



2017年04月29日

买入(维持)

当前价: 52.88元

电力环保行业研究组

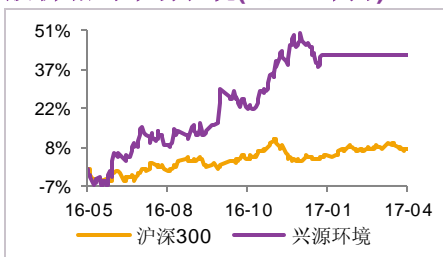
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 邓晖

电话: 18810806632
邮箱: denghui@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,103	3,084	4,010	4,871
(+/-)	138%	46.7%	30.0%	21.5%
净利润	186	340	454	554
(+/-)	82.4%	83.2%	33.4%	22.0%
EPS(元)	0.37	0.67	0.89	1.09
P/E	144.75	79.01	59.23	48.54

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

《兴源环境(300266.SZ)季报点评——三季报毛利率略降, 长期盈利能力稳定》2016-10-28

兴源环境(300266.SZ)

【联讯环保年报点评】兴源环境: 中艺生态并表增厚利润, 外延扩张夯实水处理基础

投资要点

✧ 事件: 2016 年报、2017 一季报

4月25日, 公司公布2016年报, 实现收入21.03亿元, 同比增长138%, 归母净利润1.86亿元, 同比增长82.38%, 扣非归母净利润1.8亿元, 同比增长92.86%, EPS 0.37元, 同比增长68.18%。利润分配预案为每10股派0.5元转增10股。一季报收入3.63亿元, 同比增长3%, 归母净利润1.01亿元, 同比增长152%。

✧ 园林工程业务并表增厚利润, 环保工程及设备略有下滑

公司归母净利润同比增加0.84亿元, 主要由于园林工程业务并表, 毛利增加2.3亿元, 销售费用率和管理费用率由于规模效应摊薄分别降低1.9pct和2.8pct, 财务费用由于并购中艺生态融资同比增长278%。分行业看, 设备销售收入3.5亿元, 同比下降5%, 毛利率25.5%, 营收占比17%; 水利和港口工程建筑收入4.1亿元, 同比增长25%, 毛利率31%, 营收占比20%; 环保工程及其他收入1.8亿元, 同比下降5%; 中艺生态园林工程业务收入11.6亿元, 毛利率21%, 营收占比55%。

✧ 并购中艺生态进军园林工程, 外延扩张夯实水处理基础

2016年2月, 投资12.4亿元并购中艺生态100%股权, 公司在生态修复和园林绿化方面具有突出的技术、资质、经验优势, 业绩承诺为15、16、17年净利润为0.9亿元、1.15亿元、1.44亿元, 16年完成业绩承诺的116%。同时公司出资4000万元控股鸿海环保, 主营水质监测设备远程质量控制; 出资3000万元控股华仕管道, 主营管道疏通、检测、修复工程; 并购三乘三备, 扩展海南地区PPP业务; 设立30亿固废产业并购基金, 为公司拓展固废、危废领域提供有力资金支持。

✧ 打造水处理全产业链, 持续加强研发投入

公司以环境治理为主线, 打造“环保装备+疏浚+水处理+生态修复及景观化”水处理全产业链。公司借助水处理全产业链优势积极拿单, 16年中标诏安城市供排水工程11.2亿元、温州洞头区本岛海洋生态廊道整治修复8亿元、九江市柘林湖湖泊生态环境保护项目等PPP项目13.2亿元。公司重视技术积累和研发投入, 2016年投入研发费用7543万元, 占营业收入比重3.59%, 研发投入比例持续位于行业前列。

✧ 盈利预测与投资建议

中艺生态园林工程领域处在景气区间, 同时2017年为黑臭河治理考核、河长制落地年, 公司水处理、生态修复业务有望加速增长。预计17/18/19年, 公司归母净利润分别为3.4亿元、4.5亿元、5.5亿元, EPS分别为0.67元、



