

公司研究

环保/水处理

投资评级	买入
评级变动	首次评级
总股本	5.09 亿股
流通股本	4.02 亿股
EPS (TTM)	0.377 元
每股净资产	5.86 元
当前股价	52.88 元

注：上述财务数据截止 2017 年 1 月 25 日

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120001

分析师助理：

李凌翔

lilingxiang@gwgsc.com

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

兴源环境（300266）

——转型布局环保领域，PPP 模式保障公司业绩增长

主要观点：

◆**外延式并购布局水处理产业链。**公司传统主营业务为压滤机装备制造生产，随着压滤机销售业绩放缓，公司开始向环保领域转型。2014 年，公司分别收购浙江疏浚及浙江水美，进军水利工程和污水处理领域。2016 年，公司收购杭州中艺生态，进军生态修复领域。收购公司并表后，公司业绩增长显著。

◆**收购标的超额实现业绩承诺。**2014-2015 年，浙江疏浚及浙江水美均超额完成业绩承诺。2016 年 2-6 月，中艺生态实现净利润 9368 万元，超去年全年业绩承诺。收购标的超额实现业绩承诺体现了公司较强的整合能力。

◆**一百亿订单及框架协议在手，入库项目多。**目前公司已签订的订单及框架协议金额高达 115.49 亿元，其中进入财政部及发改委 PPP 项目库的项目总投资额达 86.31 亿元，充足的在手订单和框架协议将保障公司未来几年业绩的快速稳定增长。

◆**成立 30 亿元环保产业并购基金，挖掘固废治理领域优秀标的。**2016 年 8 月，公司参与设立成立 30 亿环保产业基金，主要投向固废治理领域。未来或将挖掘固废治理领域优质资产注入公司，扩大公司环保产业的布局。

投资建议：预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 20.68 亿元、27.38 亿元、33.67 亿元，净利润分别为 2.39 亿元、3.29 亿元、4.21 亿元，EPS 为 0.47 元/股、0.65 元/股、0.83 元/股。兴源环境通过三年来外延式并购及布局，逐渐成为有较强实力的环境综合治理服务商。我们看好公司在的业务整合能力及 PPP 模式的拿单能力。首次关注，给予买入评级。

风险提示：市场竞争加剧导致公司毛利率下降的风险；应收账款回款不及时导致运营资金风险；并购子公司所导致的管理风险。

主要财务数据及预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	884.35	2067.60	2738.13	3367.39
增长率（%）	17.95%	133.80%	32.43%	22.98%
归属母公司股东净利润（百万元）	101.86	238.76	329.76	421.39
增长率（%）	60.31%	134.39%	38.12%	27.78%
EPS—最新股本摊薄（元）	0.20	0.47	0.65	0.83
销售毛利率	31.47%	29.34%	29.99%	30.63%
净资产收益率（ROE）	8.95%	8.23%	10.30%	11.76%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目录

1 兴源环境：外延式并购转型环保行业	3
2 收购标的超额完成业绩承诺	4
3 一百亿订单及框架协议在手，入库项目项目多	4
4 参与设立 30 亿元环保产业并购基金，挖掘固废领域优秀标的.....	5
5 盈利预测与投资评级	6
5.1 基本假设	6
5.2 盈利预测	6
5.3 投资评级	6
6 风险提示	6

