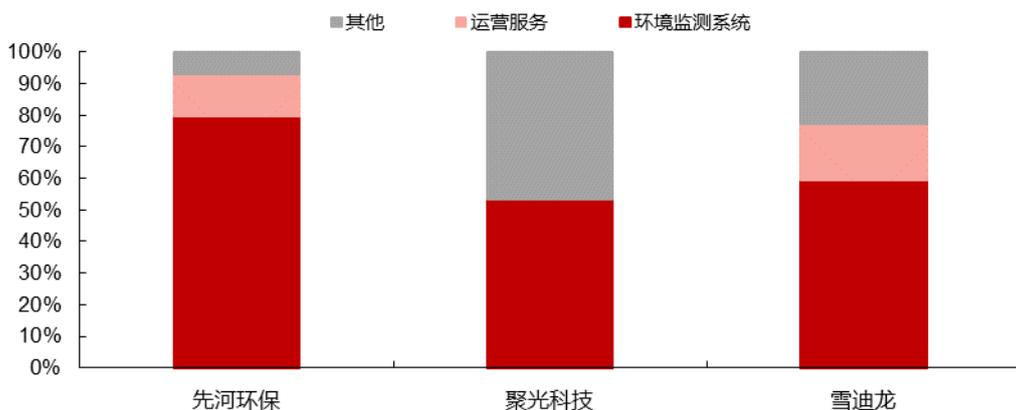


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 专注环境监测，望优先受益环境空气质量监测站点位下沉

中国环境监测设备目前龙头企业主要是聚光科技、雪迪龙、先河环保，根据各公司公告统计，2018年上半年聚光科技、雪迪龙、先河环保在环境监测系统业务的收入分别为13.03/2.85/4.33亿元，占总收入比例分别为53.4%/59.5%/79.7%，运营服务收入分别为0/0.86/0.73亿元，占总收入比例分别为0/18.0%/13.4%。其中，先河环保是一家环境质量监测业务较为集中的企业，预计将优先受益环境空气质量监测行业成长。

图 14: 1H2018 环境监测龙头企业收入拆分



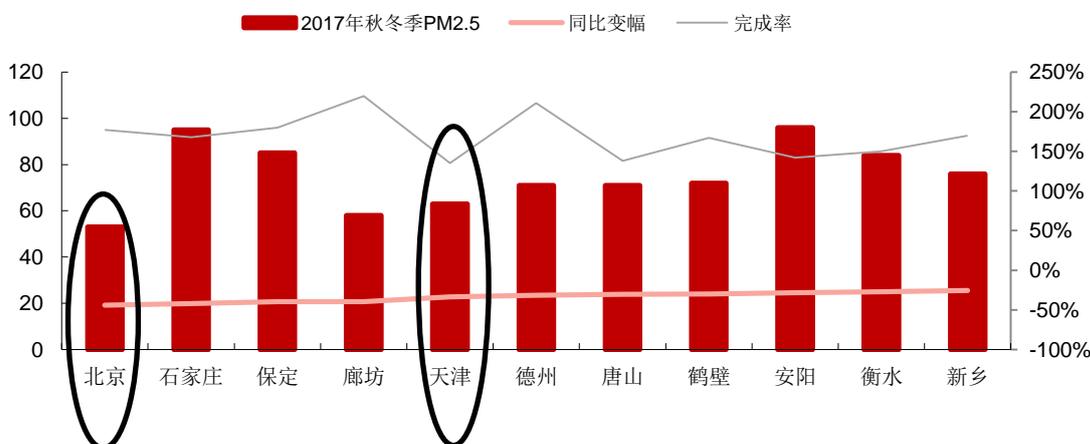
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

### 市场首推大气网格化监测，综合优势显著助公司维持领先地位

先河环保首先开发了国内外领先的生态环境网格化精准监控及决策支持系统，通过全样本的有效性监测、为区域环境污染防治提供强有力的决策支持和有效的科技抓手。网格化系统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，助力打造和完善“智慧城市”总体改善方案，实现对城市环境实现全面感知、智能控制、广泛交互和深度融合，在为政府提供精准溯源、污染来源解析、预警预报、达标规划、监管咨询、环境治理等深度支撑中，发挥更突出、更全面、更有价值的服务优势。

