

外延内生双轮驱动，利用综合治理优势实现板块协同发展

季报点评

◆ 事件：三季报公布：

公司近期发布 2017 年三季报。2017 年前三季度公司营收 25.8 亿元，比上年同期增加 93.91%；归母净利润为 445.5 百万元，比上年同期增长 192.39%；扣非净利润为 369.3 百万元，比上年同期增加 155.26%。

◆ 市场开拓影响显现，营业收入大幅增加，销售费用比例增加，经营性现金流量未来仍需改善：

2017 年第三季度公司营业收入为 10.1 亿元，比上年同期增加 112.42%，符合预期，主要系公司开拓市场，订单数量增加所致。第三季度销售费用同比增加 40.60%，拓宽 PPP 项目所致。前三季度经营活动产生的现金流量净额较上年同期减少 2139.78%，未来净现金流量方面改善空间大。

◆ 对内提升，对外重组，打造良好环境治理生态链，订单数量增加，涵盖领域扩大：

经营模式逐渐转变，由单纯的项目承建到 BT，PPP 方式的变化；对外投资公司，年初发行股份购买源态环保，源态环保拥有实时监测运维综合性平台，可以提高企业信息处理和设备研发方面的水平。公司已签订宁国市城市公园绿地建设 PPP 项目等订单，类型和地域不断扩大。

◆ 利用环境综合治理优势，实现各版块协同发展，降低成本，提高利润：

公司业务不断扩大，各版块较为齐全的业务资质提升了兴源环境整体竞争力，有助于共同锁定 PPP 订单，并在项目建设、运营和维护中实现深度融合和战略协同，有助于减少成本，提高利润，创造效益。

◆ 科技创新驱动企业内生增长，快速成长为国内知名环境治理综合服务商：

兴源环境是国家知识产权示范企业，主要业务板块均属于高新技术领域，建有多个研究院和工作室，拥有有效发明专利超 70 项。2017 年工作站升级，引入改进先进设备，为未来做大做强业务提供了有力保障

◆ 业务布局不断扩大，各版块协同发展，给予“推荐”评级：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.47、0.67 和 0.94 元。当前股价对应 17-19 年分别为 60.2、41.9 和 30.1 倍。公司业务布局不断扩大，未来成长可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：营运资金不足的风险、企业人才流失的风险、企业管理风险

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	884	2,103	4,058	5,803	7,527
增长率(%)	18.0	137.8	93.0	43.0	29.7
净利润(百万元)	101.9	186	477	684	952
增长率(%)	60.3	82.4	156.5	43.6	39.0
毛利率(%)	31.5	24.3	27.0	28.5	30.0
净利率(%)	11.5	8.8	11.7	11.8	12.6
ROE(%)	8.8	6.3	13.9	16.9	19.2
EPS(摊薄/元)	0.10	0.18	0.47	0.67	0.94
P/E(倍)	281.68	154.4	60.2	41.9	30.1
P/B(倍)	25.20	9.9	8.6	7.2	5.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐 (首次评级)

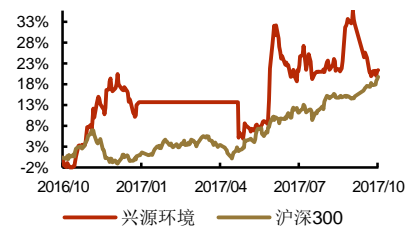
分析师

邱懿峰 (执业证书编号：S0280517080002)
qiuyifeng@xsdzq.cn

市场数据 时间 2017.10.26

收盘价(元)：	28.21
总股本(亿股)：	10.17
总市值(亿元)：	286.93
一年最低/最高(元)：	24.93/56.2
近 3 月换手率：	21.28%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.02	-7.74	1.4
绝对	-8.5	0.04	20.45

