

网格化标杆 业绩超预期

——先河环保（300137）2018 年三季度报点评

2018 年 11 月 06 日

推荐/首次

先河环保

财报点评

洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001
	hongyi@dxzq.net.cn	010-66554046

事件：

2018 年前三季度，公司实现营业收入 8.21 亿元，同比增长 31.35%；实现归属于上市公司股东净利润 1.47 亿元，同比增长 55.78%；实现归属上市公司股东扣非净利润 1.46 亿元，同比增长 70.71%。

表 1: 财务指标预测

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	181.98	223.9	218.82	417.83	231.66	311.03	277.87
增长率（%）	27.72%	0.33%	76.26%	39.40%	27.30%	38.91%	26.98%
毛利率（%）	47.13%	49.46%	58.48%	50.68%	47.89%	50.40%	61.40%
期间费用率（%）	35.47%	25.15%	29.04%	26.46%	34.67%	26.12%	21.39%
营业利润率（%）	8.37%	20.35%	18.60%	31.30%	10.68%	21.95%	29.80%
净利润（百万元）	14.24	38.78	46.86	99.68	19.44	57.14	73.07
增长率（%）	24.03%	02.55%	87.52%	134.22%	36.54%	47.36%	55.95%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.11	0.13	0.27	0.06	0.16	0.13
总资产收益率（%）	0.80%	2.20%	2.59%	4.70%	0.92%	2.71%	3.31%

点评：

➤ 三季度业绩增长符合预期，网格化改变盈利模式，市场需求大。

2018年前三季度，公司实现营业收入8.21亿元，同比增长31.35%；实现归属于上市公司股东净利润1.47亿元，同比增长55.78%；实现扣非归属于上市公司股东净利润1.46亿元，同比增长70.71%。前三季度公司业绩平稳增长，符合预期。从收入情况看，公司网格化收入增长快，认可程度高，已成为公司主营业务，目前阜阳项目成果显著，成为省内标杆。大气网格化监测改变了企业的盈利模式，由原来单纯的设备供货演变成设备供货、运行维护、环境评估治理咨询多维一体化的商业生态，公司收入也由单纯的依靠项目设备收入演变成项目收入和每年维护运行和环保咨询持续性收入，目前仅咨询费用阜阳一城就达到400万元/年。除此之外，大气治理在诸多省份成为城市主要官员政绩考核指标，考核后五名的县市长年低需引咎辞职，可见政策力度之大。网格化的施行可帮助城市精准定位污染源，有效提高空气质量，是城市提高空气质量的优选。目前，安徽省内正大力推广大气网格化监测。

➤ **公司在大气网格化监测市场优势明显**

公司在大气网格化监测市场优势明显。平台和分析是产品的核心价值。先河网格化布局较早，其他竞争对手的平台较少能达到先河的全面程度。目前软件团队几十人，公司本身是软件企业，在这方面有底蕴。目前网格化监测市场鱼龙混杂，但能与先河竞争的对手很少，公司目前已布局90个城市，10000多个点位，业绩无人可及，今年市占率达70%左右。公司网格化业务毛利率也很高，综合毛利率在50%以上；运营咨询服务60%左右，纯咨询服务毛利率更高，毛利率可以达到70-80%。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 12.65 亿、15.69 亿和 20.07 亿元，归母净利润分别为 1.98 亿、2.54 亿和 3.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.74 元和 0.95 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍和 12 倍，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示：

项目进展滞后，网格化推进不及预期。



公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	1195	1526	1741	2053	2473	营业收入	790	1043	1265	1569	2007		
货币资金	445	570	583	661	733	营业成本	398	506	648	792	1010		
应收账款	277	291	353	438	560	营业税金及附加	10	12	15	18	23		
其他应收款	68	97	79	79	79	营业费用	104	132	160	199	254		
预付款项	99	109	139	170	217	管理费用	148	165	200	248	318		
存货	275	416	532	650	829	财务费用	-3	-2	-16	-17	-19		
其他流动资产	32	43	55	55	55	资产减值损失	20.51	28.23	9.10	9.10	9.10		
非流动资产合计	590	595	595	593	591	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00		
固定资产	242	247	243	239	236	营业利润	113	232	249	321	412		
无形资产	24	27	28	30	32	营业外收入	25.55	2.12	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	16	20	20	20	20	营业外支出	0.42	0.68	0.00	0.00	0.00		
资产总计	1785	2121	2336	2646	3065	利润总额	138	234	249	321	412		
流动负债合计	281	460	517	613	756	所得税	21	34	36	47	60		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	117	200	213	274	352		
应付账款	85	143	182	223	284	少数股东损益	12	11	15	19	25		
预收款项	106	156	190	235	301	归属母公司净利润	105	188	198	254	327		
一年内到期的非流	8	9	9	9	9	EBITDA	163	260	243	313	403		
非流动负债合计	9	7	8	8	8	EPS (元)	0.31	0.55	0.58	0.74	0.95		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	290	467	525	622	765	成长能力							
少数股东权益	46	51	66	86	110	营业收入增长	25.7%	32.0%	21.4%	24.0%	27.9%		
实收资本(或股本)	344	344	344	344	344	营业利润增长	16.2%	105.9%	7.4%	28.5%	28.5%		
资本公积	678	678	678	678	678	归属于母公司净利润	21.4%	78.7%	5.2%	28.5%	28.5%		
未分配利润	381	516	637	805	1022	获利能力							
归属母公司股东权	1450	1602	1744	1939	2190	毛利率(%)	49.6%	51.4%	48.8%	49.5%	49.6%		
负债和所有者权	1785	2121	2336	2646	3065	净利率(%)	14.8%	19.1%	16.8%	17.4%	17.5%		
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	4.54%	6.5%	9.4%	9.1%	10.3%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.8%	12.1%	11.8%	13.5%	15.3%		
经营活动现金流	152	191	87	158	170	偿债能力							
净利润	117	200	213	274	352	资产负债率(%)	16%	22%	22%	23%	25%		
折旧摊销	28.01	29.62	9.96	11.01	12.16	流动比率	4.26	3.31	3.37	3.35	3.27		
财务费用	0	0	1	2	2	速动比率	3.28	2.41	2.34	2.29	2.71		
应收账款减少	-33	-14	-62	-85	-122	营运能力							
预收帐款增加	38	50	33	46	66	总资产周转率	0.46	0.53	0.57	0.63	0.70		
投资活动现金流	-111	-36	-17	-19	-19	应收账款周转率	2	2	2	2	2		
公允价值变动收益	0	31	1	1	1	应付账款周转率	2.58	2.23	1.99	1.95	1.99		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.55	0.58	0.74	0.95		
筹资活动现金流	-20	-40	-58	-61	-78	每股净现金流(最新	0.06	0.33	0.04	0.23	0.21		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.21	4.65	5.06	5.63	6.36		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	47.75	38.31	20.81	16.20	12.61		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.47	4.50	2.36	2.13	1.88		
现金净增加额	21	115	13	78	72	EV/EBITDA	28.20	25.60	14.63	11.08	8.43		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。