



兴源环境(300266.SZ)

三季度报毛利率略降，长期盈利能力稳定

2016年10月27日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：46.67 元
目标价：51.50 元

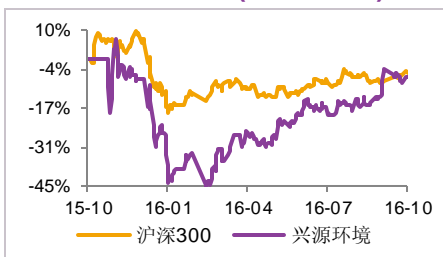
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
电话：010-64408937
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：邓晖

电话：010-64408662
邮箱：denghui@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：联讯证券研究院

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	884	3078	4966	7495
(+/-)	18.0%	248%	61.3%	50.9%
净利润	103	358	580	848
(+/-)	29.6%	245%	62.0%	46.2%
EPS(元)	0.20	0.69	1.12	1.64
P/E	234.40	67.78	41.85	28.62

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《兴源环境(300266)：超前产业链布局，紧握PPP战略机遇》2016-08-30

◇ 三季度报符合预期，公司盈利能力稳定

三季度业绩与公司预报一致。三季度累计营收 13.32 亿元，同比增长 118%；归母净利润 1.52 亿元，同比增长 145%；EPS 0.35 元，同比增长 133%，主要由于中艺生态 3 月并表影响。公司三季度利润增速 145%较半年报 240%出现回落，我们认为主要由于部分工程结果不能可靠估计，影响会计收入确认，不影响公司中长期盈利能力。中艺生态 16 年承诺净利润 1.15 亿元，3-6 月即实现并表净利润 0.94 亿元（达到 82%），大概率超业绩承诺。

◇ 重视研发投入，水处理全产业链效果显著

通过对浙江疏浚、水美环保、中艺生态等公司的并购和整合，公司形成了“环保装备+疏浚+水处理+生态修复及景观化”水处理全产业链优势。同时公司非常重视技术积累和研发投入，2015 年投入研发费用 3497 万元，占营业收入比重 3.95%，研发费投入比例连续 5 年位于行业前列。

◇ PPP 模式前景广阔，储备营收 15 倍 PPP 项目

截止 8 月 31 日，全国 PPP 全部入库项目 10313 个，总投资额 12.29 万亿元，其中市政工程和生态环保 PPP 项目共计 4208 个，占比 41%，排名居首。公司利用 PPP 政策契机，签订了诏安城市供排水工程等 PPP 项目协议金额 128 亿元，协议金额为公司 2015 年销售收入的 15 倍。

◇ PPP 工程逐渐落地，带动自有压滤机需求

公司是国内压滤机龙头企业，授权专利及发明数量位居行业首位。压滤机业务主要受到煤炭化工去产能影响，同时全国 PPP 项目进入执行阶段的比例不到 9%，预计四季度至 17 年公司 PPP 项目进入施工阶段后将大幅增加自有压滤机的需求，有望扭转环保设备及工程下滑趋势。

◇ 设立 30 亿固废产业并购基金，探索公司扩张新模式

8 月 26 日，公司董事会会议案同意公司与兴源控股、礼瀚投资、壹舟基金共同发起设立环保产业基金。周立武、韩肖芳夫妇为环保产业基金、兴源环境、兴源控股、壹舟基金的实际控制人。并购基金能够突破担保授信限制，作为兴源环境固废和危废处理业务扩张的先锋部队。

◇ 盈利预测及投资建议

受益于“水十条+PPP”、“中央+地方”政策共同发力，公司储备 128 亿元充足 PPP 项目，为业绩增长提供有力支撑。预计 16/17 年，公司归母净利润分别为 3.5 亿元、5.7 亿元，EPS 分别为 0.69 元、1.12 元，对应 PE 为 68、42。参考可比公司估值水平，目标价位 51.5 元，维持“买入”评级。



◇ 风险提示

PPP 政策落地不及预期



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	884	3078	4966	7495	净利润	103	358	580	848
营业成本	606	2143	3466	5266	折旧摊销	52	116	116	116
营业税金及附加	16	57	91	138	财务费用	4	2	-5	-7
销售费用	34	118	191	288	经营性应收项目变动净额	-190	68	-473	-54
管理费用	95	332	536	809	经营活动净现金流	-42	-225	303	-117
财务费用	4	2	-5	-7	投资活动净现金流	-105	-354	6	6
资产减值损失	14	11	11	11	筹资活动净现金流	198	862	-127	-164
营业利润	115	415	676	991	现金净增加额	51	282	181	-275
营业外收入	10	7	7	7	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
营业外支出	1	0	0	0	成长能力				
利润总额	125	421	682	997	营业收入增长率	18%	248%	61%	51%
所得税	21	63	102	150	营业利润增长率	35%	259%	63%	47%
净利润	103	358	580	848	归属母公司净利润增长率	60%	246%	62%	46%
少数股东损益	2	6	9	13	获利能力				
归属母公司净利润	102	352	571	834	毛利率	31.47%	30.37%	30.20%	29.75%
EPS (元)	0.20	0.69	1.12	1.64	净利率	11.70%	11.63%	11.67%	11.31%
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利率	7.26%	10.30%	15.10%	14.95%
货币资金	212	494	675	400	ROE	8.95%	14.86%	19.95%	23.35%
应收账款	652	1682	2084	3601	偿债能力				
存货	176	951	872	1898	资产负债率	34%	41%	35%	45%
流动资产合计	982	3069	3573	5841	流动比率	172%	199%	243%	199%
固定资产	433	685	578	470	营运能力				
无形资产	240	228	217	206	总资产周转率	0.49	0.75	1.11	1.13
资产总计	1788	4108	4483	6624	应收帐款周转率	1.61	1.95	2.68	2.26
应付账款	428	1526	1454	2918	每股指标(元)				
短期借款	127	0	0	0	每股收益	0.20	0.69	1.12	1.64
流动负债合计	555	1526	1454	2918	每股经营现金	-0.08	-0.44	0.60	-0.23
长期借款	28	139	89	39	每股净资产	2.24	4.66	5.62	7.03
负债合计	607	1689	1567	2981	估值比率				
所有者权益	1180	2419	2916	3643	P/E	233.00	67.38	41.60	28.45
负债和所有者权益合计	1788	4108	4483	6624	P/B	20.85	10.01	8.30	6.64

资料来源：公司财务报告，联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com