

2017年08月08日

# 兴源环境 (300266.SZ)

## 动态分析

### 外延拓展持续推进，PPP 订单充足奠定增长

#### 投资要点

**事件：**8月3日公司发布2017年半年度报告，报告期内公司实现营业收入15.72亿元，归母净利润2.60亿元，分别同比增长83.62%、116.13%。

◆ **盈利能力稳定，业绩持续高增：**2017年上半年公司转让杭州兴源聚金投资管理合伙企业（有限合伙）出资份额，确认投资收益9,233.28万元，带来非经常性损益的大幅增长，扣非后的归母净利润同比增长63.26%，低于营业收入增幅。公司整体毛利率较2016年全年略有下滑，在投资收益大幅增长带动下，公司净利率提升至16.60%，但扣非后的归母净利润占营业总收入的11.87%，盈利能力保持历史平均水平。分业务板块看，压滤机销售同比大幅增长：报告期内公司环保设备及配件销售业务实现营业收入2.90亿元，同比增长141%，环保设备（以压滤机为主）销售收入经历近两年下滑后重回增长，公司具备压滤机产能储备，“十三五”期间有望在污泥行业带动下企稳回升。

◆ **外延并购战略持续推进，产业链闭环形成：**自2014年3月起，公司已成功实施对7家环保企业的收购，业务领域已覆盖污泥处理处置、水利疏浚和堤防工程、市政污水处理、工业废水处理、农村生活污水治理、生态工程建设、水质监测及智慧环保等领域。2017年公司迈出新的并购步伐，拟全部采取发行股份的方式购买源态环保100%股权，拟发行股份1,290.78万股，发行价格42.61元/股，交易对价5.5亿元。源态环保主要在水环境治理领域提供物联网管控及信息化云平台产品和服务，其实时监测运维综合性平台可串联公司现有各业务条线，实现水环境治理工作扁平化、集约化，提高管理效率；特别是河长管理系统功能齐全，可有效降低行政成本，契合河长制推行趋势。产业链的不断完善使得公司在PPP项目投标中更具优势。

◆ **PPP 拿单势头稳健，奠定业绩增长基础：**公司自2015年起进入PPP市场，2015年签订PPP项目合同约85亿元（含框架协议），建设期2-3年。近两年公司仍保持稳健的拿单势头，自2016年至今签订的PPP项目合同金额约95亿元，建设内容涵盖污水处理厂、生态工程设计和建设、区域整体水环境整治、河道流域治理等领域，为后续业绩增长奠定基础。

◆ **投资建议：**暂不考虑公司发行股份收购源态环保事项，我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.38、0.55和0.68元，我们给予公司增持-A评级，12个月目标价为32.01元，相当于2018年58倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**整合风险、PPP项目进度不及预期、压滤机市场需求不及预期

电力及公用事业 | 环保 III

 投资评级 **增持-A(上调)**

12个月目标价 32.01元

股价(2017-08-07) 29.10元

#### 交易数据

总市值(百万元) 29,598.20

流通市值(百万元) 26,207.38

总股本(百万股) 1,017.12

流通股本(百万股) 900.60

12个月价格区间 24.93/56.20元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.99	14.89	57.49
绝对收益	0.38	10.17	39.63

#### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20377088

#### 报告联系人

宋怡萱  
 songyixuan@huajinsec.cn  
 021-20377051

#### 相关报告

兴源环境：中艺并表促业绩高增，闭环形成未来无忧 2016-08-28

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	884.3	2,102.8	3,809.5	5,103.4	6,598.9
同比增长(%)	18.0%	137.8%	81.2%	34.0%	29.3%
营业利润(百万元)	115.4	225.0	489.0	698.2	870.1
同比增长(%)	34.6%	94.9%	117.3%	42.8%	24.6%
净利润(百万元)	101.9	185.8	389.2	562.0	691.3
同比增长(%)	60.3%	82.4%	109.5%	44.4%	23.0%
每股收益(元)	0.10	0.18	0.38	0.55	0.68
PE	290.6	159.3	76.1	52.7	42.8
PB	26.0	10.3	9.3	8.0	6.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、盈利能力稳定，业绩持续高增.....	4
二、外延并购战略持续推进，产业链闭环形成.....	5
三、PPP 拿单势头稳健，奠定业绩增长基础.....	6
四、投资建议.....	6
五、风险提示.....	6