图索引

图 1 兴源环境主营业务收入（单位：百万元）	3
图 2 兴源环境 2016H 主营收入结构	4
图 3 兴源环境 2015 年主营收入结构.....	4

表索引

表 1 兴源环境收购标的业绩承诺实现情况	4
表 2 兴源环境在手订单、框架协议.....	5



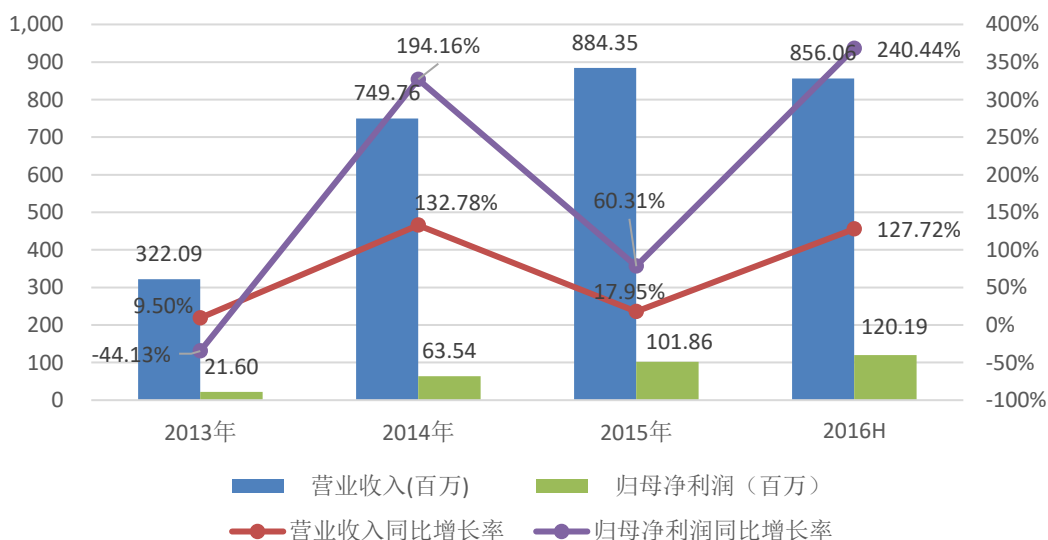
1 兴源环境：外延式并购转型环保行业

公司传统主营业务为压滤机装备生产，是行业内技术及规模领先的压滤机生产商，也是行业标准的制定者之一。近几年，煤炭、冶金等传统领域压滤机销售业绩趋于稳定，同时，环保行业的压滤机销售收入也不断上涨，环保行业占行业销售份额的比重越来越大，公司借助这一契机，通过外延式并购向环保领域进行战略性转型。

2014年，公司进行重大资产重组，收购浙江疏浚 95.0893% 股权，进军水利疏浚工程领域。同年，公司收购浙江水美，布局市政污水和工业污水处理。2016年，公司作价 12.42 亿元，收购杭州中艺生态，进军生态景观建设。收购完成后，公司形成了“环保设备+疏浚+污水处理+生态修复”的水处理全产业链布局。

受益于收购公司的并表及各业务协同发展，公司业绩自 2014 年以来显著提升。2013-2015 年，公司主营业务收入分别为 3.32 亿元、7.50 亿元和 8.84 亿元，年复合增长率达 63.18%；归母净利润分别为 0.22 亿元、0.80 亿元和 1.04 亿元，年复合增长率达 122%。2016 年上半年，随着中艺生态的并表，公司营业收入达到 8.56 亿元，同比增长 127.72%，归母净利润 1.21 亿元，同比增长 240.44%。

图 1 兴源环境主营业务收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

除了上述重大资产重组外，公司还积极加速在环保领域扩张步伐，2015 年至今，公司先后受让银江环保 51% 股权、参股上海昊沧 35% 股权、收购鸿海环保 51% 股权。业务范围拓展至农村污水处理、水质在线监测、水质提标等多个领域，不断完善水处理全产业链布局，逐渐转型为环境综合治理服务商。



图 2 兴源环境 2016H 主营收入结构

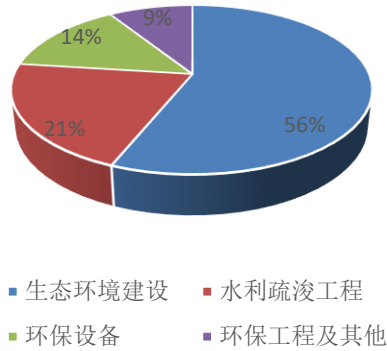
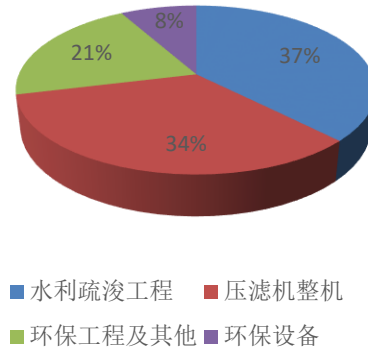


图 3 兴源环境 2015 年主营收入结构



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 收购标的超额完成业绩承诺

收购标的业绩承诺的超额完成不仅体现了公司较强的整合能力，也体现了公司对优质标的的挖掘能力。2014 年-2016 年，公司通过外延式并购收购浙江疏浚、浙江水美以及中艺生态，完成了“环保设备+疏浚+污水处理+生态修复”的水处理产业链布局。收购完成后，浙江疏浚、浙江水美两家公司在 2014-2015 年均超额完成了业绩承诺。此外，今年 2 月至 6 月，中艺生态实现营业收入 4.8 亿元，实现净利润 9368 万元，已超过去年全年业绩承诺，预计中艺生态 2016 年可超额完成业绩承诺。

