

## 先河环保 (300137)

## 内生增长+外延扩张，区域环保龙头起航

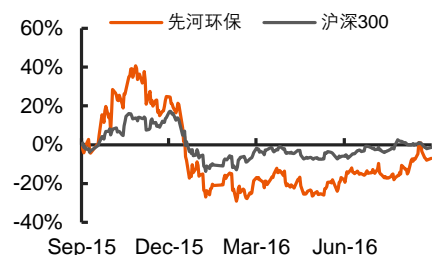
## 推荐 (首次)

现价: 16.09 元

## 主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.sailhero.com.cn
大股东/持股	李玉国/13.86%
实际控制人/持股	李玉国/%
总股本(百万股)	344
流通 A 股(百万股)	291
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	55.41
流通 A 股市值(亿元)	46.75
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	14.08

## 行情走势图



## 证券分析师

余兵 投资咨询资格编号  
S1060511010004  
021-38636729  
YUBING006@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

邱正 一般从业资格编号  
S1060116050045  
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

庞文亮 一般从业资格编号  
S1060116090012  
010-53827011  
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO  
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 平安观点:

- **公司立足河北，区位优势明显，订单基础雄厚：**河北能源消费量和钢铁行业产值分别位居全国第四和第一，过重的产业结构导致河北地区污染严重。中央环保督察也以河北为首站，力度空前，公司有望在河北环境治理提升的背景下率先受益。根据我们统计，2016年上半年，公司订单同比增长超100%，取得了较快增长。
- **积极布局网格化监测，借水质监测实现增长：**网格化监测是未来环境监测发展趋势。2016年7月，公司中标保定网格化监测项目，金额达8777万元，是公司在该领域单体最大合同，为公司后续承接网格化监测项目打下坚实基础。水质监测方面，我们预计短期市场空间100亿元，远期600-800亿元。2016年，水质监测迎来爆发，二季度地表水监测订单同比增长近700%。先河环保订单在5家龙头企业中占比达29%，公司有望借水质监测业务实现增长。
- **VOCs治理最具看点，大额订单签订带来业绩弹性：**到2018年，工业行业VOCs排放量计划削减330万吨以上。我们测算，2016-2018年，VOCs治理空间高达660亿元。公司积极拓展VOCs治理业务，开发了大风量低浓度有机废气净化、溶剂回收等技术，在业内处于领先水平。保定雄县18亿VOCs治理协议的签订，一方面给公司业绩增长带来弹性，另一方面，大型VOCs项目的实施，有助于公司在VOCs治理领域建立领先优势。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测公司2016-2018年营业收入分别为8.29、10.45、15.04亿元，EPS分别为0.35、0.43、0.63元，同比增长38.3%、23.5%、47.3%。考虑到公司地处河北的区位优势、环境监测和VOCs治理领域的业务布局优势、以及公司外延式扩张可能性，我们首次给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**环保政策低于预期、未来订单不及预期、市场竞争加剧。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	441	628	829	1,045	1,504
YoY(%)	31.6	42.6	32.0	26.0	43.9
净利润(百万元)	71.7	87	120	148	218
YoY(%)	19.3	21.0	38.3	23.5	47.3
毛利率(%)	48.4	49.3	49.0	48.7	48.4
净利率(%)	16.3	13.8	14.5	14.2	14.5
ROE(%)	6.9	6.5	8.4	9.5	12.3
EPS(摊薄/元)	0.21	0.25	0.35	0.43	0.63
P/E(倍)	77.3	63.9	46.2	37.4	25.4
P/B(倍)	5.4	4.0	3.8	3.5	3.1

# 正文目录

<b>一、以监测起家，是河北地区唯一一家上市环保企业</b>	<b>4</b>
1.1 公司简介	4
1.2 股权结构	5
<b>二、监测行业景气度延续，河北污染严重，治理最为迫切</b>	<b>6</b>
2.1 政策发力、监管趋严，监测行业景气度延续	6
2.2 河北污染严重，治理最为迫切	9
<b>三、内生增长+外延扩张，区域环保龙头起航</b>	<b>12</b>
3.1 公司立足河北，区位优势明显，订单基础雄厚	12
3.2 积极布局网格化监测，为未来发展奠定坚实基础	13
3.3 水质监测细分市场全面爆发，公司借水质监测实现增长	14
3.4 VOCs 治理最具看点，大额订单签订带来业绩弹性	16
3.5 积极创新，提升技术实力	20
3.6 负债低、现金足，外延扩张潜力大	20
<b>四、盈利预测与估值</b>	<b>22</b>
4.1 核心假设	22
4.2 盈利预测与估值	22
<b>五、风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

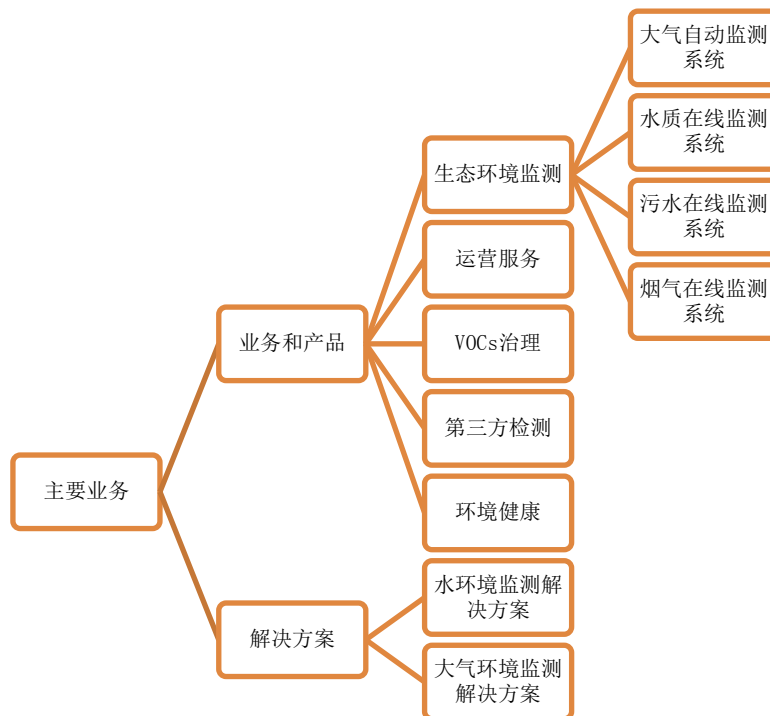
图表 1	公司业务覆盖范围广、产品全	4
图表 2	2011~2015 年公司营收 CAGR=44%	5
图表 3	2011~2015 年公司毛利 CAGR=40%	5
图表 4	李玉国持有公司 13.86%的股份 (2016/3/31)	5
图表 5	公司上市后李玉国先生先后进行了四次减持	5
图表 6	先河环保拥有 17 家子公司, 直接控股 12 家, 间接控股 5 家	5
图表 7	政策发力, 直接和间接刺激环境监测市场需求增加	7
图表 8	我国重大环境监测政策一览	8
图表 9	环境监测上收后, 中央事权更大, 监管更全面	9
图表 10	2014 年河北省能源消费位居全国第四 (亿吨标准煤)	10
图表 11	2014 年河北省重点能耗行业收入占全国比重 5.72%, 钢铁收入占全国比重 15%	10
图表 12	2015 年河北省空气质量达标率比全国平均水平低近 20%	10
图表 13	河北省环保整改方案与反馈意见一一对应, 目标具体、责任分明、压力巨大	11
图表 14	雪迪龙 2015 年收入主要来源于华东和华北	12
图表 15	聚光科技订单结构比较分散	12
图表 16	隆力德主要订单来源于江苏、辽宁、山东	12
图表 17	先河环保主要订单来源于河北和北京	12
图表 18	2016 年上半年, 公司订单同比快速增长	13
图表 19	先河环保网格化监测订单增长迅速	14
图表 20	先河环保在国家环境监测项目中中标比例最高	14
图表 21	水质监测难度更大、监测指标更多, 市场空间大于大气监测	14
图表 22	水质监测行业市场规模短期看 100 亿, 远期看 600-800 亿	15
图表 23	水质监测市场 2016 年开始爆发	16
图表 24	先河环保在 2016 年水质监测订单中占比较高	16
图表 25	VOCs 政策梳理	16
图表 26	《重点行业挥发性有机物削减行动计划》减排目标	17
图表 27	十三省市挥发性有机物排污费征收标准	18
图表 28	2016~2018 年, VOCs 治理空间高达 660 亿元	19
图表 29	先河环保大额 VOCs 订单金额在业内处于领先地位	20
图表 30	并购是监测企业发展的重要方向	21
图表 31	公司负债率低于同行业上市公司	22
图表 32	先河环保货币资金比率高于同行业上市公司	22