截止 2018 年 6 月底，大气网格化已覆盖全国 14 个省份，87 个城市，并都获得了良好的效果。特别是在 2017 年秋冬季的大气污染防治工作中，京津冀大气污染传输通道城市（“2+26”城市）空气质量改善目标完成情况考核结果中显示，28 个城市中有 11 个城市考核结果达到优秀，PM2.5 的浓度同比降幅均超过 25%，目标完成率超过 150%。公司在业务开展、技术储备上有先发优势，又积累了众多的成功项目经验，随着考核城市数量的增加，减排难度的加大，公司有望优先受益市场爆发。

图 15: “2+26” 城市 17 年秋冬季空气改善考核获优秀的 11 个城市中 9 个采用先河环保网格化服务

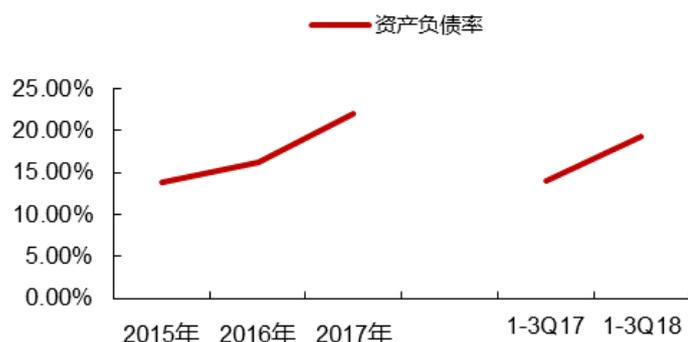


资料来源: 生态环境部, 西部证券研发中心

### 财务状况优秀，业绩持续稳定成长

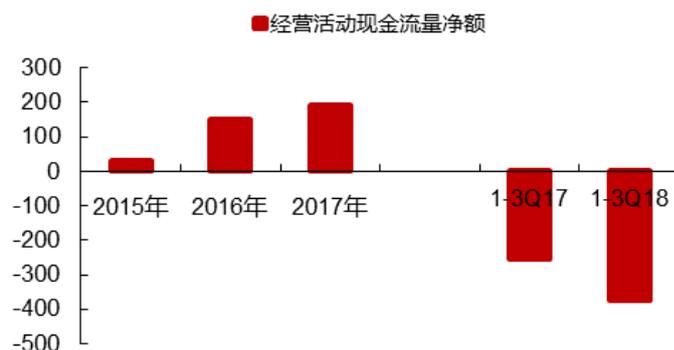
2018年三季度末，先河环保资产负债率19.4%，同比增加5.4个百分点，较2017年底下滑2.6个百分点，有息负债为零，负债结构优秀。2018年前三季度公司经营性现金流净额为-3.75亿元，去年同期为-2.53亿元，2015-2017年全年经营性现金流净额分别为0.30/1.52/1.91亿元，公司历史前三季度经营性现金流入净额均为负，四季度扭正，主要由于公司环境监测收入均来自政府订单，政府拨款支付多在年底完成，未来该态势望持续。

图 16：3Q2018 底先河环保资产负债率为 19.4%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