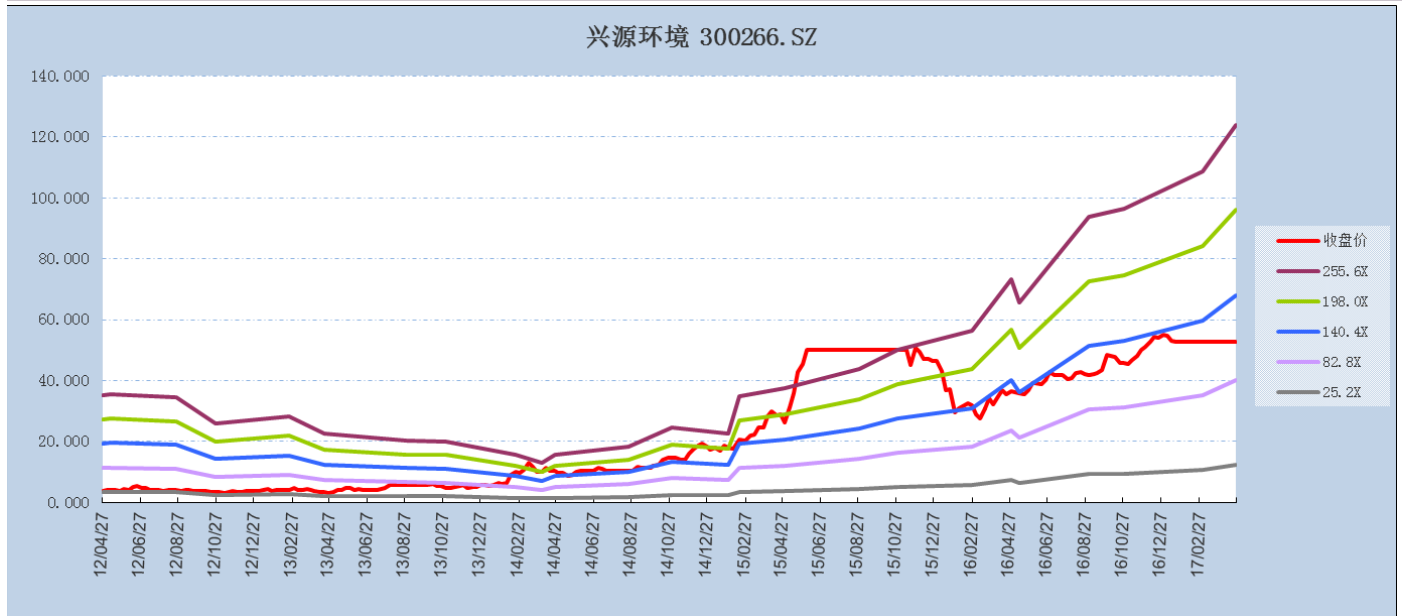
0.89 元、1.09 元，对应 PE 为 79、59、49 倍，给予“买入”评级。