## 一、以监测起家，是河北地区唯一一家上市环保企业

### 1.1 公司简介

先河环保成立于 1996 年，于 2010 年 11 月挂牌交易，是河北地区唯一一家上市环保企业。公司主要致力于高端环境监测仪器仪表的研发、生产和销售，以及根据客户的要求提供环境监测设施运营服务及整体解决方案。公司主要业务和产品有：大气自动监测系统、水质在线监测系统、污水在线监测系统、烟气在线监测系统、VOCs 治理等。

图表1 公司业务覆盖范围广、产品全

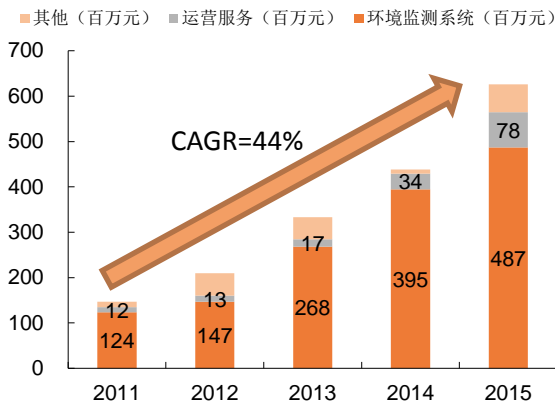


资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司产品营业收入从 2011 年的 1.47 亿元增长至 2015 年的 6.26 亿元，复合增长率达 44%，毛利从 2011 年的 0.81 亿元增长至 2015 年 3.08 亿元，复合增长率达 40%。

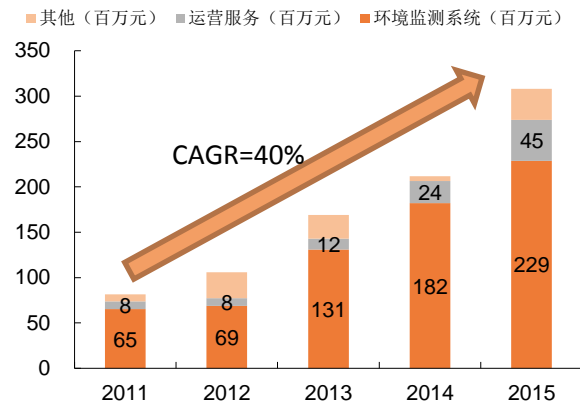
环境监测系统是公司主要收入和毛利来源，2015 年环境监测系统收入 4.87 亿元，占比达 78%，毛利 2.29 亿元，占比达 74%。公司运营服务收入和毛利增长较快，营业收入从 2011 年 1158 万元增长至 2015 年的 7804 万元，复合增长率达 61%，毛利从 2011 年的 839 万元增长至 2015 年 4506 万元，复合增长率达 52%。

图表2 2011~2015 年公司营收 CAGR=44%



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表3 2011~2015 年公司毛利 CAGR=40%

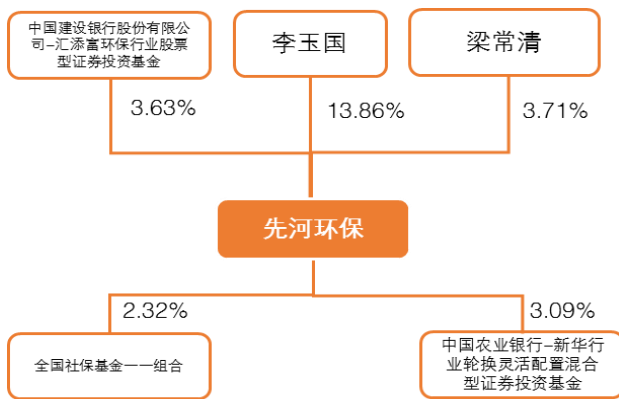


资料来源: Wind、平安证券研究所

## 1.2 股权结构

公司股权结构比较分散，第一大股东为李玉国先生。截至 2016 年 3 月 31 日，李玉国先生持有公司 13.86% 的股份，为公司的控股股东和实际控制人。李玉国在公司上市初持有公司 19.45% 的股份，经过四次减持后，持股比例降至目前的 13.86%。

图表4 李玉国持有公司 13.86% 的股份 (2016/3/31)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表5 公司上市后李玉国先生先后进行了四次减持

时间	股东名称	持股比例	持股变动
2010 年 11 月 5 日	李玉国	19.45%	
2013 年 11 月 29 日	李玉国	18.21%	-1.24%
2013 年 12 月 26 日	李玉国	16.14%	-2.07%
2014 年 12 月 31 日	李玉国	15.53%	-0.61%
2015 年 3 月 4 日	李玉国	14.45%	-1.08%
2016 年 3 月 31 日	李玉国	13.86%	0.00%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

先河环保拥有 17 家子公司，直接控股 12 家，间接控股 5 家。广州市科迪隆科学仪器设备有限公司、广西先得环保科技有限公司与四川久环环境技术有限责任公司是公司在 2014 年并购所得。

图表6 先河环保拥有 17 家子公司，直接控股 12 家，间接控股 5 家

控股子公司	直接持股	间接持股	主营业务
河北先河正生态环境检测有限公司	100.00%		第三方检测服务
山东先河环保科技有限公司	100.00%		环保专用设备的开发、技术咨询、销售、安装
SAILHERO US HOLDING INC.	100.00%		投资控股，国际贸易

控股子公司	直接持股	间接持股	主营业务
北京先河中润科技有限公司	100.00%		环保设备的安装
河北先河中翼环保运营服务有限公司	100.00%		环保设备的安装调试服务
四川先河环保科技有限公司	100.00%		环保设备，计量仪器研制开发
河北先河正源环境治理技术有限公司	90.00%		废气治理技术研发、生产、销售
广西先得环保科技有限公司	80.00%		环境监测专用仪器销售、研发及运营服务
广州市科迪隆科学仪器设备有限公司	80.00%		环保设备生产、销售及运营服务
四川久环环境技术有限责任公司	80.00%		环境监测设备销售、安装、运营；软件研发
河北先河金瑞环保设施运营服务有限公司	75.00%		环保专用设备的安装，维修及技术咨询服务
重庆冀华环保工程开发有限公司	60.00%		环保设备的安装
广州博世芬科技有限公司		100.00%	环保仪器及工程设计，货物进出口
广西科测检测技术有限公司		84.00%	环境技术咨询服务，环境检测
COOPER ENVIRONMENTAL SERVICES, LLC		60.52%	其他服务
广州市汇康仪器设备有限公司		60.00%	仪器设备的销售
广州市云景信息科技有限公司		58.90%	技术开发和服务

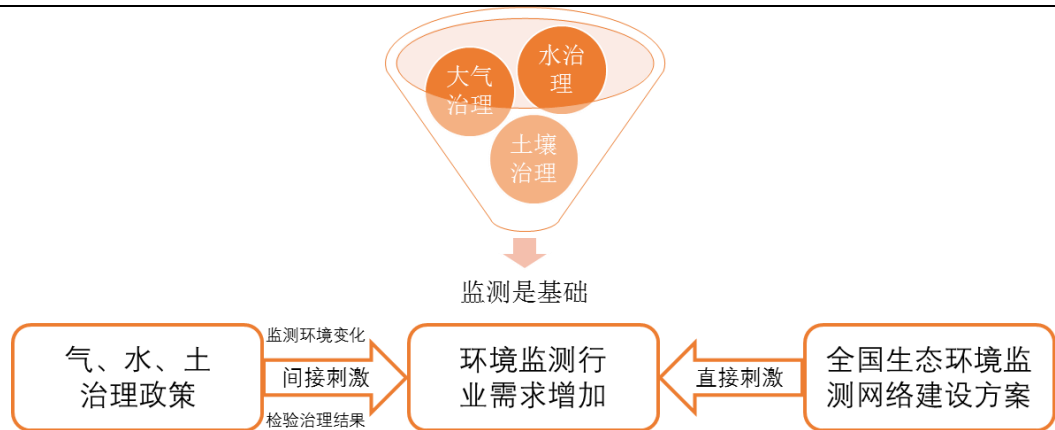
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、 监测行业景气度延续，河北污染严重，治理最为迫切