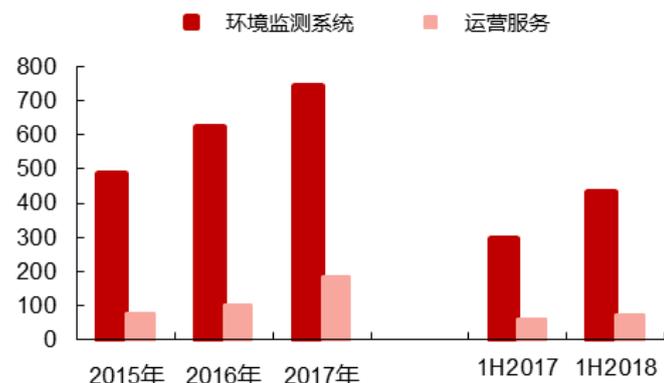
图 17：1-3Q2018 先河环保经营性现金流入净额-3.75 亿元



资料来源：Wind，西部证券研发中心

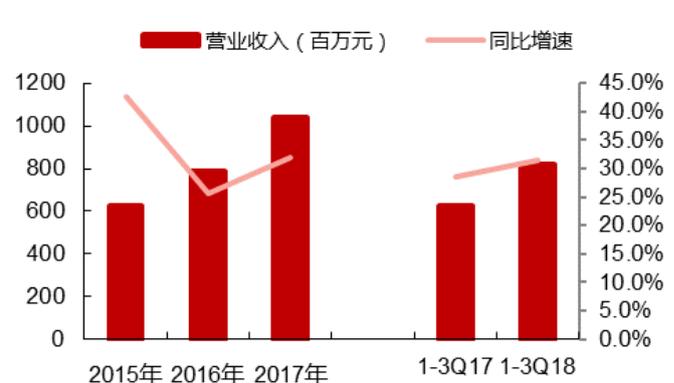
**专注环境监测领域，受益市场扩大及第三方运营服务规模扩张，主营业务双成长。**受益“大气十条”、监事权上收带来的环境空气监测站、第三方运营服务需求提升，公司环境监测系统、运营服务收入双成长。1H2018 公司环境监测系统业务收入 4.33 亿元，同比增长 44.8%，2017 年全年收入 7.43 亿元，同比增长 19.1%，15-17 年年均复合增速达到 43.2%；运营服务业务收入 0.73 亿元，同比增长 17.7%，2017 年全年收入 1.86 亿元，同比增长 80.6%，15-17 年年均复合增速达到 26.9%。前三季度公司订单同比增长超 50%，受益主营业务订单快速成长，公司 1-3Q2018 实现营收 8.21 亿元，同比增长 31.4%。

图 18：1H2018 先河环保环境监测系统、运营服务收入双成长



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

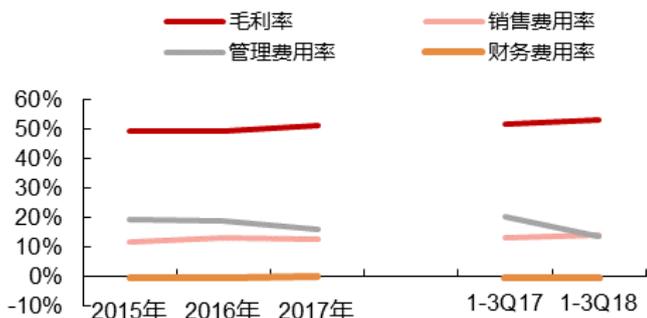
图 19：1-3Q2018 先河环保营收同比增长 31.4%至 8.21 亿元



资料来源：Wind，西部证券研发中心

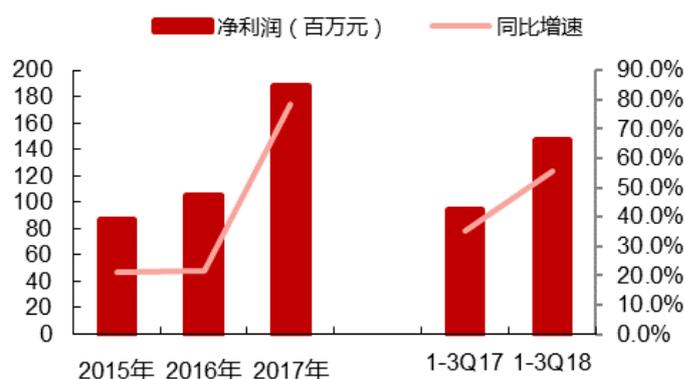
**毛利率提升、费用率下滑，净利润加速成长。**一方面，环境监测站点位下沉至乡镇市场规模扩大，竞争加剧，毛利率略有下滑；另一方面公司“大气网格化监测”领域优势显著，毛利率略高于环境监测站建设，2017年受益政府叫停“一刀切”环保，推进精准治污，“大气网格化监测”订单、收入双成长。营收结构调整，导致公司1-3Q18综合毛利率同比提升1.5个百分点至53.4%。加之公司管理费用控制得当，1-3Q18三项费用率同比下滑5.8个百分点至26.9%。由于毛利率提升、费用率下滑，公司1-3Q2018实现净利润1.47亿元，同比增长55.8%，较营收增长加速。