相关研报

1、事件

公司近期发布 2017 年三季报。2017 年前三季度公司营收 25.8 亿元，比上年同期增加 93.91%；归母净利润为 445.5 百万元，比上年同期增长 192.39%，符合业绩预期；扣非净利润为 369.3 百万元，比上年同期增加 155.26%。2017 年第三季度公司营业收入为 10.1 亿元，比上年同期增加 112.42%；归母净利润为 185.7 百万元，比上年同期增加 477.29%；扣非净利润为 182.6 百万元，比上年同期增加 501.95%。

2、点评

- **市场开拓影响显现，营业收入大幅增加，销售费用比例增加，经营性现金流量未来仍需改善。**2017 年第三季度公司营业收入为 10.1 亿元，比上年同期增加 112.42%，主要系公司开拓市场，增加签订工程合同、设备销售合同，并实现对已签订的 PPP 项目加快开工建设实现收入所致；归母净利润为 185.7 百万元，比上年同期增加 477.29%。归母净利润增速显著快于营收的主要原因系报告期内转让杭州兴源聚金投资管理合伙企业（有限合伙）股权的投资收益。第三季度销售费用同比增加 40.60%，拓宽 PPP 项目所致。前三季度 1-9 月经营活动产生的现金流量净额较上年同期减少 2139.78%，主要系公司支付 PPP 项目工程款所致，未来净现金流量方面改善空间大。资产负债率为 60.48%，为未来增加杠杆留有空间。
- **对内提升，对外重组，营造良好环境治理生态链，订单数量增加，涵盖领域扩大。**2017 年 1-9 月，公司营业总收入 32.7 亿元，同比增长 32.94%；管理模式为财务分权下的集权管理模式，提高了管理效率；经营模式逐渐转变，由单纯的项目承建到 BT，PPP 方式的变化；对外投资了杭州兴源礼翰投资管理合伙企业（有限合伙），年初发行股份购买源态环保，源态环保拥有实时监测运维综合性平台，可以提高企业信息处理和设备研发方面的水平。公司已签订宁国市城市公园绿地建设 PPP 项目、温宿县托甫汗镇特色小镇建设项目一期、施秉县易地扶贫搬迁（扶贫生态移民）建设工程、体育场馆建设工程—勘察、设计、施工（投资）、重要材料采购总承包项目、长兴县美丽城镇 PPP 项目、敖汉旗城市综合体提升改造及生态保护建设 PPP 项目等，类型和地域不断扩大。
- **利用环境综合治理优势，实现各版块协同发展，降低成本，提高利润。**公司业务范围不断扩大，涵盖了环保装备制造、河湖水库的疏浚、流域综合治理、市政污水及工业废水治理、农村分布式污水治理、生态环境建设、工业节能、智慧环保、水质监测等。各板块较为齐全的业务资质提升了兴源环境整体竞争力，有助于共同锁定 PPP 订单，并在项目建设、运营和维护中实现深度融合和战略协同，有助于减少成本，提高利润，创造效益。
- **科技创新驱动企业内生增长，快速成长为国内知名环境治理综合服务商。**管理费用增加 41.47%，主要受公司增加研发投入影响，体现公司重视科

研。兴源环境是国家知识产权示范企业，主要业务板块均属于高新技术领域，建有多个研究院和工作站，拥有有效发明专利超 70 项。2017 年公司主导起草的“污泥脱水用隔膜压滤机”浙江制造标准发布；公司所属的院士工作站升级为省级院士工作站，为下一步深入产学研合作释放了空间。引进国外先进设备，从荷兰进口的深水挖泥船，为拓展深水清淤市场提供了有力保障。