### 2.1 政策发力、监管趋严，监测行业景气度延续

从 2013 年开始，环保部力推“气、水、土三大战役”，国务院也先后发布大气十条、水十条、土十条三大文件。政策提高了治理标准，对各领域的环境质量也做了总量上的规定，释放了下游气、水、土等领域的市场需求，也增加了环境监测行业的市场需求。此外对于三个领域治理效果的检验，也依赖于全面有效的环境监测网络，这将间接刺激环境监测市场需求的增加。国家也不断出台环境监测网络建设实施方案，直接刺激环境监测市场需求增加。

图表7 政策发力，直接和间接刺激环境监测市场需求增加



资料来源：环保部、平安证券研究所

- 2013年9月10日，国务院发布《大气污染防治行动计划》，明确提出“经过五年努力，全国空气质量总体改善，重污染天气较大幅度减少”的时间表。具体指标有：到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在60微克/立方米左右。
- 2015年4月2日，国务院印发《水污染防治行动计划》，提出，到2020年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少。具体指标包括：
  - 到2020年，七大重点流域水质优良比例总体达到70%以上，到2030年达到75%以上；
  - 到2020年，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内，到2030年总体得到消除；
  - 到2020年，城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体高于93%，2030年达到95%左右；
  - 到2020年，全国地下水质量极差的比例控制在15%左右；
  - 到2020年，近岸海域水质优良(一、二类)比例达到70%左右。
- 2016年5月28日，国务院出台《土壤污染防治行动计划》，提出到2020年，全国土壤污染加重趋势得到初步遏制，土壤环境质量总体保持稳定，农用地和建设用土壤环境安全得到基本保障，土壤环境风险得到基本管控。
- 大气十条、水十条以及新出台的土十条，提高了环境治理标准，制定了环境治理目标，释放了下游气、水、土等领域的市场需求，而环境监测作为环境治理的基础，市场需求必然得到提升。此外，从“气、水、土三大战役”的初步效果来看，基本具备了防止污染进一步扩大的能力，下一步对于环境质量的改善则是对于现有治理设施和治理手段的检验。而对于三个领域治理效果的检验，依赖于全面有效的环境监测网络。

国家也一直致力于全国生态环境监测网络的建设。2015年发布的《生态环境监测网络建设方案》提出，到2020年，全国生态环境监测网络要基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖，初步建成陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络。2016年3月，环保部发布《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》，明确提出将地表水国控监测点位由972个扩至2767个。一系列措施将直接刺激环境监测市场需求的增加。



图表8 我国重大环境监测政策一览

时间	文件	主要内容
2014/4	新《环境保护法》	完善了环境监测制度。明确了监察机构应当使用符合国家标准的监测设备，遵守监测规范；监测机构及其负责人对监测数据的真实性和准确性负责。
2014/12	《国家地下水监测工程组织实施方案》	<p>工程估算总投资为 20.40 亿元,三年完成,2015~2017 年完成比例分别为 20%、50%、30%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>水利部门工程估算总投资为 10.16 亿元,建设 7 个流域监测中心、32 个省级监测中心、280 个地市节点及 145 个地市信息站巡测设备配置,新建及改建地下水监测站点 10298 个。</li> <li>国土资源部门估算总投资 10.25 亿元,建设五大区 16 个重点区(水文地质单元)共 10103 个地下水监测站点(包括 30 个泉流量监测站点),改建 2 个地下水监测(均衡)试验场、改建 1 个地下水与海平面综合监测站,建立 31 个省级地下水监测信息节点。</li> </ul>
2015/2	《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》	<p>全面放开服务性监测市场。凡适合社会力量承担的服务性环境监测业务,要创造条件,全面放开。</p> <p>扶持和规范社会环境监测机构发展要充分发挥环境监测行业协会或第三方机构的作用,强化社会环境监测机构的行业管理,签订质量保证承诺,推动行业自律。</p>
2015/7	《生态环境监测网络建设方案》	到 2020 年,基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖,各级各类监测数据系统互联共享,环境保护部适度上收生态环境质量监测事权,准确掌握、客观评价全国生态环境质量总体状况。
2016/3	《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》	将地表水国控监测点位由 972 个扩至 2767 个,明确提出设置跨界断面 956 个(国界、省界、市界等),用以监控各行政主体之间环境质量的变化。

资料来源：政府官网、平安证券研究所

环境监管趋严，大气十条、水十条、土十条等文件相继将环境改善作为政府考核指标，并实行严格责任追究。2015 年 8 月环境监察权由地方上收国家，中央监察权更大，考核更全面，更有利于中央监督地方政府环境治理完成情况。此外，环境监管由约谈到督察，党政同责。2016 年 7 月 6 日，国务院副总理张高丽部署 2016 年第一批中央环保督察工作，从督察情况来看，此次督察严厉程度前所未有，各地多人被问责，地方政府面临巨大环保压力。在此背景下，我们认为，环境治理有望形成一个国家推动地方，地方推动企业的良性局面。

- 大气十条、水十条、土十条等文件相继将环境改善作为政府考核指标，将环保目标进行分解，落实到各级政府各部门，并根据完成情况作为领导干部综合考核评价依据。此外，环境考核于 2014 年写入了新的《环境保护法》，在此背景下，地方政府将更有动力加大环保投资，环保市场需求增加。
- 2015 年 8 月，环保部在国家环境质量监测事权上收事宜上与财政部达成一致，将分三步完成国家大气、水、土壤环境质量监测事权上收，并对省以下环保部门实行垂直管理，真正实现“国家考核，国家监测”。上收环境监测事权，一方面减少了环保数据造假的可能，地方政府必须真抓实干；另一方面，由国家到省级环保部门逐级对下一级政府开展监管工作，长期看环境监测的任务将持续增加，而且上收监测事权也是将环保指标纳入地方考核的前奏。



图表9 环境监测上收后，中央事权更大，监管更全面

体制	管理体系	核心监管者	事权化分	财力分担	监控体系	监管模式
现有体制	中央和地方双重管理	地方	中央：立法	中央：20%	中央：采用地方监测的数据评价和考核各地环境空气质量	“考核谁、谁监测”
			地方：按照国家规定，进行投资并开展监测	地方：80%	地方：采用属地监测的数据评价和考核本地环境空气质量	
目标体制	中央和地方双重管理	中央	中央：立法与制定技术规范，投资国控站点开展监测，进行垂直监测与区域监测	中央：50%	中央：采用垂直监测和区域监测数据考核环境质量	“谁考核、谁监管”
			地方：按照国家、测”省政府规定开展省级与本地区其他环境监测行动	地方：50%	地方：按照国家、省政府规定开展省级与本地区其他环境监测行动	

资料来源：国务院发展研究中心、平安证券研究所

- 由约谈到督企，进而转向“督政”与“督企”并重的局面，环保已成为党中央、国家层面近两年督办的头号重大战略。随着张高丽总理部署的为期两年全国环保督察的启动，环保督察已成为考核干部政绩的关键指标。在环保考核趋严的背景下，地方政府迫切需要利用全方位的监测体系定位污染源，实现靶向治理，这将推动环境监测行业景气度延续。

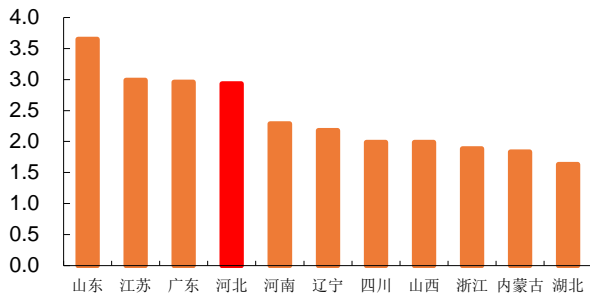
总体来看，政策持续发力，环境监管日趋严格，尤其是中央环保督察组的成立，类似于反腐中的中央巡视组，将对地方政府形成极大威慑，地方政府环境治理动力将得到空前提升，而环境监测作为环境治理的基础，景气度仍将延续。