图 20：1-3Q2018 先河环保毛利率提升、费用率下滑双重利好



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 21：1-3Q2018 先河环保净利润同比增 55.8%至 1.47 亿元



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 运营分析

### 市场如期释放，公司2018年订单快速成长

截止2018年9月底，公司新签合同总金额达11.52亿元，同比增长56%，中标未签合同金额约4.54亿元，前三季度签订合同及中标未签合同合计金额达到16.05亿元。其中农村污水处理订单2.77亿元，环境监测系统及运营服务总订单额达13.28亿元。

图 22：先河环保 2018 年前三季度新签订合同额同比增长 56%至 11.52 亿元

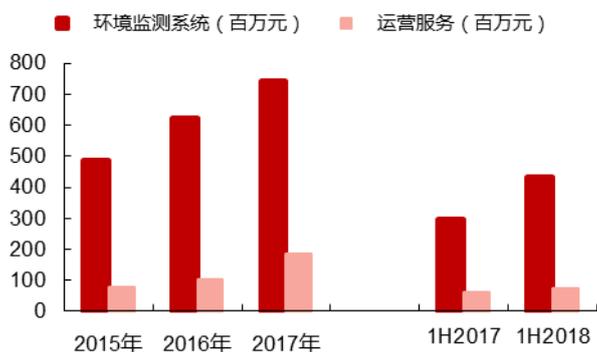


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 行业高景气度持续，主营业务双升预计促2018-2020年营收年均增速达36.8%

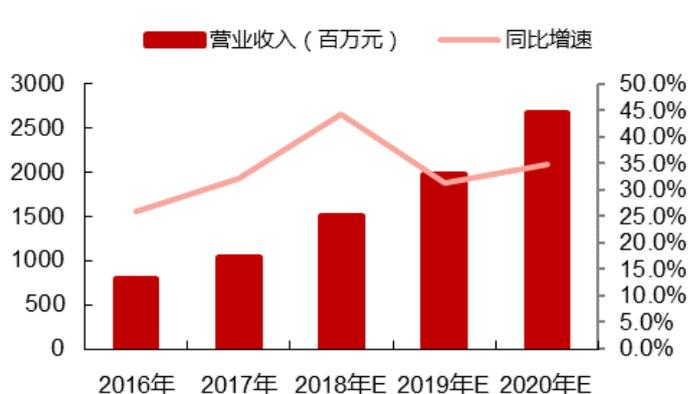
受益 1、大气污染防治需求提升带来的环境空气质量监测站点下沉、大气网格化监测的需求提升；2、水环境治理需求逐步曝光带来的水环境监测市场的逐步打开；3、监事权上收、数据造假频发导致的第三方运营规模提升。我们预计 2018-2020 年公司环境监测系统收入将分别达到 11.7/15.8/21.8 亿元，年均复合增速达 43.2%，运营服务收入将分别达到 2.4/3.0/3.8 亿元，年均复合增速达 26.9%。主营业务双升，预计 2018-2020 年公司分别实现营业总收入 15.1/19.8/26.7 亿元，同比分别成长 44.4%、31.4%、34.9%，2018-2020 年年均复合增速达到 36.8%。

图 23：预计 2018-2020 年先河环保主营业务规模双成长



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 24：预计 2018-2020 年先河环保营收年均复合增速达 36.8%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 营收结构调整、综合毛利率变化，预计2018-2020年净利润年均增速达43.8%

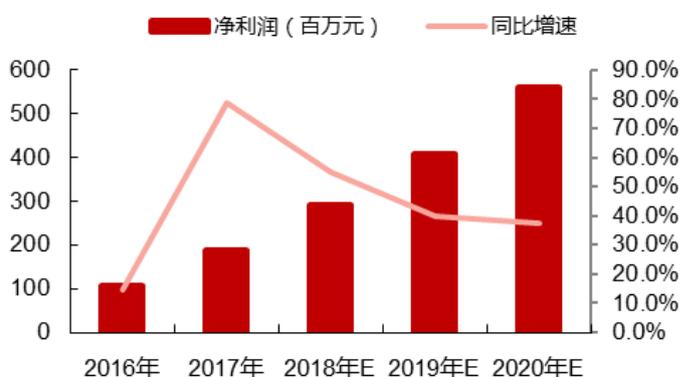
由于不同环境监测系统设备市场规模、竞争状况差异，毛利率略有不同，受公司环境监测系统业务收入结构调整影响，预计公司 2018-2020 年综合毛利率将分别为 53.2%、53.1%、53.2%。营收规模增长，综合毛利率维持高位，我们预计公司 2018-2020 年净利润将分别达到 2.9/4.1/5.6 亿元，同比分别增长 54.8%、39.8%、37.3%，2018-2020 年年均复合增速达到 43.8%。

