战略逐步转型，养殖生态与智慧环境值得期待

——兴源环境（300266）事件点评

研究所
证券分析师：　赵越　S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

最近一年走势

相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
兴源环境	11.1	19.9	4.3
沪深 300	2.6	24.5	26.8

市场数据	2020-08-31
当前价格（元）	3.91
52 周价格区间（元）	3.10 - 4.95
总市值（百万）	6116.93
流通市值（百万）	6056.19
总股本（万股）	156443.11
流通股（万股）	154889.84
日均成交额（百万）	110.31
近一月换手（%）	52.97

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 7.98 亿元，同比下滑 0.88%，归母净利润亏损 2824 万元。

投资要点：

- **上半年订单确认受阻，现金流表现良好。**上半年公司主要业务环境综合治理工程开工面临疫情影响的较大困难，人员流通不畅，导致大量工程订单积压，项目推进不达预期，从而影响公司上半年营业收入同比下滑 0.88%。毛利率较低的养殖生态业务收入占比提升，导致公司上半年毛利率同比下降 4.4 个百分点，上半年公司归母净利润同比转亏，Q2 单季归母净利润盈利 994 万元。公司持续加强应收账款催收工作，新增项目回款较为及时，上半年经营性净现金流达到 1.29 亿元，为 2016 年以来各财务报告期次佳水平（最好为 2018 年三季报 1.56 亿元）。

- **新股东新协同新战略清晰。**2019 年 4 月，新希望投资集团有限公司成为公司控股股东，刘永好成为公司实际控制人。新希望入主后，在公司原有的水及生态环境治理、水质监测、压滤机等业务基础上，新增设立养殖生态环保指挥部，全面对接新希望六和养猪业务，承接猪场设备及土建、污水处理及粪污资源化业务，与新股东形成协同优势。根据新希望 2020 年半年报，新希望六和自 2016 年 2 月发布《养猪业务战略规划》起，开始快速布局养猪业务，大幅增加养猪投入。截至 2020 年 6 月底，新希望六和已投入运营项目产能达到 1800 万头，至 9 月 30 日可竣工项目产能 1000 万头，2020 年上半年生猪出栏量达到 212 万头。新希望养猪目前的建设、筹建项目大多地处东南沿海省份、靠近消费区，环保要求及标准较高，配合养猪新项目，公司养殖生态领域设备及工程需求有望持续增长。目前，公司已形成以养殖场土建、废水处理、“沼气发电+有机肥生产”为代表的建设、环保及后端处理技术，目前已签订相关合同近 10 亿元，上半年实现收入 2.28 亿元，未来有望成为公司新的利润增长点。

- **环境治理布局扎实，新增订单支撑业绩增长。**公司早先在压滤机业务的基础上，通过收购布局多个环境治理子领域，先后获得设计咨询、河湖疏浚、医疗废水、农村污水、工业污水、生态水环境等的工程建设与运营能力。通过自主研发，搭建起智慧治水与智慧环保物联网管控及信息处理云平台，目前已在浙江、北京、宁夏、海南等地上线运

行，在水污染监测监控领域占据市场。通过多年的布局，目前公司已形成以水为主的综合环境治理体系及全方位能力，支持公司保持较强的拿单能力。2020 年上半年，公司新增非养殖生态工程类订单 9.94 亿元，较去年同期大幅增长 167.5%，期末在手订单达到 19.22 亿元。2019 年末，公司公告拟非公开发行期限不超过 5 年的公司债券，用于偿还公司债务、补充营运资金。由于 2017-2018 年公司大量精力投入 PPP 项目中，产生较高负债与应收账款，对公司整体资产负债及现金流带来较大负面影响，截至 2020 年上半年末，公司资产负债率达到 74.5%。若公司此次债券发行成功，在当前相对低利率环境下，有望置换过去较高利率的负债成本。同时，公司目前在手资金仍有近 8 亿元，债券发行后亦有望补充部分营运资金，有助于降低新项目贷款比例。从负债与资产两端均有利于逐步降低公司整体资产负债率。