## 图表目录

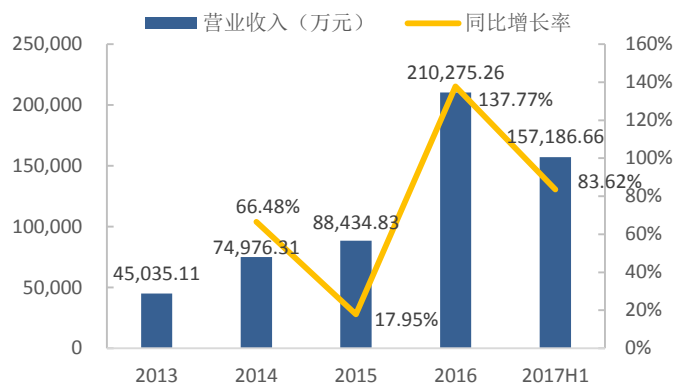
图 1：公司营业收入增长情况.....	4
图 2：公司归母净利润增长情况.....	4
图 3：公司盈利能力变动情况.....	4
图 4：压滤机及其他环保设备营收增长情况.....	5
图 5：公司营业收入构成情况.....	5
表 1：分项业务毛利率变动及子公司净利率情况（2017 年上半年）.....	5
表 2：公司外延并购进程.....	6
表 3：公司重大项目签约合同总额.....	6

## 一、盈利能力稳定，业绩持续高增

2017年上半年公司转让杭州兴源聚金投资管理合伙企业（有限合伙）出资份额，确认投资收益 9,233.28 万元，带来非经常性损益的大幅增长，报告期内公司实现非经常性损益 7,311.47 万元，同比增长逾 11 倍，因此扣非后的归母净利润同比增长 63.26%，低于营业收入增幅。

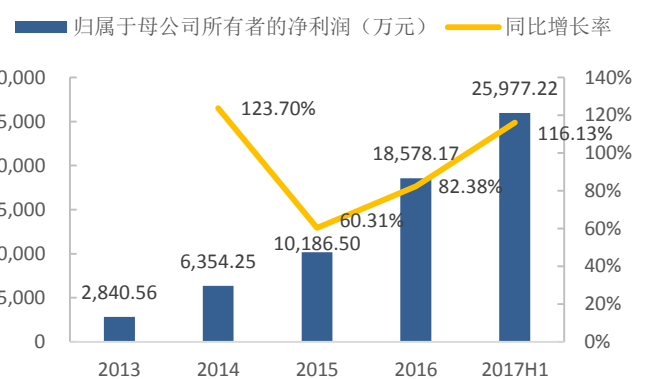
公司整体毛利率较 2016 年全年略有下滑，在投资收益大幅增长带动下，公司净利率提升至 16.60%，但扣非后的归母净利润占营业总收入的 11.87%，盈利能力保持历史平均水平。分业务看，报告期内生态环境建设、水利疏浚及堤防工程、环保工程及其他、环保设备及配件销售的营收占比依次为 61.80%、9.20%、10.57%、18.43%，毛利率较上年同期分别下降 5.71、2、3.25、2.46 个百分点。从公司下属子公司净利率看，以浙江疏浚为承接主体的水利疏浚及堤防工程、以水美环保为承接主体的环保工程及部分环保设备销售业务盈利能力较高，以中艺生态为承接主体的生态环境建设业务次之，环保设备子公司略有亏损。

图 1：公司营业收入增长情况



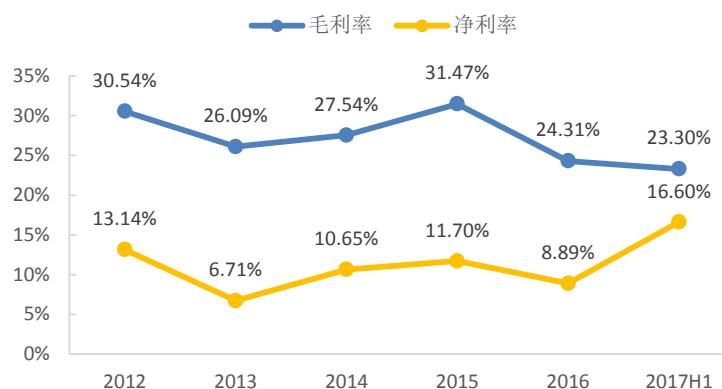
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司盈利能力变动情况