图 25：预计 2018-2020 年先河环保综合毛利率将维持 53%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 26：预计 2018-2020 年先河环保净利润年均增速达 43.8%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 盈利预测与估值

综上所述，我们预计公司 2018-2020 年净利润将分别达到 2.9/4.1/5.6 亿元，对应 EPS0.53/0.74/1.02 元。公司目前股价对应 2018-2019 年 EPS 的 16/12 倍市盈率，为同业最低，考虑环境空气质量监测行业景气度提升，公司为最纯受益标的，加之我们预计公司业绩快速增长可期，ROE 水平位列行业前端，预计公司 2018-2020 年将迎来估值、利润双成长。给予公司 2019 年 EPS 的 15 倍市盈率，对应目标价 11.13 元，隐含上涨空间 22.6%，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：环境监测公司同业比较

证券代码	证券简称	11/28 收盘价	2018 年 E EPS	2019 年 E EPS	2018 年 E PE	2019 年 E PE	2018 年 E BVPS	2018 年 E PB	2018 年 E ROE
002658.SZ	雪迪龙*	7.83	0.43	0.50	18	16	3.40	2.3	12.4
300137.SZ	先河环保	8.28	0.53	0.74	16	11	3.36	2.5	15.7
300203.SZ	聚光科技*	24.75	1.33	1.71	19	14	8.27	3.0	16.5

资料来源：Wind，西部证券研发中心

注明：标记“\*”企业预测数据来自 Wind 一致预期

根据我们对公司的盈利预测，结合审慎的判断，我们采用 FCFF 模型进行绝对估值，给予公司未来 6-12 个月的合理目标价为 11.64 元，相对估值结果在此范围之内。

绝对估值核心假设如下：

表 3：绝对估值的假设条件

假设指标	数值
永续增长率	2%
股票 beta	1.5
无风险利率	3.60%
市场预期收益率	6%
总股本（亿股）	5.51
有效税率	15%

资料来源：西部证券研发中心

## 风险提示

### 1、 产业政策变动风险：

公司处于环保行业，主要受环保行业政策力度影响，政策波动将直接影响行业市场容量。

### 2、 政府采购计划、回款不达预期风险：

公司主要产品为环境质量监测系统，大多为政府采购，相关政府采购预算金额的波动将直接影响公司主营业务盈利状况，政府回款也将影响公司正常的资金周转；

### 3、 行政许可的风险：

法规对于环境监测仪器行业的经营资质进行了规定，其中《制造计量器具许可证考核规范》和《环境污染治理设施运营资质许可管理办法》是强制性规定，环保主管部门对技术标准的规定属于规范性要求。公司虽然已经取得以上全部运营许可资质，并且采取了积极的资质展期申请准备措施，但是如果以上资质管理办法与技术规范性要求发生变化，可能会对公司产生一定影响。