✧ 风险提示

PPP 工程进度风险，污水处理政策风险，低价竞标风险

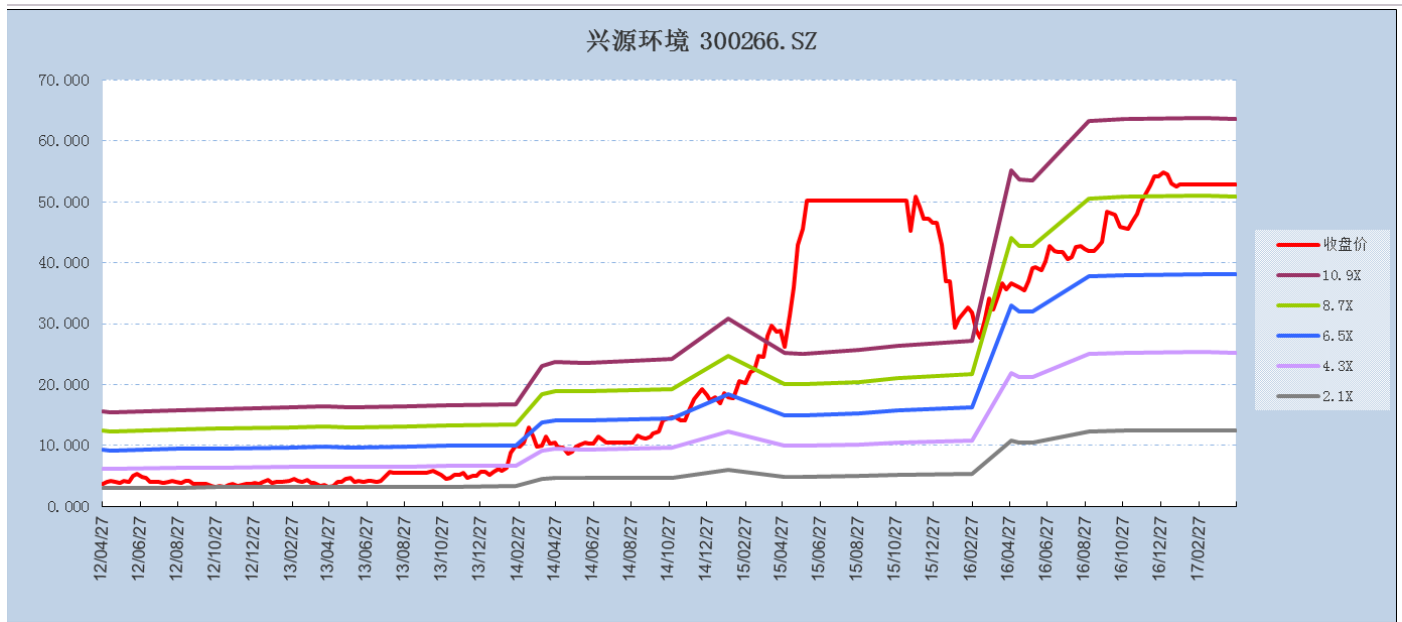


图表1: 兴源环境 PE band (TTM)



资料来源: 联讯证券, WIND

图表2: 兴源环境 PB band



资料来源: 联讯证券, WIND



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,103	3,084	4,010	4,871	净利润	187	343	457	558
营业成本	1,592	2,335	3,036	3,687	折旧摊销	59	62	62	60
营业税金及附加	10	15	20	24	财务费用	15	-12	-29	-38
销售费用	40	59	77	93	经营性应收项目变动净额	-170	-1,625	1,322	-1,604
管理费用	169	248	322	391	经营活动净现金流	-55	992	-774	1,238
财务费用	15	-12	-29	-38	投资活动净现金流	-546	-2	1	-4
资产减值损失	49	27	27	27	筹资活动净现金流	1,250	-672	-13	-13
营业利润	225	417	563	694	现金净增加额	649	317	-786	1,221
营业外收入	15	14	14	12	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	1	0	0	0	成长能力				
利润总额	238	431	577	705	营业收入增长率	138%	47%	30%	21%
所得税	51	89	120	148	营业利润增长率	95%	85%	35%	23%
净利润	187	343	457	558	归属母公司净利润增长率	82%	83%	33%	22%
少数股东损益	1	2	3	4	获利能力				
归属母公司净利润	186	340	454	554	毛利率	24.31%	24.28%	24.28%	24.29%
EPS (元)	0.37	0.67	0.89	1.09	净利率	8.89%	11.11%	11.40%	11.45%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	4.55%	10.34%	8.78%	12.13%
货币资金	882	1,200	414	1,635	ROE	6.43%	10.60%	12.46%	13.28%
应收账款	1,275	1,638	2,149	2,451	偿债能力				
存货	1,787	-414	2,199	-31	资产负债率	49%	22%	43%	25%
流动资产合计	3,854	2,333	4,671	3,964	流动比率	141%	287%	177%	295%
固定资产	425	377	332	289	营运能力				
无形资产	1,052	1,032	1,012	992	总资产周转率	0.36	0.73	0.62	0.85
资产总计	5,798	4,204	6,472	5,701	应收账款周转率	2.04	2.09	2.25	2.24
应付账款	1,781	519	2,352	1,049	每股指标(元)				
短期借款	652	0	0	0	每股收益	0.37	0.67	0.89	1.09
流动负债合计	2,433	519	2,352	1,049	每股经营现金	-0.11	1.95	-1.52	2.43
长期借款	102	102	102	102	每股净资产	5.68	6.31	7.17	8.20
负债合计	2,843	923	2,756	1,453	估值比率				
所有者权益	2,987	3,313	3,749	4,280	P/E	144.75	79.01	59.23	48.54
负债和所有者权益合计	5,830	4,236	6,504	5,733	P/B	9.31	8.37	7.38	6.45

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 20 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	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@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