表 1 兴源环境收购标的业绩承诺实现情况

标的名称	2014 业绩承诺（百万）		2015 业绩承诺（百万）	
	承诺	实际	承诺	实际
浙江疏浚	29.98	35.21	30.10	52.01
浙江水美	30.00	32.41	36.00	41.57
中艺生态			92.00	94.37

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3 一百亿订单及框架协议在手，入库项目多

公司作为最早开展 PPP 模式的公司之一，具备丰富的项目运营经验、工程优势和技术优势。具有较强的拿单能力。2015 年以来，公司签订的框架协议、订单总金额合计约 115.49 亿元，其中进入财政部 PPP 项目库的 4 个项目总投资额达 71.31 亿元，进入发改委 PPP 项目库的 2 个项目总投资额达 15 亿元。我们认为，充足的在手订单和框架协议将保障公司未来几年业绩的快速稳定增长。



表 2 兴源环境在手订单、框架协议

项目名称	项目进度	项目金额 (亿)	入 PPP 项目 库情况
施秉县易地扶贫搬迁建设工程、体育场馆建设工程—勘察、设计、施工、重要材料采购总承包 EPC 项目	中标	12.47	
诏安城市供排水工程 PPP 项目	签订合同	11.19	财政部库
温州洞头区本岛海洋生态廊道整治修复工程 PPP 项目	签订合同	8	财政部库
九江市柘林湖湖泊生态环境保护 PPP 项目	中标	24.12	财政部库
安徽省灵璧县水环境综合治理项目	框架协议	12	发改委库
浦江县通济桥水库综合整治 一期工程（生态清淤工程）	中标	0.88	
雪野湖流域治理项目	框架协议	28	财政部库
湖州市吴兴区东部新城污水管网提升改造 PPP 项目	中标	0.83	
安徽省砀山县水环境综合治理项目	框架协议	10	
浙江钱江潮源生态湿地 PPP 项目	框架协议	5	
贵州凯里经济开发区下司镇水环境治理工程项目	框架协议	3	发改委库
合计		115.49	

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2015年4月，财政部与环保联合发布《关于推进水污染防治领域府和社会资本合作的实施意见》，明确了在水污染防治领域大力推广PPP模式。截至2016年9月末，财政部入库PPP项目达12.46万亿元，共计1.05万个。2016年2月至9月，新增项目投资额4.35万亿，新增项目数3474个。其中，环保PPP项目入库额达1.18万亿，占比9.4%。

2016年10月，财政部下发《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》，规定在垃圾焚烧和污水处理领域要原则上“强制”推行PPP模式，未来PPP模式将成为水治理领域的主流模式。

公司在水治理产业的上、中、下游均有业务布局，成为少数可以提供“设计+设备+工程+运营+服务”全套总承包的公司，具备较强的竞争力。2015年12月公司中标九江市柘林湖湖泊生态环境保护PPP项目，项目金额高达24.12亿元。该项目是30个首批财政部PPP项目之一。2016年11月，公司与诏安县签订城市供排水工程PPP项目合同，总金额达11.19亿元。项目涉及河道治理、水质治理及生态景观工程。

4 参与设立 30 亿元环保产业并购基金，挖掘固废领域优秀标的

公司董事长、实际控制人周立武先生同时兼任中国环境保护产业协会常务理事、浙江省环保产业协会会长，具有丰富的行业经验。

2016年8月，公司董事会同意公司与兴源控股、礼瀚投资、壹舟基金共同成立30亿



环保产业基金，首期投资 18 亿元。其中兴源环境和兴源控股作为 LP1 和 LP2，首期分别认缴 3 亿元和 2 亿元，其余 13 亿元由礼瀚投资和董事长夫妇控股的壹舟基金认缴。基金存续期不超过 5 年，前 3 年为投资期，后两年为管理退出期。

根据产业基金协议，产业基金将投资于环保产业，其中将定向投资于固废综合利用、危废处理等与上市公司相关领域为主要的投资方向，包括但不限于上述行业细分领域的技术、工程、装备制造企业。

我们认为，该环保产业基金将成为公司环保领域外延式拓展的先头部队，有助于公司未来转型成全环境综合治理服务商。

5 盈利预测与投资评级

5.1 基本假设

预计 2017、2018 年公司新签订环境综合治理 PPP 项目金额分别为 30 亿元、40 亿元。

5.2 盈利预测

预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 20.68 亿元、27.38 亿元、33.67 亿元，净利润分别为 2.39 亿元、3.29 亿元、4.21 亿元，EPS 为 0.47 元/股、0.65 元/股、0.83 元/股。