### 4、 市场竞争超预期导致价格、毛利率下滑风险：

随着环境监测领域市场规模扩大，业内厂家数量不断增加，市场竞争加剧可能会短期内对公司的经营业绩造成一定冲击。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2016年	2017年	2018年 E	2019年 E	2020年 E	利润表 (百万元)	2016年	2017年	2018年 E	2019年 E	2020年 E
现金及现金等价物	383	486	747	913	1,283	营业收入	790	1,043	1,506	1,979	2,669
应收款项	443	497	578	788	990	营业成本	398	506	705	927	1,248
存货净额	275	416	541	717	976	营业税金及附加	10	12	17	23	31
其他流动资产	32	43	45	47	50	销售费用	104	132	203	263	352
<b>流动资产合计</b>	<b>1,133</b>	<b>1,441</b>	<b>1,911</b>	<b>2,465</b>	<b>3,299</b>	管理费用	148	165	214	257	342
固定资产及在建工程	254	251	186	117	45	财务费用	-3	-2	-14	-19	-25
长期股权投资	-	-	-	-	-	其他费用/( -收入)	21	28	31	34	38
无形资产	317	320	318	315	312	<b>营业利润</b>	<b>113</b>	<b>201</b>	<b>349</b>	<b>493</b>	<b>684</b>
其他非流动资产	3	4	2	-	-	营业外净收支	25.1	32.8	25.0	30.0	35.0
<b>非流动资产合计</b>	<b>574</b>	<b>576</b>	<b>505</b>	<b>432</b>	<b>357</b>	<b>利润总额</b>	<b>138</b>	<b>234</b>	<b>374</b>	<b>523</b>	<b>719</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,707</b>	<b>2,017</b>	<b>2,417</b>	<b>2,897</b>	<b>3,656</b>	所得税费用	21	34	56	78	108
短期借款	-	-	-	-	-	<b>净利润</b>	<b>117</b>	<b>200</b>	<b>318</b>	<b>444</b>	<b>611</b>
应付款项	202	355	480	577	810	少数股东损益	12	11	25	36	49
其他流动负债	-	-	-	-	-	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>105</b>	<b>188</b>	<b>293</b>	<b>409</b>	<b>562</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>202</b>	<b>355</b>	<b>480</b>	<b>577</b>	<b>810</b>	<b>财务指标</b>	<b>2016年</b>	<b>2017年</b>	<b>2018年 E</b>	<b>2019年 E</b>	<b>2020年 E</b>
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	8	9	9	9	9	ROE	7%	12%	16%	19%	21%
<b>长期负债合计</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	毛利率	50%	51%	53%	53%	53%
<b>负债合计</b>	<b>211</b>	<b>363</b>	<b>489</b>	<b>586</b>	<b>819</b>	营业利润率	14%	19%	23%	25%	26%
股本	344	344	344	344	344	销售净利率	15%	19%	21%	22%	23%
股东权益	1,496	1,654	1,928	2,311	2,837	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,707</b>	<b>2,017</b>	<b>2,417</b>	<b>2,897</b>	<b>3,656</b>	营业收入增长率	26%	32%	44%	31%	35%
						营业利润增长率	16%	78%	74%	41%	39%
						净利润增长率	27%	71%	59%	40%	37%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016年</b>	<b>2017年</b>	<b>2018年 E</b>	<b>2019年 E</b>	<b>2020年 E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	105	188	293	409	562	资产负债率	12%	18%	20%	20%	22%
折旧摊销	28	30	39	39	37	流动比	5.37	3.97	3.91	4.21	4.03
营运资金变动	38	-34	-66	-276	-218	速动比	3.92	2.71	2.71	2.90	2.78
其他	-19	9	4	10	19	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016年</b>	<b>2017年</b>	<b>2018年 E</b>	<b>2019年 E</b>	<b>2020年 E</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>152</b>	<b>192</b>	<b>270</b>	<b>183</b>	<b>400</b>	<b>每股指标</b>					
资本支出	-19	-22	-	-	-	EPS	0.19	0.34	0.53	0.74	1.02
其他	-91	-14	21	26	30	BVPS	2.63	2.91	3.36	3.99	4.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>-111</b>	<b>-36</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>估值</b>					
债务融资	-	-	14	19	25	P/E	43.3	24.2	15.6	11.2	8.1
权益融资	-20	-40	-44	-61	-84	P/B	3.1	2.8	2.5	2.1	1.7
其它	-	-	-	-	-	P/S	5.8	4.4	3.0	2.3	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-20</b>	<b>-40</b>	<b>-30</b>	<b>-43</b>	<b>-60</b>						
汇率变动	0	-0	-	-	-						
<b>现金净增加额</b>	<b>21</b>	<b>116</b>	<b>261</b>	<b>165</b>	<b>370</b>						

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

## 联系我们

**联系地址:** 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

### 机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。