



兴源环境 (300266)

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2017-08-21

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161592

ivanyiyang@163.com

静待定增过会, 环境治理领域协同发展

事件:

我们近期参与了兴源环境调研活动。

主要观点:

□ 公司战略明确, 打造体系内协同, 定位环境综合服务商

公司以压滤机制造和销售起家, 目前正向中游的工程、下游运营积极扩展, 定位为环境综合服务商。公司14年起, 陆续完成了对浙江疏浚、水美环保的收购, 布局进军水利工程和污水处理领域; 16年, 公司完成了对中艺生态的收购, 进军生态修复领域。浙江疏浚和水美环保已经超额完成了3年业绩承诺; 今年是中艺生态最后一年考核期, 前2年也是超额完成了业绩承诺, 公司对今年完成业绩承诺充满信心。公司今年以发行股票方式, 全资收购源态环保, 其战略目的是向上游实时监控和下游运营维护领域延伸, 串联公司体系中现有的各业务条线, 形成城市、乡村、河道流域水环境治理的“顶层设计+实时监控+智慧管控+污染治理+生态修复+运营维护”的产业链布局闭环, 形成强有力深度融合和战略协同。目前定增方案已经通过股东大会审议, 静待证监会审核。

□ 乘PPP大势, 业绩放量, 未来拓展可期

整体来看, 公司今年上半年实现营收15.2亿元, 同比增长83%, 归母净利润2.6亿元, 同比增长116%。分板块来看, 除了疏浚业务小幅下降以外, 其余各板块业务均实现了翻倍增长。公司业绩增长主要得益于承接PPP项目的陆续落地。从订单获取来看, 公司15年开始拿PPP订单, 约17亿元; 16年32亿元; 今年上半年约50多亿元; 储备项目大概在200亿元左右。公司已陆续成立10多家项目公司, 看好后续项目陆续推进给公司业绩带来的助推作用。

□ 盈利预测与估值

公司订单获取和订单落地均成上升趋势, 我们认为公司今年业绩高速增长确定性高。在不考虑源态环保并表因素, 我们预计公司2017-2019年的EPS分别为0.36元、0.68元、0.87元, 对应的PE分别为78倍、41倍、32倍, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济下滑风险; PPP项目推进不及预期; 定增推进不及预期。

盈利预测: 单位: 百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2103	3995	6392	8310
收入同比(%)	138%	90%	60%	30%
归属母公司净利润	186	365	691	882
净利润同比(%)	82%	97%	89%	28%
毛利率(%)	24.3%	27.4%	27.7%	27.7%
ROE(%)	6.3%	10.4%	15.8%	17.0%
每股收益(元)	0.18	0.36	0.68	0.87
P/E	153.90	78.25	41.36	32.43
P/B	9.90	7.76	6.56	5.48
EV/EBITDA	92	52	30	24

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,056	5,445	7,921	10,504	营业收入	2,103	3,995	6,392	8,310
现金	882	1,021	310	0	营业成本	1,592	2,902	4,624	6,008
应收账款	1,187	2,441	3,970	4,977	营业税金及附加	10	45	78	97
其他应收款	196	323	549	719	销售费用	40	153	205	266
预付账款	49	101	198	301	管理费用	169	399	604	795
存货	1,788	1,625	3,044	4,689	财务费用	15	24	28	36
其他流动资产	(46)	(67)	(150)	(183)	资产减值损失	49	3	1	2
非流动资产	1,972	2,244	2,354	2,693	公允价值变动收	(6)	(4)	1	1
长期投资	82	42	56	60	投资净收益	3	1	1	1
固定资产	425	398	371	344	营业利润	225	465	855	1,108
无形资产	175	163	152	142	营业外收入	15	9	11	11
其他非流动资产	1,291	1,641	1,775	2,146	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	6,029	7,690	10,275	13,196	利润总额	238	473	864	1,118
流动负债	2,889	3,709	5,581	7,598	所得税	51	78	150	202
短期借款	652	646	644	655	净利润	187	395	714	917
应付账款	1,474	1,900	3,027	4,476	少数股东损益	1	30	23	35
其他流动负债	763	1,163	1,910	2,466	归属母公司净利润	186	365	691	882
非流动负债	153	165	183	192	EBITDA	299	528	921	1,182
长期借款	102	102	102	102	EPS (元)	0.18	0.36	0.68	0.87
其他非流动负债	51	63	81	90					
负债合计	3,042	3,874	5,763	7,789	主要财务比率				
少数股东权益	100	130	153	188	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	509	1,017	1,017	1,017	成长能力				
资本公积	1,886	1,836	1,836	1,836	营业收入	137.77%	90.00%	60.00%	30.00%
留存收益	485	833	1,506	2,365	营业利润	94.90%	106.70%	83.79%	29.69%
归属母公司股东权	2,887	3,686	4,359	5,219	归属于母公司净利	82.38%	96.68%	89.17%	27.55%
负债和股东权益	6,029	7,690	10,275	13,196	获利能力				
					毛利率(%)	24.31%	27.35%	27.67%	27.70%
					净利率(%)		8.84%	9.15%	10.81%
					ROE(%)	6.26%	10.36%	15.84%	16.95%
					ROIC(%)	19.26%	16.80%	26.31%	24.68%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.46%	50.38%	56.09%	59.03%
					净负债比率(%)	-11.70%	33.19%	62.30%	92.68%
					流动比率	1.40	1.47	1.42	1.38
					速动比率	0.79	1.03	0.87	0.77
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.58	0.71	0.71
					应收账款周转率	2.76	2.57	2.31	2.16
					应付账款周转率	2.47	2.37	2.60	2.22
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.36	0.68	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	(0.35)	(0.88)	(0.26)
					每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.62	4.29	5.13
					估值比率				
					P/E	153.9	78.2	41.4	32.4
					P/B	9.9	7.8	6.6	5.5
					EV/EBITDA	92.08	52.49	30.48	23.74

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。