## 2.2 河北污染严重，治理最为迫切

**河北省污染严重，治理最为迫切。**河北省产业结构偏重，能源消费量居全国第四位，钢铁、建材、石化、电力等“两高”行业比较集中。产业结构的不平衡导致河北省污染严重，治理最为迫切。

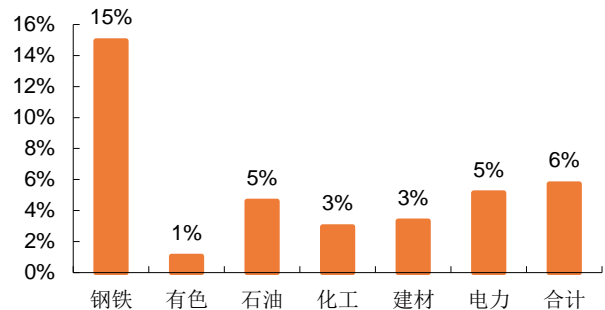
- 河北省产业结构偏重，能源消费较高。2014年，河北省能源消费量达2.93亿吨标准煤，位居全国第四，六大重点能耗行业收入占全国重点能耗行业收入比例达5.72%，尤其是钢铁行业，收入占全国钢铁行业收入比例达14.96%，位居第一，是重要污染源之一。

图表10 2014年河北省能源消费位居全国第四(亿吨标准煤)



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

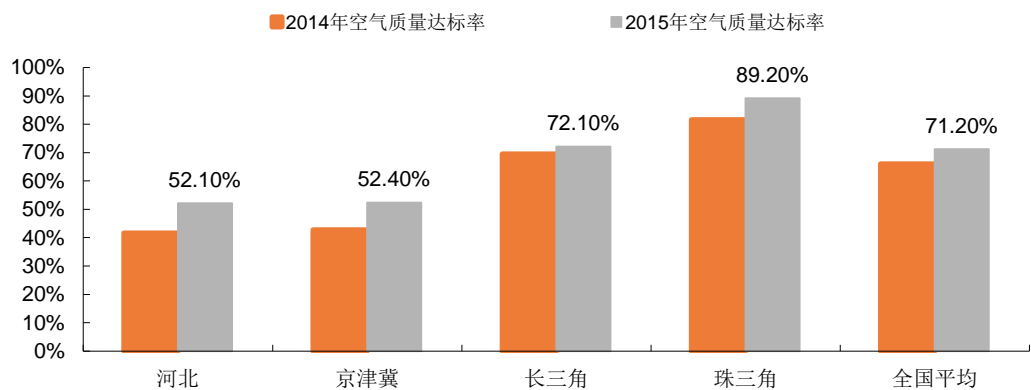
图表11 2014年河北省重点能耗行业收入占全国比重5.72%，钢铁收入占全国比重15%



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

- 过重的产业结构导致河北地区污染严重。根据环保部统计，2015年74个城市中空气质量相对较差的后10个城市(从第74名到第65名)依次是保定、邢台、衡水、唐山、郑州、济南、邯郸、石家庄、廊坊和沈阳，河北省占据7席。从空气质量达标天数比例来看，2015年京津冀达标天数比例达52.4%，与长三角和珠三角相比仍有较大差距。而京津冀主要省份河北省2015年达标天数比例达52.10%，比全国平均水平低近20个百分点，达标比例较低，治理最为迫切。

图表12 2015年河北省空气质量达标率比全国平均水平低近20%



资料来源：《2015中国环境状况公报》、河北省环保厅、平安证券研究所

**中央环保督察以河北为首站，力度空前，河北污染治理有望加速。**2016年5月6日，中央环保督察组公布了对河北省环保督察的反馈意见，震惊全国。2016年7月3日，河北省提出《整改方案》，历时两月，逐一落实了督察组提出的意见并提出了解决方案、远期目标与考核时点，细节详实。从反馈内容、反馈时间来看，河北省政府此次面临巨大的环保压力，河北省环境治理有望加速进行。

- 2014年，环保部印发《环境保护部约谈暂行办法》，将督察对象由企业延伸至政府，并于2015-2016年先后约谈30多个地市(县)。2016年，由环保部牵头、中宣部、中组部参与形成环保督察组，首站对河北省进行为期2个月的环保督察，震惊全国。
- 2016年5月3日，中央环保督察组向河北反馈督察情况，反映2013-2015年7月河北环保工作压力在有关部门传导中层层衰减，并存在项目违法违规上马、治污配套资金不足、检查流于

形式等问题。督察组在进驻期间亦向河北交办 31 批 2856 件群众举报的环境问题，问题办结过程中，河北关停取缔非法企业 200 家，处理 614 人，其中拘留 123 人、行政约谈 65 人、通报批评 60 人、责任追究 366 人，显示了环保督察对地方解决潜藏环保问题的推动力。

- 2016 年 7 月 3 日，河北省发布了《河北省贯彻落实中央环境保护督察组督察反馈意见整改方案》，对中央环保督察组 5 月反馈的问题提出了为期 4 年的整改意见，并在 2017、2020 年设置了两次考核节点。
- 经比较，我们发现，河北省提出的整改方案不仅一一对应反馈意见所提到的河北省存在的各项问题，同时就所涉及的具体问题提出了定量与定性解决方案，与以往数量模糊不清、性质界定不明、任务划分不清的环保规划全然不同。其所承担的巨大环保压力跃然纸上，与以往大不一样。我们认为，此次环保督察有望推动河北环境治理加速进行。

**图表13 河北省环保整改方案与反馈意见一一对应，目标具体、责任分明、压力巨大**

反馈意见		整改方案	
主要问题	典型情况	核心目标	主要内容
环境保护工作压力传导不到位	2013-2015 年 7 月间，原省委主要领导对环境保护工作没有真抓	两个确保	2020 年 PM2.5 平均浓度比 2015 年下降 25%，污染严重城市力争退出全国空气质量后 10 位，确保化解过剩产能取得决定性进展，完成“6643”目标任务。
	2013 年至 2015 年省级财政配套大气污染防治专项资金仅占中央财政拨款的 15.5%	两个下降	主要污染物排放总量下降，超额完成国家下达的任务；煤炭消费比重大幅下降，能源消费结构明显改善，电力、天然气和太阳能、风能等优质能源占比达到 50%。
	压钢减煤等方面监督检查流于形式	两个提升	到 2020 年，全省水功能区水质达标率提高到 75% 以上，地下水超采区基本实现采补平衡；绿化水平稳步提升，新增造林面积 2100 万亩，森林覆盖率达到 35%。
违法违规上马项目问题突出	岗南水库保护区内建成 9 套别墅，8 万平方米的培训及配套设施	实施清单制，确保问题整改到位	对经研究确定的 283 项整改措施，定期督导，挂账督办，各级各有关部门主要负责人为整改工作第一责任人。
	衡水深州越级核准 22 万吨乙二醇项目	强化考核评价和责任追究	将环境保护与生态建设纳入各级特别是县级领导班子和领导干部考核的重要内容，健全问责机制，对不顾生态环境盲目决策、抓生态环境保护工作不力、导致严重后果的，严格按照《党政领导干部生态环境损害责任追究办法（试行）》《河北省生态环境保护责任追究暂行办法》进行责任追究。
	腾达科技、乾亿实业、镍金实业、鼎祥锰业等企业新上 4 个铁合金项目，违规新增铁合金产能 50 万吨	化解过剩产能	2016 年全省第一批安排压减炼铁产能 1077 万吨、炼钢产能 820 万吨，压减煤炭产能 1309 万吨，退出煤矿 50 处。对新发现的违规建设钢铁项目或封停设备复产所在地县（市、区）委书记、县（市、区）长先免职，再调查处理，对相关领导和责任人员追究责任，坚决杜绝违规问题的再次发生。
区域环境质量急剧恶化	滹沱河石家庄和衡水跨界枣营断面 2015 年化学需氧量、氨氮平均浓度分别比 2013 年上	推进生态修复	深入开展地下水超采综合治理。试点范围扩大到 115 个县（市、区），覆盖全省重点超采区。制定关停并行动方案，开展农业灌溉机井和城市自备井关停工作，

