

## 兴源环境 (300266): 内生+外延实现超常规发展

审慎推荐(首次)

机械

当前股价: 42.20 元

报告日期: 2016年8月29日

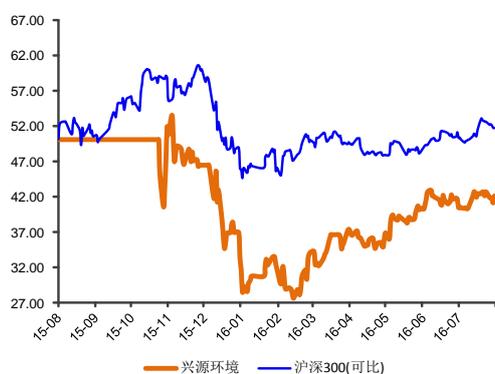
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	884	1,890	2,418	3,034
(+/-)	18.0%	65.4%	35.8%	31.4%
营业利润	115	270	354	460
(+/-)	34.6%	-	31.1%	30.0%
归属于母公司净利润	102	243	316	407
(+/-)	60.3%	138.8%	29.7%	28.9%
每股收益 (元)	0.20	0.48	0.62	0.80
市盈率 (倍)	211	88	68	53

### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	50,856/40,192
流通市值 (亿元)	169.61
每股净资产 (元)	5.82
资产负债率 (%)	40.45

### 股价表现 (最近一年)



研究员: 魏旭锟

执业证书编号 S1050513050001

021-54967579

weixk@cfsc.com.cn

2016年上半年, 公司实现营业收入8.56亿元, 同比增长127.72%; 营业利润1.34亿元, 同比增长206.78%; 归属母公司所有者净利润1.20亿元, 同比增长240.44%, 折合EPS为0.24元。

- **生态环境建设和水利疏浚工程业务贡献致公司收入大增。**公司原是一家以提供压滤机过滤系统集成服务为特色的制造商和服务商。2014年12月进行了重大资产重组, 公司主营业务将渗透到污水处理领域, 在环保水处理领域发展。2016年上半年, 公司完成中艺生态的收购, 新增的生态环境建设为公司贡献收入4.80亿元, 占公司上半年收入的56.13%; 此外, 水利疏浚工程业务实现销售收入1.79亿元, 同比增长55.57%。
- **综合毛利率小幅降低, 期间费用率控制良好。**2016年上半年, 公司综合毛利率同比降低1.11个百分点, 至28.03%, 主要水利疏浚工程和环保设备毛利率同比分别降低1.32个百分点和4.72个百分点, 此外新增的生态环境建设业务毛利率为27.52%也一定程度的拉低了公司的综合毛利率。2016年上半年, 公司期间费用率为11.52%, 同比降低3.51个百分点, 主要是因为虽然公司收入大幅增长, 但销售费用和管理费用增幅远小于收入增幅所致。
- **通过内生+外延式模式, 公司实现超常规发展。**2016年上半年, 公司完成对中艺生态100%股权的收购, 将产业链延伸至生态环境建设; 公司对兴源环保设备进行组织机构优化, 将环保设备业务整体注入兴源环保; 目前公司旗下已拥有兴源环保装备、浙江疏浚、浙江水美和中艺生态四大子公司, 并形成以环保设备、水利疏浚工程、环保工程以及生态环境建设四大业务为核心的环保集团公司。继续实施“内生增长+外延并购”发展模式, 取得先发优势, 加快各子公司产业链延伸, 以取得超常规发展。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2016-2018年归属母公司所有者净利润分别为2.43亿元、3.16亿元和4.07亿元, 折



合EPS分别为0.48元、0.62元和0.80元，对应于上个交易日收盘价42.20元计算，市盈率分别为88倍、68倍和53倍，公司通过内生+外延式发展取得超常规发展，我们首次给予公司“**审慎推荐**”的投资评级。

- **风险提示：**竞争加剧。



图表 1 兴源环境盈利预测（万元）

利润表	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	74,976	88,435	189,046	241,812	303,391
<i>同比增长</i>	132.78%	17.95%	65.35%	35.76%	31.38%
减：营业成本	54,325	60,604	134,615	171,269	213,912
<i>综合毛利率</i>	27.54%	31.47%	37.50%	37.73%	38.82%
营业税金及附加	1,070	1,627	2,080	2,660	3,337
资产减值损失	1,755	1,377	2,576	3,087	3,502
减：期间费用	9,286	13,331	22,884	29,501	36,738
<i>期间费用率</i>	12.39%	15.07%	12.11%	12.20%	12.11%
其中：销售费用	2,430	3,396	5,255	6,722	8,434
管理费用	6,731	9,541	15,124	19,345	24,271
财务费用	126	394	2,505	3,434	4,032
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	47	100	100	100
二、营业利润	8,573	11,543	26,991	35,395	46,002
<i>同比增长</i>	289.64%	34.64%	133.84%	31.13%	29.97%
<i>营业利润率</i>	11.43%	13.05%	14.28%	14.64%	15.16%
加：营业外收入	876	1,026	1,400	1,400	1,400
减：营业外支出	114	118	50	50	50
三、利润总额	9,335	12,450	28,341	36,745	47,352
减：所得税	1,349	2,101	3,968	5,144	6,629
<i>实际所得税率</i>	14.45%	16.87%	14.00%	14.00%	14.00%
四、净利润	7,986	10,350	24,374	31,601	40,722
归属于母公司所有者净利润	6,354	10,186	24,324	31,551	40,672
<i>同比增长</i>	194.16%	60.31%	138.78%	29.71%	28.91%
<i>净利润率</i>	10.65%	11.70%	12.89%	13.07%	13.42%
少数股东损益	1,632	163	50	50	50
基本每股收益（元/股）	0.12	0.20	0.48	0.62	0.80

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

## 研究员简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历。2013年5月加入华鑫证券研发部。主要研究和跟踪领域机械军工行业。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

本报告由华鑫证券有限责任公司（以下统称“华鑫证券”）制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅向特定客户传送，版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>