

兴源环境(300266)

公司研究/调研简报

新希望定增意义深远，股权激励彰显信心

调研简报/环保与公用事业

2020年12月29日

一、分析与判断

➤ 定增巩固新希望控股地位，后续业务开展有望获得更多集团支持

11月16日，公司公告增发预案，拟向控股股东新希望投资集团及其一致行动人南方希望实业发行不超过4.7亿股股份（约占发行前总股本的30%），募集14.3亿资金，用于优化资本结构、扩大业务规模。发行完成后，新希望持股比例将由23.6%提升至41.1%，其控制权得到进一步巩固。同时公司负债率有望由Q3的76%下降至67%，未来业务开展也有望获得更多集团内的资源支持，从而加快推动“内部与新希望集团产业协同、外部与大型央企国企合作”两支柱的发展模式。

➤ 以点带面打造“智慧城乡生态环保排头兵”，集团微循环畅通、商业模式顺畅
高标准高投入的现代化养殖成为趋势，新希望六和养猪产能的大举扩张为公司切入养殖生态领域提供了良好的契机，据公告前三季度公司相关收入已达近5亿元，全年或达16亿元，未来养殖生态的内涵也有望持续丰富。2019年末以来公司承接了投资额达11亿的伊春市生态修复等大型项目，参与了抗疫“两山”医院的建设，行业知名度持续提升，新增订单迎来拐点，同时在手PPP项目基本完成梳理。大股东变更后公司仍保留了民企高效的经营决策机制和此前完善的环保产业链布局，未来新希望集团农牧、地产等板块有望充分受益公司生态环保业务带来的外部效应，公司亦有望通过集团的支持获取订单、改善现金流，从而打通集团层面的微循环。

➤ 核心团队完成组建，股权激励彰显信心

19年4月公司股权变更完成后，新希望环保团队到岗赴任。今年10月公司新总经理上任，同时新任命了两名副总，此外持续招揽了科技、金融等方面的优秀人才。目前公司高管团队已基本稳定，成员曾在新希望、华夏幸福、北控水务、巴安水务等知名企业任职，具备丰富的项目运作和管理经验。11月公司公告股权激励草案，拟授予70名核心高管及业务骨干占总股本1%的限制性股票，2021~2023年净利润考核目标分别为2.5、4.5和6.5亿元，业绩弹性较为可观。

二、投资建议

公司在手PPP项目已基本完成梳理，未来定增事项的落地将为公司融资及业务开展提供进一步支持。我们看好公司“智慧城乡生态环保排头兵”的独特定位以及两支柱、三要素的发展模式，假设定增事项2021年落地，则预计公司2020~2022年EPS分别为0.1、0.13和0.23元/股，对应当前股价PE 34、27和15x，略高于生态园林行业21x的2021年平均PE，但后续增长潜力更大，维持“谨慎推荐”评级。

三、风险提示

1、新业务拓展不及预期；2、在手项目梳理进度不及预期。

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	5,425
增长率(%)	-10.5%	79.0%	21.0%	20.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	35	151	254	464
增长率(%)	102.8%	326.8%	67.9%	82.7%
每股收益(元)	0.02	0.10	0.13	0.23
PE(现价)	166.5	34.4	26.6	14.6
PB	2.1	2.0	1.6	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

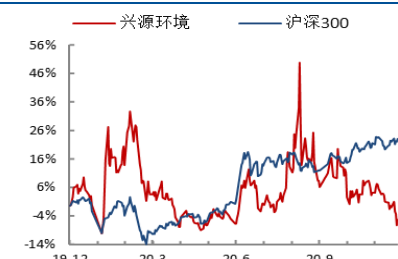
谨慎推荐 维持评级

当前价格： 3.29

交易数据 2020-12-28

近12个月最高/最低(元)	5.26/3.24
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)	52.10
流通市值(亿元)	51.58

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：杨任重

执业证号： S0100520070001

电话： 021-60876723

邮箱： yangrenzong@mszq.co

相关研究

- 1、《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》20200617
- 2、《调研简报：新希望入主带来新活力，三季度业绩恢复增长》20191101

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	5,425
营业成本	1,647	3,028	3,653	4,392
营业税金及附加	8	15	18	22
销售费用	48	52	58	65
管理费用	117	167	162	130
研发费用	84	104	126	81
EBIT	170	346	475	734
财务费用	113	134	127	106
资产减值损失	(46)	15	15	15
投资收益	5	5	5	5
营业利润	66	202	339	619
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	65	202	339	619
所得税	31	50	85	155
净利润	34	151	254	464
归属于母公司净利润	35	151	254	464
EBITDA	257	437	573	838

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	796	1568	3689	2924
应收账款及票据	1361	2436	2948	3560
预付款项	31	56	68	82
存货	5537	6238	6952	8420
其他流动资产	324	324	324	324
流动资产合计	8415	11632	14621	16646
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	14008	17059	19139
短期借款	1535	1535	1535	1535
应付账款及票据	2827	5196	6268	7537
其他流动负债	101	101	101	101
流动负债合计	5806	8981	10408	12084
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	10995	12422	14099
股本	1564	1564	2030	2030
少数股东权益	310	310	310	310
股东权益合计	2815	2919	4543	4946
负债和股东权益合计	10636	14008	17059	19138

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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%	20.8%
EBIT 增长率	160.4%	104.1%	37.3%	54.5%
净利润增长率	102.8%	326.8%	67.9%	82.7%
盈利能力				
毛利率	20.6%	18.4%	18.7%	19.0%
净利率	1.7%	4.1%	5.7%	8.6%
总资产收益率 ROA	0.3%	1.1%	1.5%	2.4%
净资产收益率 ROE	1.4%	5.8%	6.0%	10.0%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7
现金比率	0.1	0.2	0.4	0.2
资产负债率	0.7	0.8	0.7	0.7
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	0.1	0.2
每股净资产	1.6	1.7	2.1	2.3
每股经营现金流	0.1	0.7	0.5	(0.2)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	166.5	34.4	26.6	14.6
PB	2.1	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	22.7	12.9	6.9	6.1
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	151	254	464
折旧和摊销	133	106	113	119
营运资金变动	(124)	730	559	(1,114)
经营活动现金流	86	1,125	1,063	(393)
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	1,431	0
债务募资	937	0	0	0
筹资活动现金流	948	(189)	1,227	(203)
现金净流量	117	772	2,121	(765)

分析师简介

杨任重：香港理工大学硕士，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。