反馈意见	整改方案
升 63%和 21%	确保按时完成任务。

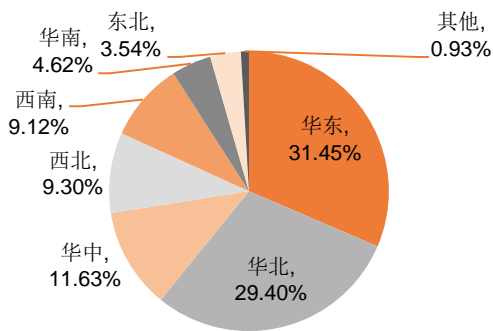
资料来源：河北省环保厅、《整改方案》、平安证券研究所

### 三、内生增长+外延扩张，区域环保龙头起航

#### 3.1 公司立足河北，区位优势明显，订单基础雄厚

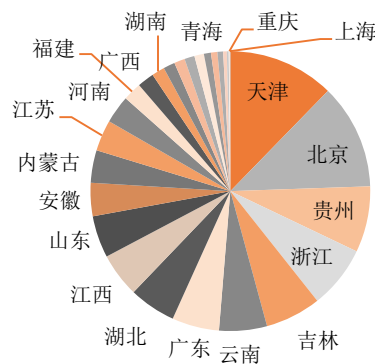
环境监测企业地域性分布明显。环境监测企业普遍规模较小，地域性较强。从收入结构来看，雪迪龙 31.45%的收入来源于华东地区。从订单结构来看，2015 年到 2016 年上半年，先河环保主要订单来源于河北和北京，厦门隆力德（一家非上市环境监测企业）主要订单来源于江苏、辽宁、山东，聚光科技订单比较分散，均匀分布于全国各省，基本上实现了全国布局。

图表14 雪迪龙 2015 年收入主要来源于华东和华北



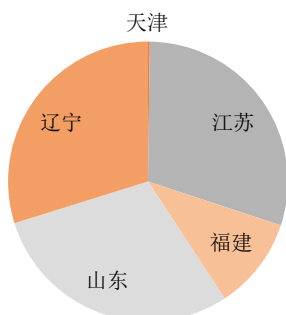
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表15 聚光科技订单结构比较分散



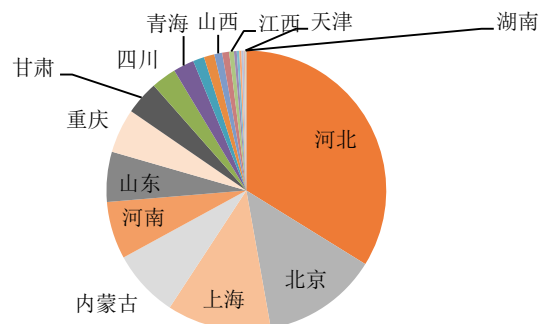
资料来源：中国采招网、平安证券研究所时间：2015年1月1日-2016年6月30日

图表16 隆力德主要订单来源于江苏、辽宁、山东



资料来源：中国采招网、平安证券研究所 时间：2015年1月1日-2016年6月30日

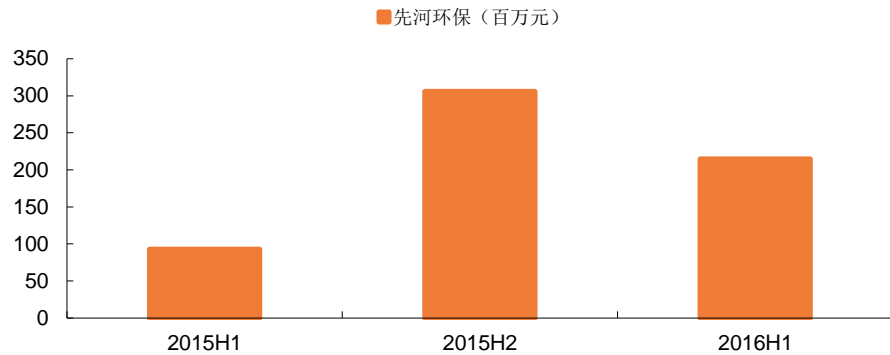
图表17 先河环保主要订单来源于河北和北京



资料来源：中国采招网、平安证券研究所 时间：2015年1月1日-2016年6月30日

公司长期深耕河北，订单基础雄厚。先河环保订单主要来源于河北地区，项目经验丰富，与政府建立了良好的合作关系，政府资源基础雄厚。随着河北环境治理力度的加大，公司获取订单速度加快，近两年先后斩获 VOCs 治理与网格化精准监测等领域大额订单便是例证。据我们统计，2016 年上半年，公司订单同比增长超 100%，明显受益于区位优势。

图表18 2016 年上半年，公司订单同比快速增长



资料来源：中国采招网、平安证券研究所

### 3.2 积极布局网格化监测，为未来发展奠定坚实基础

随着环境治理要求的提高，传统监测方法已不能满足实际监测工作的需求。通过借用先进的网格化监测系统，可以达到节省人力、提高效率的作用。国家也明确提出，到 2020 年，初步建成陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络。我们认为，从应用导向和政策导向来看，网格化监测系统将发挥越来越大的优势和作用。

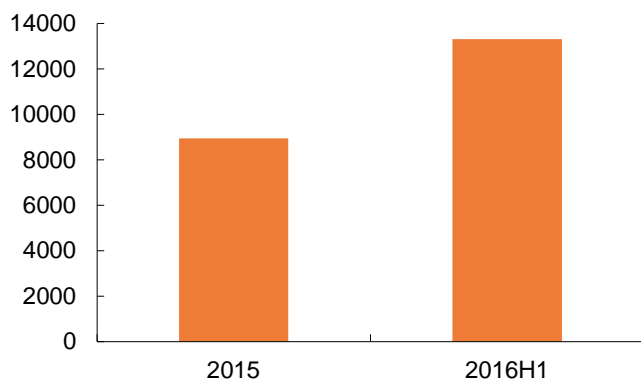
- 传统监测方法存在许多弊端，主要有：覆盖范围和监测要素不全、信息化水平不高、监测与监管结合不紧密、监测数据质量有待提高等。网格化监测通过对城区重点污染源企业、工业集聚区、建筑工地、城区环路等建设高密度微型化监测网络。一方面可以准确查找污染源、实时掌控整个区域大气质量变化情况；另一方面，网格化监测具有大数据分析能力，并能对污染风险进行预测。在环保考核趋严大背景下，利用网格化监测体系定位并针对性治理污染源成为地方政府的当务之急。
- 国家积极推进生态环境网络建设。2015 年 7 月 26 日，国务院印发《生态环境监测网络建设方案》，明确提出坚持全面设点、全国联网、自动预警、依法追责，形成政府主导、部门协同、社会参与、公众监督的生态环境监测新格局。到 2020 年，初步建成陆海统筹、天地一体、上下协同、信息共享的生态环境监测网络。《方案》的印发，意味着长期以来备受关注的生态环境监测网络建设将大刀阔斧展开，未来几年网格化监测市场将保持较高容量。

先河环保从 2015 年开始积极布局网格化监测业务，成功研发出大气网格化监测系统，并积累了大量网格化监测订单。我们认为，公司在网格化监测领域的先发优势以及充足的订单将为公司未来发展奠定坚实基础。

- 网格化监测是未来发展趋势。先河环保网格化监测系统采用最新的微型化、小型化产品，进行大范围、高密度“网格组合布点”，该系统一举打通了大气监测数据与污染源监控管理、精准治理、评估评价、预警预报和政府决策的通道，特别是独创的“三级修正”和“四级校准”体系，可以有效保证数据准确稳定可靠，提高政府粘性，有利于公司后续承接更多订单。

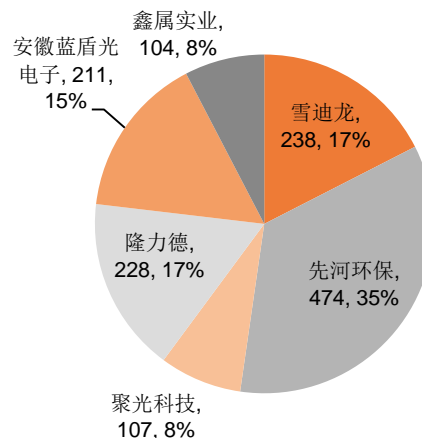
- 2016年7月，公司中标河北保定市大气污染防治网格化精准监控预警及决策支持系统项目，合同金额8777万元，占公司2015年营业收入13.97%。保定大气网格化监测预警项目是公司在该领域获得的单体最大合同，有利于公司在该领域建立领先优势，为公司后续承接网格化监测项目打下坚实基础。
- 公司网格化监测系统订单也呈快速增长，发展势头良好。2016年前半年，公司网格化订单超1.3亿元，超过2015年全年。此外，2015年，先河环保与聚光科技等六家公司中标1362个国家环境空气监测网城市环境空气自助监测站三年的运维服务，先河环保在所有公司中中标比例最高，凸显出公司优势，未来有望保持较快发展。