- **首次覆盖，给予公司“增持”评级：**我们认为，公司在 PPP 项目迅猛发展时期进行大量投入，拖累了公司财务表现。在新希望控股后，公司业务发展战略逐步转向智慧环境治理与养殖生态，战略聚焦清晰，各类项目风险把控力大幅提升。养殖生态业务及环境综合治理订单体量足以支撑公司业绩，现金流较好的施工及 EPC 项目占比提高，未来战略转变的落地与财务报表改善值得期待。基于审慎性原则，暂不考虑非公开发行公司债券的影响，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.10、0.13 和 0.23 元/股，对应当前股价 PE 分别为 40.00、30.51 和 16.82 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**养殖生态业务拓展不达预期风险；综合毛利率持续下降风险；公司债券发行风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	2074	3366	4241	5831
增长率(%)	-10%	62%	26%	37%
归母净利润（百万元）	35	153	201	364
增长率(%)	-103%	331%	31%	81%
摊薄每股收益（元）	0.02	0.10	0.13	0.23
ROE(%)	1.26%	5.18%	6.41%	10.54%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：兴源环境盈利预测表（暂不考虑非公开发行公司债券的影响）

证券代码:	300266.SZ		股价:	3.91	投资评级:	增持		日期:	2020-08-31
财务指标	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**每股指标与估值**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	1%	5%	6%	11%	EPS	0.02	0.10	0.13	0.23
毛利率	21%	18%	18%	20%	BVPS	1.60	1.69	1.81	2.02
期间费率	14%	13%	13%	12%	**估值**				
销售净利率	2%	5%	5%	6%	P/E	172.59	40.00	30.51	16.82
成长能力					P/B	2.44	2.31	2.16	1.93
收入增长率	-10%	62%	26%	37%	P/S	2.95	1.82	1.44	1.05
利润增长率	-103%	331%	31%	81%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
总资产周转率	0.19	0.27	0.30	0.35	**营业收入**	**2074**	**3366**	**4241**	**5831**
应收账款周转率	1.23	1.23	1.23	1.23	营业成本	1647	2747	3461	4686
存货周转率	0.30	0.30	0.30	0.30	营业税金及附加	8	14	17	24
偿债能力					销售费用	48	67	85	117
资产负债率	74%	76%	78%	79%	管理费用	117	185	233	321
流动比	1.45	1.37	1.34	1.30	财务费用	113	173	202	230
速动比	0.50	0.14	0.01	-0.14	其他费用/（-收入）	89	15	15	15
					营业利润	**66**	**195**	**257**	**469**
资产负债表（百万元）	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	营业外净收支	(1)	3	3	3
现金及现金等价物	796	(2057)	(3804)	(6886)	**利润总额**	**65**	**198**	**260**	**472**
应收款项	1690	2742	3455	4751	所得税费用	31	50	65	118
存货净额	5537	9278	11691	15829	**净利润**	34	149	195	354
其他流动资产	393	529	621	788	少数股东损益	(1)	(4)	(5)	(10)
流动资产合计	**8415**	**10318**	**11789**	**14308**	**归属于母公司净利润**	**35**	**153**	**201**	**364**
固定资产	316	301	285	271					
在建工程	0	0	0	0	**现金流量表（百万元）**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
无形资产及其他	545	545	527	508	**经营活动现金流**	**96**	**(2799)**	**(1735)**	**(3062)**
长期股权投资	147	147	147	147	净利润	34	149	195	354
资产总计	**10636**	**12522**	**13960**	**16447**	少数股东权益	(1)	(4)	(5)	(10)
短期借款	1535	1335	1335	1335	折旧摊销	86	34	33	32
应付款项	2827	4737	5969	8081	公允价值变动	38	0	0	0
预收帐款	66	108	136	186	营运资金变动	(60)	(6880)	(4478)	(7766)
其他流动负债	1377	1377	1377	1377	**投资活动现金流**	**(917)**	**16**	**15**	**14**
流动负债合计	**5806**	**7557**	**8817**	**10980**	资本支出	50	16	15	14
长期借款及应付债券	1466	1466	1466	1466	长期投资	4	0	0	0
其他长期负债	549	549	549	549	其他	(971)	0	0	0
长期负债合计	**2015**	**2015**	**2015**	**2015**	**筹资活动现金流**	**(2031)**	**(213)**	**(17)**	**(31)**
负债合计	**7821**	**9572**	**10832**	**12995**	债务融资	638	(200)	0	0
股本	1564	1564	1564	1564	权益融资	20	0	0	0
股东权益	2815	2951	3129	3452	其它	(2690)	(13)	(17)	(31)
负债和股东权益总计	**10636**	**12522**	**13960**	**16447**	**现金净增加额**	**(2852)**	**(2997)**	**(1737)**	**(3078)**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。
任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

赵越，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。