

公用事业

2017年08月03日

兴源环境 (300266)

——中报业绩符合预期 PPP 业务有望发力

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月02日

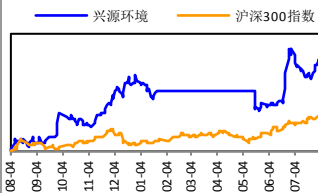
收盘价(元)	29.02
一年内最高/最低(元)	56.2/24.93
市净率	9.5
息率(分红/股价)	0.17
流通A股市值(百万元)	26135
上证指数/深证成指	3285.06 / 10469.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	3.07
资产负债率%	58.39
总股本/流通A股(百万)	1017/901
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《兴源环境(300266)点评：PPP订单落地偏慢，16年业绩低于预期》2017/02/28
《兴源环境(300266)点评：三季报业绩略低预期，期待公司PPP业绩爆发》2016/10/27

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
董宜安 A0230516050001
dongya@swsresearch.com

研究支持

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
高蕾 A0230116070004
qaolei@swsresearch.com

联系人

高蕾

411
ch.com

申万宏源研究微信服务号

事件：

公司发布2017年半年报。报告期公司营收和归母净利润分别为15.72亿元和2.6亿元，分别同比增长83.62%和116.13%，符合预期。

投资要点：

- **主营业务快速增长，但毛利水平略有所下滑。**报告期，公司生态环境建设、环保工程和环保装备收入增长较快，增速分别为102.16%、117.08%、140.91%，而水利疏浚则下滑16.79%，最终实现营收增速83.62%。各板块业务毛利率均有承压，分别下滑5.71、3.25、2.46和2个百分点。但规模效应出现，期间费用节约，转让可供出售金融资产扰动当期业绩，表现业绩抢眼。凭借前期布局形成的规模效应，公司销售费用、管理费用与财务费用率分别下降1.08、3.56、0.92个百分点。期间，公司确认杭州兴源聚金投资管理合伙企业出资份额转让收益9125万，对当期业绩产生较大影响，扣非后公司归母净利润增速63.26%，略低于营收增速。
- **具备承接PPP项目总包能力，报告期内拿单不断，原有项目稳步推进。**公司经过多年并购补全产业链环节，在水处理产业链中的涉足领域纵向全面，为市场上极少的真正具备整体解决方案的环境治理商。且总包模式可以减少中间商环节，利于提升整体项目利润率。报告期内，公司新签订国市城市公园绿地建设PPP项目(4.15亿)、温宿县托甫汗镇特色小镇建设项目一期(12.5亿)、施秉县易地扶贫搬迁(扶贫生态移民)建设工程(12.47亿)等重大合同；原有项目已在湖州、临海、大悟县、漳州、九江、诏安、台州、新昌县、温州、琼中等地成立PPP项目公司，当前进展顺利。
- **并购不断，深耕综合环境与节能技术提供商和服务商。**15年公司投资设立兴源节能子公司，主营有机废气、废液的综合处理和资源回收；控股银江环保科技，获得其节能、水处理等设备的制造能力；收购上海昊沧部分股权并增资，增强环保业务信息化实力；收购中艺生态，布局生态修复和园林绿化。控股鸿海环保，专注服务于水质监测设备远程质量控制；并购三乘三备，有利于市场开拓和对PPP项目的获取和实施；兴源聚金并购基金已完成在固废行业的投资。16年12月，公司2.5亿元一年期PPN发行成功，为进一步扩张提供短期资金支持。2017年初，公司启动发行股份购买浙江源态环保科技有限公司100%股权，标的以智慧治水和智慧环保为出发点，提供物联网管控及信息处理云平台的开发及搭建、污水治理设备的研发与销售、污水治理工程的承接及运维服务，为综合性环保服务企业，落地后有望通过平台串联公司现有各业务，目前证监会受理并已反馈。公司承诺17-19年扣非后归母净利润分别不低于3800万、4700万、5700万。
- **投资评级与估值：**大量PPP项目进入执行期，我们上调17-18年并给出19年净利润至5.56、8.17、11.08亿元(原为17-18年3.74、5.36亿)，对应EPS为0.55、0.80、1.09元/股，对应17和18年估值53和36倍。我们认为公司借助资本平台，依托核心环保装备实力，顺利转型为环保系统集成商和环境治理综合服务商，期待PPP订单落地继续加速，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,103	1,572	4,192	5,864	7,596
同比增长率(%)	137.77	83.62	99.36	39.89	29.54
净利润(百万元)	186	260	556	817	1,108
同比增长率(%)	82.37	116.13	199.28	46.94	35.62
每股收益(元/股)	0.37	0.26	0.55	0.80	1.09
毛利率(%)	24.3	23.3	29.2	29.8	30.2
ROE(%)	6.4	8.3	16.2	19.2	20.7
市盈率	79		53	36	27

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

表 1: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	750	884	2103	4192	5864	7596
二、营业总成本	664	769	1875	3490	4825	6183
其中: 营业成本	543	606	1592	2969	4115	5303
营业税金及附加	11	16	10	20	29	37
销售费用	24	34	40	126	171	198
管理费用	67	95	169	337	471	611
财务费用	1	4	15	21	27	14
资产减值损失	18	14	49	17	13	20
加: 公允价值变动收益	0	0	(6)	0	0	0
投资收益	0	0	3	0	0	0
三、营业利润	86	115	225	702	1039	1413
加: 营业外收入	9	10	15	15	15	15
减: 营业外支出	1	1	1	1	1	1
四、利润总额	93	125	238	715	1052	1426
减: 所得税	13	21	51	156	229	311
五、净利润	80	103	187	559	823	1115
少数股东损益	16	2	1	4	5	7
归属于母公司所有者的净利润	64	102	186	556	817	1108
六、基本每股收益	0.43	0.25	0.37	1.09	1.61	2.18
全面摊薄每股收益	0.06	0.10	0.18	0.55	0.80	1.09

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。