资料来源：wind，华金证券研究所

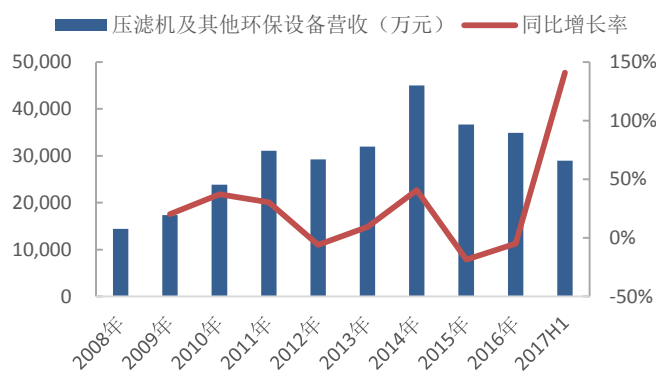
表 1：分项业务毛利率变动及子公司净利率情况（2017 年上半年）

分业务项	营业收入 (万元)	毛利率	毛利率较上年 同期增减	子公司名称	营业收入 (万元)	净利率
生态环境建设	97,135.09	21.81%	-5.71%	中艺生态	97,135.09	13.61%
水利疏浚及堤防工程	14,461.70	28.33%	-2.00%	浙江疏浚	18,177.00	18.17%
环保工程及其他	16,615.20	34.41%	-3.25%	水美环保	23,269.58	18.85%
环保设备及配件销售	28,974.66	19.44%	-2.46%	环保设备	171,49.37	-1.31%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

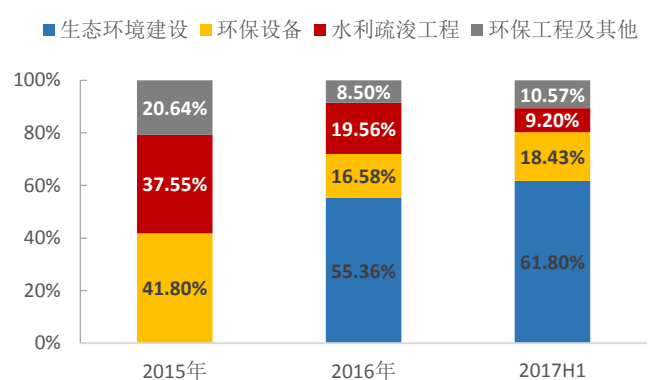
**压滤机销售同比大幅增长**：报告期内公司环保设备及配件销售业务实现营业收入 2.90 亿元，同比增长 141%，占比 18.43%。我们以公司压滤机其他环保设备为统计口径计算该项业务历史营收增长情况，2011-2013 年公司压滤机及配件销售业务增速放缓，2014 年有所增长是由于当期浙江水美环保的并表增加了一部分环保设备销售收入，然而 2015-2016 两年该板块营收仍处于下滑态势，2017 年上半年公司环保设备（以压滤机为主）销售收入重回增长。公司具备压滤机产能储备，“十三五”期间有望在污泥行业带动下企稳回升。

图 4：压滤机及其他环保设备营收增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司营业收入构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、外延并购战略持续推进，产业链闭环形成

自 2014 年 3 月起，公司已成功实施对 7 家环保企业的收购，业务领域已覆盖污泥处理处置、水利疏浚和堤防工程、市政污水处理、工业废水处理、农村生活污水治理、生态工程建设、水质监测及智慧环保等领域。

2017 年公司迈出新的并购步伐，拟全部采取发行股份的方式购买源态环保 100% 股权，拟发行股份 1,290.78 万股，发行价格 42.61 元/股，交易对价 5.5 亿元。源态环保主要在水环境治理领域提供物联网管控及信息化云平台产品和服务，其实时监测运维综合性平台可串联公司现有各业务条线，实现水环境治理工作扁平化、集约化，提高管理效率；特别是河长管理系统功能齐全，可有效降低行政成本，契合河长制推行趋势。产业链的不断完善使得公司在 PPP 项目投标中极具优势。

表 2：公司外延并购进程

收购时间	交易标的名称	公司持股比例	交易标的主营业务
2014 年 3 月	浙江疏浚	95.09%	水利疏浚工程和堤防工程
2014 年 12 月	水美环保	100%	工业及市政污水处理业务
2015 年 6 月	银江环保	51%	河道清理工程服务及农村污水处理业务
2015 年 8 月	上海昊沧	35%	水务及环保行业的智能化、信息化和自动化
2016 年 2 月	中艺生态	100%	生态工程建设、园林景观设计和建设
2016 年 3 月	鸿海环保	51%	水质监测
2016 年 5 月	三乘三备	55.56%	环保工程（水环境治理）
<b>正在推进</b>	<b>源态环保</b>	100%	智慧治水

