

2014年08月15日

先河环保 (300137)

——收购开辟两广市场 业务协同并进 维持“买入”

报告原因：强调原有的投资评级

买入

维持

市场数据:	2014年08月14日
收盘价(元)	13.01
一年内最高/最低(元)	25.49/13.81
上证指数/深证成指	2207/7894
市净率	2.7
息率(分红/股价)	0.38
流通A股市值(百万元)	3432

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	4.79
资产负债率%	11.02
总股本/流通A股(百万)	325/264
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《先河环保(300137)公告点评：河北项目预中标表明空气监测持续景气 维持“买入”评级》 2014/05/21

《先河环保(300137)年报一季报点评：业绩维持高增长 VOC治理有望成新增长点》 2014/04/25

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

向志辉 A0230112070024
xiangzh@swsresearch.com

联系人

向志辉 A0230112070024
(8621)23297345
wanglu@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	335	59	60	29	0.30	50.8	6.2	44	62
2014Q1	52	144	3	-	0.30	47.4	0.3		
2014E	496	48.0	92	53.1	0.28	52.1	8.8	45.9	45.2
2015E	671	35.4	128	39.3	0.40	53.8	11.2	32.9	31.4
2016E	820	22.2	170	32.3	0.52	55.0	13.3	24.9	23.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

事件：8月14日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》，拟购买梁常清、梁宝欣合计持有的科迪隆80%股权，交易价格合计20,720万元，其中：以发行股份方式支付对价14,504万元，以现金方式支付对价6,216万元；购买梁常清、梁宝欣合计持有的广西先得80%股权，交易价格5680万元，其中：以发行股份方式支付对价3,976万元，以现金支付对价1,704万元。同时，公司拟向其他不超过5名特定投资者发行股份募集配套资金不超过8800万元。

- **本次收购有望对公司业绩形成明显增厚。**公司本次交易对价2.64亿元，其中，以发行股份支付对价1.85亿元，按12.93元/股增发价格算，共发行股份14,292,341股，发行后公司总股本将达到3.39亿股。本次交易PE 13.5倍（2013），远低于公司13年44倍估值；标的资产14-16年业绩承诺分别为3400、4250和5256万，增厚显著。
- **本次收购为公司打开两广市场，协同效益显著。**本次拟收购标的科迪隆和广西先得是目前两广地区最具规模的环境在线监测系统供应商和环境监测设备第三方运营服务商，其中，科迪隆占据广东省空气监测90%市场份额，并系赛默飞和俄罗斯LUMEX在两广地区独家代理商，经销包括空气、地表水、海洋水质、重金属测定等高端环境监测仪器；广西先得占据广西省内空气监测80%以上市场份额。控股科迪隆和广西先得后，公司业务版图将迅速扩张至两广市场，未来将利用自身研发、管理和资本优势，积极拓展产品线，共享客户资源，快速获得环境监测领域市场机会，提升公司技术和市场竞争力。
- **公司进军第三方检测领域。**公司使用超募资金1000万元设立先河检测子公司。该公司将增强母公司在运营服务方面的竞争力，同时可以拓展第三方检测服务业务，目前正在申请CMA资质认定，未来将不断开辟食品卫生等方面检测市场。

- **投资评级与估值：**若考虑此次增发收购，我们预计公司14-15年EPS分别为0.27、0.49元/股（考虑到并表时间可能较晚所以14年EPS只考虑了股本摊薄而未考虑并表利润），对应14-15年PE分别为49、27倍，**维持买入评级**（如果不考虑此次增发，我们预计14-15年EPS分别为0.28、0.40元/股）。级。我们认为公司通过此次并购在大气监测领域的龙头地位进一步巩固，双方合作协同效应显著，且显著增厚公司业绩。未来公司将加快进入重金属监测、VOC治理、第三方检测等高端领域，公司中期成长性良好，维持买入评级。

表1：公司营业收入预测表（单位：百万元）

营业收入	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空气质量连续自动监测系统	93.6	102.0	127.9	260	330	360	330
水质连续自动监测系统	25.2	6.5	11.1	6.0	12	22	30
污染源在线监测系统	33.3	15.0	8.2	1.9	3	4	5
重金属监测					46	90	135
VOC业务					50	150	250
运营服务	6.6	11.6	12.8	16.9	45	75	100
其他	12.9	11.5	50.0	50.0	40	40	40
数字应急监测车	6.5						
酸雨连续自动监测系统	1.3						
合计	171.7	146.6	210.0	334.8	525.5	741.0	890.0

资料来源：公司公告，申万研究

表2：公司营业成本预测（单位：百万元）

营业成本	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空气质量连续自动监测系统	43.7	47.1	67.9	133.4	172	187	172
水质连续自动监测系统	14.0	3.6	6.2	2.6	5	10	14
污染源在线监测系统	15.9	7.4	4.3	1.0	1	2	3
重金属监测					12	16	27
VOC治理					28	83	138
运营服务	2.8	3.2	4.5	5	16	26	35
其他	6.5	3.8	21.4	22.8	18	18	18
数字应急监测车	4.8						
酸雨连续自动监测系统	0.7						
合计	82.9	65.2	104.2	164.8	251.4	342.5	405.5

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：公司盈利预测表（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	172	147	210	335	496	671	820
二、营业总成本	130	112	168	288	411	544	643
其中：营业成本	83	65	104	165	237	310	369
营业税金及附加	2	2	2	3	5	7	8
销售费用	21	27	32	59	87	116	142
管理费用	19	22	30	51	77	103	125
财务费用	2	(11)	(8)	(6)	(4)	(5)	(5)
资产减值损失	3	8	7	16	7	13	6
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	42	35	42	47	85	127	177
加：营业外收入	12	13	12	25	25	26	26
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	54	47	55	71	110	153	203
减：所得税	8	7	8	11	18	25	33
五、净利润	46	40	46	60	92	128	170
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	47	40	47	60	92	128	170
六、基本每股收益	0.23	0.20	0.23	0.30	0.45	0.63	0.84
全面摊薄每股收益	0.14	0.12	0.14	0.19	0.28	0.40	0.52

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。