- **投资建议：推荐。**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.47、0.67 和 0.94 元。当前股价对应 17-19 年分别为 60.2、41.9 和 30.1 倍。公司业务布局不断扩大，各版块协同发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1058	4056	6942	9839	12055	营业收入	884	2103	4058	5803	7527
现金	212	882	2519	3602	4671	营业成本	606	1592	2963	4149	5269
应收账款	534	991	1952	2257	3203	营业税金及附加	16	10	20	28	37
其他应收款	74	196	325	420	546	营业费用	34	40	78	111	144
预付账款	29	49	102	114	166	管理费用	95	169	326	466	605
存货	176	1787	1868	3251	3249	财务费用	4	15	71	180	262
其他流动资产	33	150	176	194	219	资产减值损失	14	49	0	0	0
非流动资产	825	1972	3097	3977	4679	公允价值变动收益	0	-6	-6	-6	-6
长期投资	44	82	122	162	201	投资净收益	0	3	3	3	3
固定资产	418	425	1338	2062	2679	营业利润	115	225	598	864	1207
无形资产	95	175	198	219	245	营业外收入	10	15	15	15	15
其他非流动资产	268	1291	1439	1535	1553	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	1883	6029	10038	13816	16733	利润总额	125	238	611	878	1220
流动负债	625	2889	6414	9539	11563	所得税	21	51	131	189	262
短期借款	127	652	3595	5610	7170	净利润	103	187	480	689	958
应付账款	232	1474	1702	2746	2901	少数股东损益	2	1	3	4	6
其他流动负债	266	763	1118	1183	1491	归属母公司净利润	102	186	477	684	952
非流动负债	77	153	183	197	184	EBITDA	179	317	766	1211	1692
长期借款	28	102	132	146	134	EPS (元)	0.10	0.18	0.47	0.67	0.94
其他非流动负债	49	51	51	51	51						
负债合计	703	3042	6597	9736	11747						
少数股东权益	42	100	103	107	113	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	414	509	1017	1017	1017	成长能力					
资本公积	407	1886	1378	1378	1378	营业收入(%)	18.0	137.8	93.0	43.0	29.7
留存收益	308	485	899	1493	2320	营业利润(%)	34.6	94.9	165.7	44.6	39.6
归属母公司股东权益	1138	2887	3338	3972	4873	归属于母公司净利润(%)	60.3	82.4	156.5	43.6	39.0
负债和股东权益	1883	6029	10038	13816	16733	获利能力					
						毛利率(%)	31.5	24.3	27.0	28.5	30.0
						净利率(%)	11.5	8.8	11.7	11.8	12.6
						ROE(%)	8.8	6.3	13.9	16.9	19.2
						ROIC(%)	8.0	5.5	7.6	8.6	9.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.3	50.5	65.7	70.5	70.2
						净负债比率(%)	-3.6	(4.3)	36.1	53.9	53.9
						流动比率	1.7	1.4	1.1	1.0	1.0
						速动比率	1.4	0.8	0.8	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	1.9	2.8	2.8	2.8	2.8
						应付账款周转率	2.8	1.9	1.9	1.9	1.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.10	0.18	0.47	0.67	0.94
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-0.31	-0.07	0.29	0.72
						每股净资产(最新摊薄)	1.12	2.84	3.28	3.91	4.79
						估值比率					
						P/E	281.68	154.44	60.21	41.92	30.15
						P/B	25.20	9.94	8.59	7.22	5.89
						EV/EBITDA	160.12	90.5	39.2	25.6	18.6

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-41	-44	-73	297	736
净利润	103	187	480	689	958
折旧摊销	52	59	73	141	204
财务费用	4	15	71	180	262
投资损失	-0	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-206	-362	-700	-716	-690
其他经营现金流	6	61	6	6	6
投资活动现金流	-105	-546	-1201	-1025	-908
资本支出	56	361	1084	840	662
长期投资	5	91	-40	-40	-40
其他投资现金流	-45	-94	-156	-224	-287
筹资活动现金流	198	1250	-33	-205	-318
短期借款	102	525	0	0	0
长期借款	-14	74	31	14	(13)
普通股增加	249	95	509	0	0
资本公积增加	-234	1480	-509	0	0
其他筹资现金流	95	-923	-63	-220	-305
现金净增加额	53	660	-1306	-932	-490

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学硕士，现任新时代证券环保行业分析师，两年行业研究经验，曾任银河证券股份有限公司研究总部研究员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>