资料来源：公司公告、华金证券研究所

### 三、PPP 拿单势头稳健，奠定业绩增长基础

公司自 2015 年起进入 PPP 市场，2015 年签订 PPP 项目合同约 85 亿元（含框架协议），建设期 2-3 年。近两年公司仍保持稳健的拿单势头，自 2016 年至今签订的 PPP 项目合同金额约 95 亿元，建设内容涵盖污水处理厂、生态工程设计和建设、区域整体水环境整治、河道流域治理等领域，为后续业绩增长奠定基础。

表 3：公司重大项目签约合同总额

时间	PPP 项目名称	项目金额（亿元）
2016 年 1 月	九江市柘林湖湖泊生态环境保护 PPP 项目	13.2
2016 年 11 月	温州洞头区本岛海洋生态廊道整治修复工程 PPP 项目	8
2016 年 11 月	诏安县城市供排水工程 PPP 项目协议	11.19
2017 年 3 月	宁国市城市公园绿地 PPP 项目	3.35
	施秉县易地扶贫搬迁（扶贫生态移民）建设工程、体育场馆建设	
2017 年 5 月	工程—勘察、设计、施工（投资）、重要材料采购总承包（EPC）-建设项目工程总承包合同	12.47
2017 年 6 月	《温宿县托甫汗镇特色小镇建设项目一期总承包合同》	12.5
2017 年 7 月	长兴县美丽城镇 PPP 项目（标段一和标段二）（预中标）	11.16
2017 年 7 月	敖汉旗城市综合体提升改造及生态保护建设 PPP 项目（预中标）	22.7
公司在手 PPP 项目合同总额		94.57

资料来源：公司公告、华金证券研究所

### 四、投资建议

暂不考虑公司发行股份收购源态环保事项，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.38、0.55 和 0.68 元，我们给予公司增持-A 评级，12 个月目标价为 32.01 元，相当于 2018 年 58 倍的动态市盈率。