图表19 先河环保网格化监测订单增长迅速



资料来源：中国采招网、平安证券研究所

图表20 先河环保在国家环境监测项目中中标比例最高



资料来源：中国采招网、平安证券研究所

### 3.3 水质监测细分市场全面爆发，公司借水质监测实现增长

水质监测市场规模巨大。相比大气监测，水质监测技术难度更大、监测指标更多，单一点位所需投资更高。随着国控、省控监测点位的迅速提升，水污染将变得更易追踪，更易追责，倒逼污染源监测迅速放量。污染源监测市场空间是国控、省控水质监测市场6~8倍，保守估计，水质监测行业整体短期市场空间100亿，远期600-800亿市场空间。

- 相比大气监测行业，水质监测行业市场更大，监测难度更高、重要程度也更高，参考大气监测领域雪迪龙、先河环保、聚光科技的发展历程，我们认为，水质监测行业在目前市场分散、企业体量普遍较小的状况下更容易出现快速成长的公司。

图表21 水质监测难度更大、监测指标更多，市场空间大于大气监测

	大气监测	水质监测
需求领域	工业企业、人口密集城市(目前为336个)	国控、省控(地表水、地下水近海、湖泊), 污染源监测(工业企业、污水处理厂、垃圾处理厂)
市场所处的状态	目前烟气监测基本已经完全实现在线监测, 正在实施城市空气质量实时监测	地表水、地下水、污染源监测都只有很小一部分实现在线监测
产品运行	尚可, 需要担心人为破坏	差, 除人为破坏因素以外, 潮湿环境下、设备需要经常过水,



条件	要求产品质量过硬，且耐用性强，需要经常维护	
监测指标	污染源主要包括 SO <sub>2</sub> 、NO <sub>x</sub> 、VOCs 等	污染源包括氨氮、总磷、总氮、化学需氧量、重金属含量、微生物含量等数十种污染物，视环境需求而定
设备投资	初始投资较高，后期运营维护相对便宜	单个指标设备投资 15-20 万元，但每年运维费用高

资料来源：环保部、平安证券研究所

- 由于水污染企业较为分散，各行业污水均对水环境会造成明显污染，因此水质监测较难仿照大气监测发展的路径，由国家强制要求主要污染行业（电力、钢铁等）企业安装烟气排放监测设备并核查。对水污染治理，较为有效的路径是由国家投资建设地下水、地表水监测网络，并利用省界、市界断面的监测数据对不同级别行政主体进行核查，以此倒逼辖区内地方政府加大水污染治理的力度，最终落实到要求企业安装质量好的水质监测设备并实时运行。
- 从企业发展的逻辑看，前期国控站点的竞争无疑最为激烈，但能否成功由国控、省控点位向污染源监测延伸则是能否实现大发展的关键。我们认为，由于国控监测领域领先的企业均采用与地方政府合作建立智慧监测平台的方式切入市场，未来辖区内包括大气监测、水质监测等设施均将整合入这一平台上，平台的运营商与拥有最多产品种类的设备商拥有更多优势。
- 我们预计，从行业发展的逻辑看，以地下水、地表水为代表的国控水质监测将于近两年迅速启动，市场空间预计 50 亿，考虑省控的投资则约为 100 亿元；远期看，随着主要污染企业安装水质监测设施，我们保底假设，2016 年国家重点监测污染企业 14312 家，每家安装 5 套污染监控设施，污染源监测市场空间近 600 亿元，数倍于国控监测市场规模。

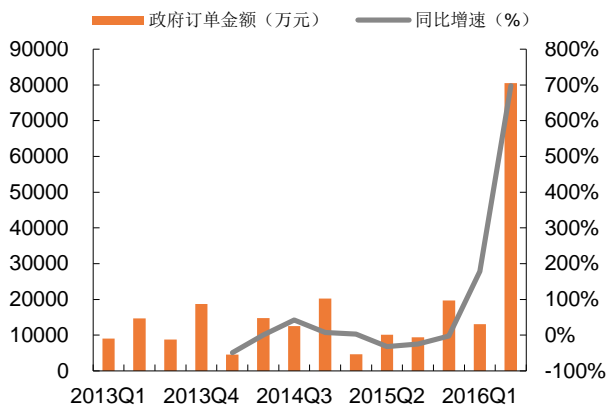
图表22 水质监测行业市场规模短期看 100 亿，远期看 600-800 亿

项目		地下水	地表水	主要污染源	合计
A	点位数量估计	20302	2767	71560	94629
B	现有点位数量	5118	972	71560	77650
C	自动监测设备数量	1000	200	21468	22668
D	监测指标数量	2	4	4	
E	自动监测比率	0.2	1	1	
F (万元)	自动监测设备单价	15	15	15	
市场规模 (亿元)					
(Ax E - C) x F x (D + 1) / 10000	在线监测投资规模	14	19	376	409
A x E x (D + 1) x 4 / 10000	在线监测运维规模	5	6	143	154
A x (D + 1) x E x F / 8 / 10000	设施更新投资规模	2	3	67	72
	合计	21	27	586	634

资料来源：环保部、平安证券研究所

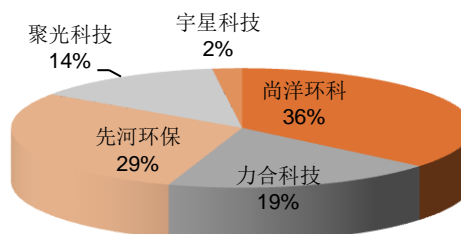
根据我们统计，2016年，地表水质监测订单同比大幅增长，一季度同比增长178.42%，二季度同比增长近700%，单季度市场规模达到8亿元。先河环保在行业爆发的大背景下也获得大量订单。在5家龙头企业中位居第二，占比达29%。

图表23 水质监测市场 2016 年开始爆发



资料来源：中国采招网、平安证券研究所

图表24 先河环保在 2016 年水质监测订单中占比较高



资料来源：中国采招网、平安证券研究所

### 3.4 VOCs 治理最具看点，大额订单签订带来业绩弹性

**VOCs 治理迎来爆发期。**我国从 2011 年才开始展开 VOCs(挥发性有机物)的摸底调查，2012~2014 年，开始建立 VOCs 监测与治理体系，2015 年，开始对石油化工行业和包装印刷行业试行征收 VOCs 排污费，先后有 14 个省市已出台具体征收标准。最新的《重点行业挥发性有机物削减行动计划》提出更为明确的指标：到 2018 年，工业行业 VOCs 排放量比 2015 年削减 330 万吨以上。从政策指导方向来看，2016~2018 年将是 VOCs 治理的爆发期。

- 国家政策频出，目标更加具体，VOCs 治理不断落实。我国从 2011 年开始展开 VOCs 的摸底调查，2011 年《国家环境保护“十二五”规划》提出加强挥发性有机污染物和有毒废气控制，开展挥发性有机污染物和有毒废气监测。2015 年 6 月财政部等三部门发布《挥发性有机物排污收费试点办法》，对石油化工行业和包装印刷行业试行征收 VOCs 排污费，VOCs 监测与治理进入实质落实阶段。

图表25 VOCs 政策梳理

时间	部门	政策	内容
2011 年 12 月	国务院	《国家环境保护“十二五”规划》	加强挥发性有机污染物和有毒废气控制，开展挥发性有机污染物和有毒废气监测
2012 年 10 月	环保部、发改委、财政部	《重点区域大气污染防治“十二五”规划》	把挥发性有机物污染控制作为建设项目环境影响评价的重要内容，开展重点行业治理，完善挥发性有机物污染防治体系
2013 年 5 月	环保部	《挥发性有机物(VOCs)污染防治技术政策》	到 2015 年，基本建立起重点区域 VOCs 污染防治体系；到 2020 年，基本实现 VOCs 从原料到产品、从生产到消费的全过程减排
2013 年 9 月	国务院	《大气污染防治行	将挥发性有机物纳入排污费征收范围