5.3 投资评级

兴源环境通过三年来外延式并购及布局，逐渐成为有较强实力的环境综合治理服务商。我们看好公司在业务整合能力及 PPP 模式的拿单能力。首次关注，给予买入评级。

6 风险提示

市场竞争加剧导致公司毛利率下降的风险；应收账款回款不及时导致运营资金风险；并购子公司所导致的管理风险。



附表：兴源环境财务数据预测（百万元）

资产负债表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	211.97	785.60	529.99	396.21
应收票据及账款	548.33	1192.60	1579.37	1942.32
预付账款	29.27	68.44	165.04	202.97
其他应收款	74.09	173.22	229.40	282.12
存货	176.39	720.46	945.31	1152.02
其他短期资产	18.19	42.54	56.33	69.27
流动资产总计	1058.25	2982.86	3505.43	4044.92
长期股权投资	43.55	94.23	94.23	94.23
固定资产	418.12	417.70	448.92	526.69
在建工程	14.45	29.63	81.48	133.33
无形资产	94.97	196.85	177.48	156.86
长期待摊费用	0.22	0.26	0.15	0.15
其他长期资产	234.47	286.93	285.90	284.87
非流动资产合计	824.75	1025.60	1088.16	1196.13
资产总计	1883.00	4008.47	4593.59	5241.05
短期借款	127.40	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	240.15	496.70	651.72	794.23
其他短期负债	201.95	399.63	524.63	639.69
流动负债合计	625.31	896.33	1176.35	1433.92
长期借款	28.11	155.10	155.10	155.10
其他长期负债	9.80	9.80	9.80	9.80
非流动负债合计	77.46	164.91	164.91	164.91
负债合计	702.77	1061.24	1341.26	1598.83
股本	414.01	508.56	508.56	508.56
资本公积	406.79	1858.33	1858.33	1858.33
留存收益	317.60	534.69	834.52	1217.66
归属母公司权益	1138.41	2901.58	3201.41	3584.55
少数股东权益	41.83	45.65	50.93	57.67
股东权益合计	1180.24	2947.23	3252.34	3642.22
负债和股东权益合计	1883.00	4008.47	4593.59	5241.05
现金流量表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	-40.91	-613.83	-120.13	60.71
投资性现金净流量	-105.45	-254.65	-100.49	-150.49
筹资性现金净流量	197.93	1518.50	-35.00	-44.00
现金流量净额	51.57	650.02	-255.62	-133.77

利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	884.35	2067.60	2738.13	3367.39
营业成本	606.04	1460.94	1916.88	2336.04
营业税金及附加	16.27	26.72	35.38	43.51
销售费用	33.96	77.02	102.00	125.44
管理费用	95.41	216.37	286.54	352.40
财务费用	3.94	5.51	5.07	5.75
其他经营损益	-13.77	-1.02	-1.02	-1.02
投资收益	0.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	115.43	280.02	391.25	503.23
其他非经营损益	9.08	11.80	11.80	11.80
利润总额	124.50	291.82	403.05	515.03
所得税	21.01	49.24	68.01	86.90
净利润	103.50	242.58	335.04	428.13
少数股东损益	1.63	3.82	5.28	6.74
归属母公司股东净利润	101.86	238.76	329.76	421.39
EBITDA	180.05	341.97	455.85	573.11
NOPLAT	99.13	237.35	329.44	423.10
EPS-最新股本摊薄(元)	0.20	0.47	0.65	0.83
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营收增长率	17.95%	133.80%	32.43%	22.98%
净利润增长率	29.59%	134.39%	38.12%	27.78%
毛利率	31.47%	29.34%	29.99%	30.63%
净利率	11.70%	11.73%	12.24%	12.71%
ROE	8.95%	8.23%	10.30%	11.76%
ROA	5.70%	5.96%	7.18%	8.04%
ROIC	8.95%	18.42%	13.05%	13.43%
估值倍数				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
P/E	264.00	112.64	81.55	63.82
P/S	30.41	13.01	9.82	7.99
P/B	23.62	9.27	8.40	7.50
股息率	0.03%	0.08%	0.11%	0.14%
EV/EBIT	171.62	89.18	65.77	51.93
EV/EBITDA	122.43	77.53	58.88	47.19
EV/NOPLAT	222.37	111.71	81.48	63.92

数据来源：长城国瑞证券研究所

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：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%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：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。