

先河环保 (300137)

公司研究/点评报告

三季度保持快速增长，差异化治霾提升空气监测需求

点评报告/环保及公用事业

2018 年 10 月 30 日

一、事件概述

公司发布 2018 年三季度报告：前三季度营业收入 8.21 亿，同比增长 31.35%；归母净利润 1.47 亿，同比增长 55.78%。

二、分析与判断

➤ 大气监测持续中标，三季度增速更进一步

受益于乡镇站、网格站等订单的增长和在手合同快速落地，公司 Q3 单季度实现营收 2.78 亿元，归母净利润 0.71 亿，同比增长 26.98%、57.29%。业绩增速在上半年的基础上小幅提升，基本符合我们此前报告的预期。作为国内大气污染防治网络化精准监控及决策支持平台的开创者，6 月末公司大气网格化业务已覆盖全国 14 个省、87 个城市，与其中的二十余个城市签订了服务合同。我们测算以大气监测设备提供商为入口，导流出的运营、咨询及治理服务市场空间是“2+26”城市就可高达百亿规模。作为行业领军企业，公司仍有巨大成长空间。

➤ “一市一策”拉动空气监测服务需求，公司订单获取再创佳绩

9 月末，生态环境部联合 11 部委、6 省市印发《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》，新方案要求因地制宜实行差异化错峰生产，严禁采取“一刀切”方式。差异化管控要求下监测设备投资和地方政府对于“一市一策”咨询服务的需求正逐步提升，统计局公布数据显示今年前三季度环保监测专用仪器仪表制造业投资增速高达 45.8%，凸显行业高景气度。据中国政府采购网，2018 年年初至今公司监测订单总计中标 7.74 亿元，相比去年增长近七八成，充沛的在手订单将为公司未来盈利的快速增长提供支撑。

➤ 咨询服务占比提升致盈利能力有所提升，现金流充沛、股份回购进行时

前三季度，公司综合毛利率 53.42%，净利率 18.24%，同比+1.48%、+2.25%，毛利率提升推测主要系毛利较高的咨询业务占比有所提升。销售/管理及研发/财务费用率分别+0.98%/-3.79%/-0.08%，人员成本管控较好。公司上市以来保持了良好的经营活动回款，利润和现金流较为匹配，目前资产负债率仅 19%。公司 8 月公告了 3000~5000 万元的股份回购计划，回购价格不高于 12 元/股，10 月 12 日完成了 1083 万元的首次股份回购。公司目前估值已位于历史底部，未来有充足的动力和足够的能力完成回购。

三、投资建议

看好公司网格化产品及后续服务的扩展，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46、0.62、0.78，对应当前价格 15、11、9 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示

1、网格化市场推广进程不及预期；2、环保政策力度执行不及预期。

推荐

维持评级

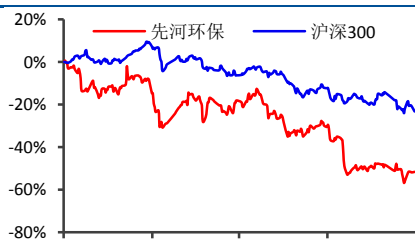
当前价格： 7.12

交易数据

2018-10-29

近 12 个月最高/最低(元)	14.49/6.23
总股本(百万股)	551
流通股本(百万股)	474
流通股比例(%)	86%
总市值(亿元)	39.23
流通市值(亿元)	33.74

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009
电话： 010-85127892
邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：晏溶

执业证号： S0100117060016
电话： 0755-22662075
邮箱： yanrong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号： S0100118070006
电话： 0755-22662085
邮箱： yangrenzong@mszq.com

相关研究

1、《环境综合服务转型成功，网格化监测市场广阔》20180615

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1043	1324	1615	1938
增长率 (%)	32.04%	27.00%	22.00%	20.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	188	256	344	431
增长率 (%)	78.68%	36.13%	34.13%	25.37%
每股收益 (元)	0.34	0.46	0.62	0.78
PE (现价)	21	15	11	9
PB	2.45	2.16	1.86	1.59

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017E	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1043	1324	1615	1938
营业成本	506	649	775	911
营业税金及附加	12	15	19	23
销售费用	132	168	205	246
管理费用	165	210	256	307
EBIT	231	304	406	505
财务费用	(2)	(10)	(14)	(19)
资产减值损失	28	30	32	34
投资收益	(0)	0	0	0
营业利润	201	283	388	493
营业外收支	33	33	33	33
利润总额	234	315	421	526
所得税	34	47	63	79
净利润	200	268	358	447
归属于母公司净利润	188	256	344	431
EBITDA	260	326	427	525

资产负债表 (百万元)	2017E	2018E	2019E	2020E
货币资金	486	512	834	988
应收账款及票据	291	431	450	607
预付款项	109	157	160	212
存货	416	469	588	654
其他流动资产	43	43	43	43
流动资产合计	1344	1611	2075	2504
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	247	204	158	110
无形资产	27	21	15	9
非流动资产合计	673	635	614	579
资产合计	2017	2246	2689	3083
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	179	160	245	231
其他流动负债	184	205	257	286
流动负债合计	363	364	503	516
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	363	364	503	516
股本	344	344	344	344
少数股东权益	51	63	77	93
股东权益合计	1654	1882	2186	2566
负债和股东权益合计	2017	2246	2689	3083

主要财务指标	2017E	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	32.04%	27.00%	22.00%	20.00%
EBIT 增长率	70.88%	32.00%	33.29%	24.54%
净利润增长率	70.80%	34.38%	33.35%	24.93%
盈利能力				
毛利率	51.44%	51.00%	52.00%	53.00%
净利润率	19.14%	20.25%	22.14%	23.05%
总资产收益率 ROA	11.43%	13.54%	15.08%	16.38%
净资产收益率 ROE	11.74%	14.08%	16.29%	17.42%
偿债能力				
流动比率	3.97	4.73	4.41	5.16
速动比率	2.71	3.32	3.16	3.81
现金比率	1.34	1.40	1.66	1.91
资产负债率	18.01%	16.22%	18.70%	16.75%
经营效率				
应收账款周转天数	3.58	3.07	3.59	3.19
存货周转天数	295.45	260.13	273.04	258.33
总资产周转率	0.52	0.59	0.60	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.46	0.62	0.78
每股净资产	2.91	3.30	3.83	4.49
每股经营现金流	0.35	0.05	0.60	0.31
每股股利	0.06	0.07	0.10	0.12
估值分析				
PE	20.85	15.32	11.42	9.11
PB	2.45	2.16	1.86	1.59
EV/EBITDA	10.34	8.11	5.57	4.43
股息收益率	0.01	0.01	0.01	0.02

现金流量表 (百万元)	2017E	2018E	2019E	2020E
净利润	200	268	358	447
折旧和摊销	30	22	22	20
营运资金变动	(37)	(263)	(47)	(294)
经营活动现金流	192	27	333	172
资本开支	0	0	0	0
投资	-36	28	28	28
投资活动现金流	(36)	28	28	28
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(40)	(29)	(38)	(46)
筹资活动现金流	(40)	(29)	(38)	(46)
现金净流量	116	26	322	154

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陶贻功，2011年7月加入民生证券至今，一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员

晏溶，环保及公用事业方向负责人，2010年华南理工大学环境工程专业硕士毕业，中级工程师，曾就职于深圳市市场监督和管理委员会、广东省环保厅直属事业单位，长期从事环保行业政策及市场研究，2017年加入民生证券。

杨任重，香港理工大学精算与投资科学硕士毕业，2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。