时间	部门	政策	内容
		动计划》	
2014年7月	环保部等六部门	《大气污染防治行动计划实施情况考核办法(试行)实施细则》	制定了北京、天津、河北等省市 VOCs 监测控制的具体目标
2014年12月	环保部	《石化行业挥发性有机物综合整治方案》	到 2017 年, 全国石化行业基本完成 VOCs 综合整治工作, 建成 VOCs 监测监控体系, VOCs 排放总量较 2014 年削减 30%以上
2015年6月	财政部、环保部、发改委	《挥发性有机物排污收费试点办法》	对石油化工行业和包装印刷行业试行征收 VOCs 排污费, 自 2015 年 10 月 1 日起实行
2015年8月	全国人大	《大气污染防治法》	首次将 VOCs 纳入环境监管范畴
2016年7月	工信部、财政部	《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	到 2018 年, 工业行业 VOCs 排放量比 2015 年削减 330 万吨以上

资料来源: 政府官网、平安证券研究所

- 首次提出 VOCs 总量目标, 指导意义深远。2016 年 6 月 8 日, 工信部与财政部印发《重点行业挥发性有机特削减行动计划》, 对 11 个行业提出了 VOCs 减排目标, 首次从减排总量上对 VOCs 排放控制做出了规划, 到 2018 年, 工业行业 VOCs 排放量比 2015 年削减 330 万吨以上。本次《计划》是目前中央层面公布的政策中, 最具体, 包含重点行业最多的政策, 且首次提出了减排目标, 对后续的 VOCs 治理有指导意义。

图表26 《重点行业挥发性有机物削减行动计划》减排目标

主要指标	具体内容
总量指标	到 2018 年, 工业行业 VOCs 排放量比 2015 年削减 330 万吨以上
个别污染物减排目标	减少苯、甲苯、二甲苯、二甲基甲酰胺 (DMF) 等溶剂、助剂使用量 20% 以上
替代品使用目标	低 (无) VOCs 的绿色农药制剂、涂料、油墨、胶粘剂和轮胎产品比例分别达到 70%、60%、70%、85%和 40%以上

资料来源: 《重点行业挥发性有机物削减行动计划》、平安证券研究所

- 在《挥发性有机物排污收费试点办法》的指引下, 截止到 2016 年 9 月, 全国共有 14 个省市正式发文试点开征 VOCs 排污费, 在此示范效应下, 预计下半年将有更多的省市发文试点开征 VOCs 排污费。VOCs 收费标准的确立, 倒逼企业进行 VOCs 治理, VOCs 治理市场空间将得到空前释放。从征收范围来看, 北京、上海、山东征收范围更广, 其他各省市主要面向石油化工、包装印刷行业, 未来几年, 各省市都有进一步扩展到其他行业的可能。值得一提的是, 河北在差别化征收的基础上提出, 如果 VOCs 治理由第三方运营, 将增加 5%的税收减免额度。

➤

图表27 十四省市挥发性有机物排污费征收标准

省市	收费时间	征收范围	征收标准	差别收费政策
北京	2015/10/1	石油化工、汽车制造、电子、包装印刷、家具制造行业	20 元/kg	排放浓度低于或等于本市排放限值的 50% (含), 且当月未因污染环境受到环保部门处罚的, 每公斤 10 元; 对于存在未安装废气治理设施, 或废气治理设施运行不正常, 或挥发性有机物超标排放等环境污染行为的, 每公斤 40 元。
上海	2015/10/1	2015/10/1: 石油化工、包装印刷、涂料油墨生产、汽车制造、船舶制造; 2016/7/1: 增加工业涂装、工业涂布; 2017/1/1: 增加家具制造、医药制造、电子、橡胶塑料和木材加工	2015/10/1: 10 元/kg; 2016/7/1: 15 元/kg; 2017/1/1: 20 元/kg	对接本市工业 VOCs 治理方案要求治理, 排放浓度低于或等于限值 50%, 且当年未受到环保部门处罚的, 50%计收; 未完成治理, 或设施运行不正常, 或超标排放, 2 倍计收。
江苏	2016/1/1	石油化工 包装印刷	2016/1/1: 每污染当量 3.6 元; 2018 年 1 月 1 日起每污染当量 4.8 元	差别化征收。
安徽	2015/10/1	石油化工和包装印刷	每污染当量 1.20 元	企业 VOCs 排放浓度值超过规定的排放限值或者企业 VOCs 排放量高于规定的排放总量指标的, 按收费标准加一倍征收排污费; 同时存在上述两种情况的, 加二倍征收排污费。
湖南	2016/3/1	石油化工和包装印刷	每污染当量 1.20 元	对排放浓度值低于规定的污染物排放限值 50% (含 50%), 减半征收; 高于规定的排放限值, 或高于规定排放总量指标的, 加一倍征收; 同时满足, 加二倍征收排污费。
四川	2016/3/1 起试行两年	石油化工和包装印刷	每污染当量 1.20 元	对排放浓度值低于限值 50% (含), 且当月未受处罚的, 减半征收; 对排放浓度超标, 或排放量超标, 或属淘汰, 加倍征收; 同时存在任两种: 加两倍; 同时存在三种, 加三倍征收。
天津	2016/5/1	石油化工和包装印刷	10 元/kg	低于等于 50%, 减半; 高于, 加一倍; 同时高于, 加两倍; 淘汰落后加一倍。
浙江	2016/7/1	石油化工和包装印刷	2016/7/1: 每污染当量 3.6 元; 2018/1/1: 每污染当量 4.8 元	无。
辽宁	2016/4/1	石油化工和包装印刷	每污染当量 1.20 元	低于 50%, 减半; 高于, 加一倍; 同时高于, 加两倍; 淘汰落后加一倍。

省市	收费时间	征收范围	征收标准	差别收费政策
河北	2016/1/1	石油化工和包装印刷	2016/1/1: 每污染当量 2.4 元; 2017/1/1: 每污染当量 4.8 元; 2020/1/1: 每污染当量 6 元	低于规定 50% 以上的, 减半征收; 由第三方运营, 增加 5% 的减免额度。高于规定排放限值排放总量指标, 或属淘汰, 加两倍征收排污费。
山东	2016/6/1	2016/6/1: 石油化工、包装印刷; 2017/7/1: 增加汽车制造业、家具制造业和铝型材工业	2016/6/1: 每污染当量 3 元; 2017/1/1: 每污染当量 6 元	排放介于 50~75% (含) 的, 按 75% 征收; VOCs 排放低于 50% (含), 减半征收; 高于排放限值、或高于总量指标、或淘汰落后, 加一倍征收。
海南	2016/8/1	石油化工和包装印刷	每污染当量 1.20 元	对排放浓度值低于限值 50% (含), 且当月未受处罚的, 减半征收; 对排放浓度超标, 或排放量超标, 或属淘汰, 加倍征收; 同时存在任两种: 加两倍; 同时存在三种, 加三倍征收。
山西	2016/9/1	石油化工和包装印刷	太原市每污染当量 1.8 元, 其它地市每污染当量 1.20 元	低于等于 50%, 减半; 高于, 加一倍; 同时高于, 加两倍; 淘汰落后加一倍。太原实行差别化阶梯式分级收费政策
湖北	2016/10/1	石油化工和包装印刷	每污染当量 1.20 元	低于 50%, 减半; 50%-70%, 打六折; 70%-90%, 打八折; 高于, 加一倍; 同时高于, 加两倍; 淘汰落后加一倍。

资料来源: 政府官网、平安证券研究所

**2016~2018 年, VOCs 治理空间高达 660 亿元。**随着政策的推进, VOCs 治理行业迎来了难得的发展机遇。根据华南理工大学教授叶代启的研究, 石油化工行业 VOCs 的治理成本为 2.17 万元/吨, 包装印刷行业 VOCs 的治理成本为 2.62 万元/吨。我们保守估计, 整个工业行业 VOCs 的治理成本为 2 万元/吨。根据《重点行业挥发性有机物削减行动计划》的要求, 到 2018 年, 工业行业 VOCs 排放量比 2015 年削减 330 万吨以上, 因此, 我们测算, 2016-2018 年, VOCs 治理空间高达 660 亿元, 市场空间广阔。

**图表28 2016~2018 年, VOCs 治理空间高达 660 亿元**

参数	金额
石油化工行业 VOCs 治理成本 (万元/吨)	2.17
包装印刷行业 VOCs 治理成本 (万元/吨)	2.62
保守设定工业行业 VOCs 处理成本 (万元/吨)	2.00
处理规模 (万吨)	330
VOCs 治理需求 (亿元)	660

资料来源: 《重点行业挥发性有机物削减行动计划》、平安证券研究所

**大额订单签订带来业绩弹性。**在政策的推动下, VOCs 治理订单快速释放, 公司 VOCs 治理也取得突破性进展, 2015 年 9 月, 公司签订保定雄县包装印刷行业 VOCs 第三方治理项目, 我们认为保定雄县项目的签订, 一方面给公司业绩增长带来弹性, 另一方面为公司后续承接大型 VOCs 订单打下了良好基础。

- 先河环保从 2015 年切入 VOCs 治理领域，VOCs 订单金额领先同行业公司，特别是国内 VOCs 治理领域首个大型项目——保定雄县包装印刷行业 VOCs 第三方治理项目，一经推出便引起了极大轰动，为公司从监测到治理的扩张打下了坚实基础。
- 先河环保 18 亿 VOCs 治理协议的签署，一方面给公司的业绩增长带来弹性，另一方面，大型 VOCs 项目的实施，有助于公司在 VOCs 治理领域建立领先优势，为公司后续承接更多 VOCs 订单打下良好基础。

**图表29 先河环保大额 VOCs 订单金额在业内处于领先地位**

公司	签订时间	订单金额 (亿元)	具体内容
先河环保	2015 年 9 月	18.00	800 到 1000 家包装印刷企业 VOCs 治理与溶剂回收。
聚光科技	2015 年 12 月	3.11	基于“互联网+”的大气环境监控预警网络，此项造价 1.35 亿元； 园区企业 LDAR 检测：服务周期五年，以园区 100 家企业核算，平均每家企业 1 万个检测点，以每个检测点 35 元/年的收费标准执行。此项总价为 1.75 亿元。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.5 积极创新，提升技术实力

公司研发投入逐步增加，积极进行技术创新，提升自身技术实力。技术实力的增强有助于公司在未来的发展中抢占先机，脱颖而出。

- 2015 年公司研发投入达 3175 万元，占营收比例达 5.06%，比 2014 年提升 0.57 个百分点，目前公司在研技术达 37 项，其中 1 项来自国家“863”计划项目，15 项来自国家科技支撑计划、科技合作专项等。
- 2015 年公司共获得 9 项专利，其中发明专利 4 项，实用新型专利 5 项，新申请专利 4 项，其中 1 项发明专利，3 项实用新型专利。截止 2015 年 12 月 31 日，公司共拥有专利 42 项，包括发明 6 项，实用新型 30 项，外观设计 6 项，软件著作权 29 项。
- 公司积极进行技术创新。在 VOCs 治理领域，公司研制出了系列无铬浸渍炭、常温一氧化碳净化炭、溶剂回收炭、蜂窝状活性炭、活性炭纤维等吸附催化材料，多种高效低阻过滤纸、碳基泡沫、分子筛等材料，开发了大风量低浓度有机废气净化、烟草熏蒸尾气治理、溶剂回收等技术，在有机废气和有毒有害气体治理方面处于国内领先水平。

### 3.6 负债低、现金足，外延扩张潜力大

环境监测行业区域性分布明显，通过并购进行外延扩张是公司壮大的有效途径。先河环保先后并购广州科迪龙和广西先得环保公司，取得了较好的效果，相比同行业公司，公司负债低，现金足，外延扩张优势明显。我们认为，未来公司并购潜力巨大，公司有望通过并购打造区域环保龙头。

- 2011 年，聚光科技率先开启并购之路，目前聚光科技已处于监测行业领先地位，雪迪龙、先河环保也从 2013 年开始了并购之路，平均一年并购一家企业，在所有行业中，处于领先水平。



- 先河环保 2014 年公司并购广州科迪隆和广西先得公司，使得公司在环境监测上的优势得到进一步巩固和提升，2015 年广州科迪隆和广西先得分别贡献利润 2372.35 万元和 2182.31 万元，与二者的并购价 2.64 亿相比，两次并购取得了良好的成效。

**图表30 并购是监测企业发展的重要方向**

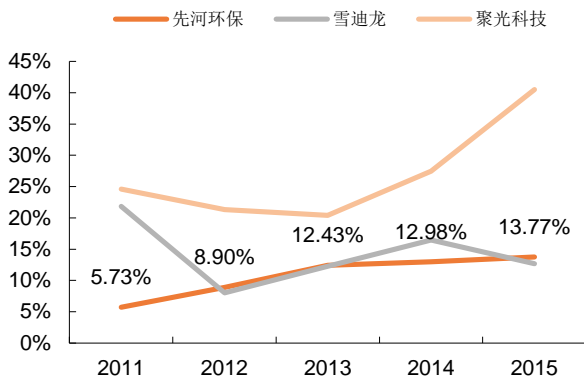
公司名称	收购公司	收购时间	被收购公司业务
聚光科技	北京吉天	2011	实验室仪器
	荷兰 Bohnen	2012	VOCs 监测
	深圳东深电子	2013	水利水务智能化
	北京鑫佰利	2015	工业污水处理
	安谱实验	2015	实验室仪器和耗材
	三峡环保	2015	市政污水处理
雪迪龙	Kore Technology limited	2015	质谱仪产品
	青岛吉美来	2015	空气质量监测设备
	北京科迪威	2015	水质监测设备
	比利时 ORTHODYNE	2016	监测仪器和色谱仪
	沈阳绿色环保	2016	环境工程施工
先河环保	Cooper Environmental Services	2013	空气重金属监测
	广州科迪隆	2014	环保相关仪器设计
	广西先得环保	2014	环境监测设备和运营
	Sunset Laboratory Inc.	2015	有机碳元素监测仪的研发生产和销售
	四川久环环境	2015	环境技术咨询与工程
天瑞仪器	苏州问鼎	2015	环保工程设计运营
	苏州能斯达电子	2013	传感器研发
	沈阳金建	2014	GIS 系统
	嘉园环保	2014	有机废气治理
汉威电子	鞍山易兴	2014	SCADA 系统，物网
	广东龙泉	2015	GIS 系统
	上海中威天安	2015	公共安全设备
	河南雪城软件	2015	环保信息化软件甘特图数据采集

资料来源：公司公告、平安证券研究所

- **负债低、现金足，外延扩张空间巨大。**公司近五年资产负债率低于 14%，货币资金维持在 4.5 亿元左右，2015 年公司资产负债率为 13.77%，货币资金达 4.23 亿元。与同行业上市公司相

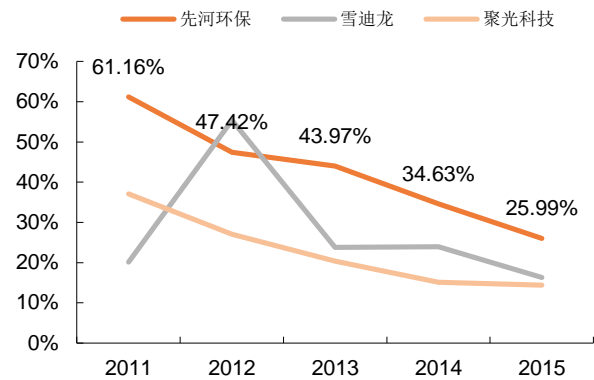
比，公司不仅负债率低，并且拥有充足的货币资金，为公司将来的并购提供了良好的基础，未来公司进一步并购的空间巨大。

图表31 公司负债率低于同行业上市公司



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表32 先河环保货币资金比率高于同行业上市公司



资料来源：Wind、平安证券研究所

- 我们认为，未来公司有望借助更多并购，打通环保全产业链，将自身打造成承接环保订单并提供环保综合服务的平台型企业，成为区域环保龙头。

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 核心假设

- 1、预计保定雄县 18 亿 VOCs 订单 2018 年开始释放，2018 年贡献营业收入 2.50 亿元；
- 2、预计 2016~2018 年，公司其他订单收入分别为 8.29、10.45、12.55 亿元；
- 3、预计 2016~2018 年，公司毛利率分别为 49.00%、48.70%、48.40%。

### 4.2 盈利预测与估值

根据上述假设，我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 8.29、10.45、15.04 亿元，EPS 分别为 0.35、0.43、0.63 元，同比增长 38.3%、23.5%、47.3%。考虑到公司地处河北的区位优势、环境监测和 VOCs 治理领域的业务布局优势、以及公司外延式扩张可能性，我们首次给予公司“推荐”评级。

## 五、风险提示

环保政策低于预期，公司未来订单不及预期，市场竞争加剧