兴源环境(300266)

公司研究/调研简报

智慧城乡生态环保排头兵，新希望业务协同初步显现

调研简报/环保与公用事业 | 2020 年 6 月 17 日

一、分析与判断

➢ 新希望入主重新定位智慧城乡生态环保排头兵，2020 年定调涅槃重生

2019 年 5 月新希望入主成为公司控股股东，新希望集团专注现代农业发展，综合实力强劲，旗下食品农牧、乳业、文旅、金融、环保、医疗健康六大板块布局完善，是践行国家乡村振兴战略的行业引领者。在年初的兴源环境工作部署会上，新希望常务副总裁兼首席运营官、兴源董事长李健雄发表题为《2020，涅槃重生年》的战略讲话。作为涵盖智能环保设备、水利疏浚、污水处理、生态园林、智慧水务、粪污处理、土壤修复七大业务体系，环保产业链布局完善的环保龙头企业，兴源环境未来有望通过内部依托新希望产业协同、外部与大型央企国企合作的形式，充分发挥“环保+产业+科技”三要素联动效益，打造智慧城乡生态环保排头兵。

➢ 在手项目梳理进展顺利，多方位保障项目资金来源

公司 5 月发布对于深交所年报问询函的回复，详细披露了在手 30 余个大型 PPP/EPC 项目的建设情况。对于过去行业大跃进时期签订的 PPP 订单，公司通过调减投资额、终止项目或是更换模式的方式进行了详细的梳理。未来公司将通过落实项目贷款、发行绿色债券等形式保障在手项目的落地，同时新希望也在近期进行了 2.5 亿股东借款的续期，原董事长周总亦通过收购相关债权的形式为公司提供流动性支持。

➢ 养殖生态协同性初步显现，商业模式将顺后未来大有可为

非洲猪瘟及环保禁养加速了养猪行业市场集中度的持续提升，未来高标准高投入的现代化养殖将成为大势所趋。根据新希望六和年报，其 2020 年拟投入 200 亿元资本开支用于养猪产能的扩张，而兴源年内已公告 1.2 亿相关土建及污水处理设备订单，子公司源态环保亦收获 5 亿元养殖场智慧化设备集成订单。养殖生态领域国内尚无强有力的大型竞争对手，公司有望通过在夏津等地养殖生态项目逐步积累工艺和经验，在形成示范效应后逐步向全行业推广。

二、投资建议

公司 2019 年底以来订单情况持续向好，我们看好公司智慧城乡生态环保排头兵的战略定位，认为 2020 年营收将迎来拐点，后续在手项目梳理完成、乡村振兴相关业务商业模式完善之后业绩弹性较大。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.11、0.17 和 0.21，对应当前股价 PE 29/20/16x，虽然 PE 水平仍高于行业平均，但 2.1x 的 PB 估值已位于上市以来底部，具备关注价值，维持“谨慎推荐”评级。

三、风险提示

1、在手项目梳理不及预期；2、畜禽粪处置等新业务拓展不及预期；3、环保行业融资环境持续恶化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,074	3,712	4,492	5,065
增长率（%）	-10.5%	79.0%	21.0%	12.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	35	179	264	331
增长率（%）	102.8%	405.4%	47.5%	25.3%
每股收益（元）	0.02	0.11	0.17	0.21
PE（现价）	167.0	29.2	19.8	15.8
PB	2.1	2.0	1.8	1.7

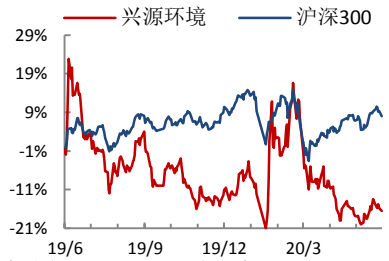
资料来源：公司公告、民生证券研究院

谨慎推荐 维持评级

当前价格： 3.36

交易数据	2020-6-16
近 12 个月最高/最低(元)	4.7/3.24
总股本（百万股）	1564.43
流通股本（百万股）	1548.90
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	52.56
流通市值（亿元）	52.04

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzhong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,074	3,712	4,492	5,065
营业成本	1,647	3,028	3,653	4,104
营业税金及附加	8	15	18	20
销售费用	48	52	58	61
管理费用	117	130	148	167
研发费用	84	104	126	142
EBIT	170	383	489	571
财务费用	113	134	127	119
资产减值损失	(46)	15	15	15
投资收益	5	5	5	5
营业利润	66	239	352	441
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	65	239	352	441
所得税	31	60	88	110
净利润	34	179	264	331
归属于母公司净利润	35	179	264	331
EBITDA	257	474	587	675

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	796	1577	2304	2160
应收账款及票据	1361	2436	2948	3323
预付款项	31	56	68	76
存货	5537	6238	6952	7412
其他流动资产	324	324	324	324
流动资产合计	8415	11641	13236	14507
长期股权投资	147	152	157	162
固定资产	316	316	316	316
无形资产	545	656	761	860
非流动资产合计	2221	2377	2438	2492
资产合计	10636	14018	15674	16999
短期借款	1535	1535	1535	1535
应付账款及票据	2827	5196	6268	7043
其他流动负债	101	101	101	101
流动负债合计	5806	8962	10401	11442
长期借款	1466	1466	1466	1466
其他长期负债	377	377	377	377
非流动负债合计	2015	2015	2015	2015
负债合计	7821	10977	12416	13457
股本	1564	1564	1564	1564
少数股东权益	310	310	310	310
股东权益合计	2815	2947	3164	3449
负债和股东权益合计	10636	14018	15674	16999

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-10.5%	79.0%	21.0%	12.8%
EBIT 增长率	160.4%	126.0%	27.6%	16.7%
净利润增长率	102.8%	405.4%	47.5%	25.3%
盈利能力				
毛利率	20.6%	18.4%	18.7%	19.0%
净利润率	1.7%	4.8%	5.9%	6.5%
总资产收益率 ROA	0.3%	1.3%	1.7%	2.0%
净资产收益率 ROE	1.4%	6.8%	9.3%	10.5%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6
现金比率	0.1	0.2	0.2	0.2
资产负债率	0.7	0.8	0.8	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	245.3	245.3	245.3	245.3
存货周转天数	1,076.2	700.0	650.0	630.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）				
每股收益	0.0	0.1	0.2	0.2
每股净资产	1.6	1.7	1.8	2.0
每股经营现金流	0.1	0.7	0.7	0.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	167.0	29.2	19.8	15.8
PB	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	22.8	12.1	8.8	7.8
股息收益率	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	34	179	264	331
折旧和摊销	133	106	113	119
营运资金变动	(124)	712	570	(373)
经营活动现金流	86	1,135	1,085	215
资本开支	1,077	164	169	169
投资	17	0	0	0
投资活动现金流	(917)	(164)	(169)	(169)
股权募资	20	0	0	0
债务募资	937	0	0	0
筹资活动现金流	948	(189)	(189)	(189)
现金净流量	117	782	726	(143)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气 资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

杨任重：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。