### 五、风险提示

整合风险、PPP 项目进度不及预期、压滤机市场需求不及预期

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	884.3	2,102.8	3,809.5	5,103.4	6,598.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	606.0	1,591.6	2,961.0	3,903.3	5,037.2	营业收入增长率	18.0%	137.8%	81.2%	34.0%	29.3%
营业税费	16.3	10.3	47.7	45.6	57.9	营业利润增长率	34.6%	94.9%	117.3%	42.8%	24.6%
销售费用	34.0	40.3	72.4	79.2	118.1	净利润增长率	60.3%	82.4%	109.5%	44.4%	23.0%
管理费用	95.4	169.0	257.8	333.3	469.3	EBITDA 增长率	43.2%	74.7%	91.8%	39.8%	22.2%
财务费用	3.9	14.9	22.2	39.9	45.4	EBIT 增长率	37.2%	100.9%	113.1%	44.4%	24.0%
资产减值损失	13.8	48.6	26.6	29.6	34.9	NOPLAT 增长率	33.3%	89.8%	113.1%	47.2%	22.4%
加:公允价值变动收益	-	-6.3	-4.2	0.7	0.9	投资资本增长率	16.4%	137.6%	54.6%	10.6%	14.8%
投资和汇兑收益	0.5	3.2	71.3	25.0	33.2	净资产增长率	12.9%	153.1%	10.4%	15.8%	16.4%
<b>营业利润</b>	115.4	225.0	489.0	698.2	870.1	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	9.1	13.2	10.0	10.8	11.3	毛利率	31.5%	24.3%	22.3%	23.5%	23.7%
<b>利润总额</b>	124.5	238.2	498.9	708.9	881.4	营业利润率	13.1%	10.7%	12.8%	13.7%	13.2%
减:所得税	21.0	51.2	107.3	141.5	185.0	净利润率	11.5%	8.8%	10.2%	11.0%	10.5%
<b>净利润</b>	101.9	185.8	389.2	562.0	691.3	EBITDA/营业收入	19.3%	14.2%	15.0%	15.7%	14.8%
						EBIT/营业收入	13.5%	11.4%	13.4%	14.5%	13.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	37.3%	50.5%	58.4%	56.4%	58.2%
货币资金	212.0	882.5	1,217.8	1,631.5	2,109.5	负债权益比	59.5%	101.8%	140.1%	129.4%	139.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.69	1.40	1.50	1.63	1.66
应收帐款	608.0	1,187.1	1,456.4	2,085.0	2,845.6	速动比率	1.41	0.79	0.74	0.95	1.02
应收票据	14.4	38.6	101.8	57.3	147.8	利息保障倍数	30.32	16.12	23.02	18.49	20.18
预付帐款	29.3	49.1	88.8	119.3	131.1	<b>营运能力</b>					
存货	176.4	1,787.2	2,995.2	2,807.4	3,352.8	固定资产周转天数	170	72	38	25	17
其他流动资产	18.2	111.8	48.9	59.6	73.4	流动营业资本周转天数	130	111	139	158	153
可供出售金融资产	-	50.0	10.7	20.2	27.0	流动资产周转天数	373	438	471	447	421
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	212	154	125	125	134
长期股权投资	43.5	81.6	381.6	381.6	381.6	存货周转天数	65	168	226	205	168
投资性房地产	84.1	64.2	64.2	64.2	64.2	总资产周转天数	690	677	659	588	529
固定资产	418.1	425.0	381.4	337.3	285.3	投资资本周转天数	389	297	294	281	245
在建工程	14.4	0.1	1.5	2.4	2.4	<b>费用率</b>					
无形资产	95.0	174.8	164.2	153.7	143.1	销售费用率	3.8%	1.9%	1.9%	1.6%	1.8%
其他非流动资产	169.5	1,176.8	1,002.7	1,034.4	1,073.5	管理费用率	10.8%	8.0%	6.8%	6.5%	7.1%
<b>资产总额</b>	1,883.0	6,028.8	7,915.3	8,753.9	10,637.3	财务费用率	0.4%	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%
短期债务	127.4	652.3	1,267.9	1,478.4	1,795.3	三费/营业收入	15.1%	10.7%	9.3%	8.9%	9.6%
应付帐款	376.6	1,671.9	1,968.2	2,066.1	2,635.3	<b>投资回报率</b>					
应付票据	7.8	6.9	0.6	60.7	23.1	ROE	8.9%	6.4%	12.2%	15.2%	16.0%
其他流动负债	113.5	558.1	713.9	540.8	748.6	ROA	5.5%	3.1%	4.9%	6.5%	6.5%
长期借款	28.1	101.7	618.5	742.1	941.8	ROIC	11.2%	18.3%	16.4%	15.6%	17.3%
其他非流动负债	49.4	50.9	49.7	50.0	50.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	702.8	3,041.9	4,618.7	4,938.0	6,194.2	DPS(元)	0.01	0.03	0.03	0.06	0.07
少数股东权益	41.8	99.7	102.2	107.6	112.8	分红比率	8.1%	13.7%	9.0%	10.3%	11.0%
股本	414.0	508.6	1,017.2	1,017.2	1,017.2	股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	715.0	2,371.1	2,177.2	2,691.1	3,313.1						
<b>股东权益</b>	1,180.2	2,987.0	3,296.7	3,815.9	4,443.1						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.10	0.18	0.38	0.55	0.68
净利润	103.5	187.0	389.2	562.0	691.3	BVPS(元)	1.12	2.84	3.14	3.65	4.26
加:折旧和摊销	51.6	59.1	61.7	62.6	62.6	PE(X)	290.6	159.3	76.1	52.7	42.8
资产减值准备	13.8	48.4	-	-	-	PB(X)	26.0	10.3	9.3	8.0	6.8
公允价值变动损失	-	6.3	-4.2	0.7	0.9	P/FCF	518.1	-45.8	154.6	59.5	50.3
财务费用	6.5	31.0	22.2	39.9	45.4	P/S	33.5	14.1	7.8	5.8	4.5
投资损失	-0.5	-3.2	-71.3	-25.0	-33.2	EV/EBITDA	69.8	48.1	52.7	37.6	30.7
少数股东损益	1.6	1.2	2.5	5.4	5.2	CAGR(%)	76.3%	55.0%	69.9%	76.3%	55.0%
营运资金的变动	-212.6	-331.0	-890.2	-485.7	-719.9	PEG	3.8	2.9	1.1	0.7	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	-40.9	-44.2	-490.2	160.0	52.3	ROIC/WACC	1.1	1.8	1.6	1.6	1.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-105.4	-545.9	-208.2	6.5	26.4						
<b>融资活动产生现金流量</b>	197.9	1,249.6	1,033.8	247.1	399.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn