

研究所

证券分析师：王宁 S0350522010001

wangn02@ghzq.com.cn

证券分析师：张婉姝 S0350522010003

zhangws@ghzq.com.cn

固废收入大幅增长，REIT 发行助力盘活资产 ——首创环保（600008）年报&一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
首创环保	-5.2%	-7.6%	-3.0%
沪深 300	-2.9%	-12.0%	-22.2%

市场数据

2022/04/29

当前价格(元)	2.92
52周价格区间(元)	2.75-4.56
总市值(百万)	21,434.52
流通市值(百万)	21,434.52
总股本(万股)	734,059.07
流通股本(万股)	734,059.07
日均成交额(百万)	163.18
近一月换手(%)	1.06

事件描述：

2021年，公司实现营业收入 222.33 亿元，同比增长 15.65%；实现归母净利润 22.87 亿元，同比增长 55.58%。2022 年一季度，公司实现营业收入 47.23 亿元，同比增长 8.38%；实现归母净利润 3.14 亿元，同比增长 1.38%。

事件点评：

- 焚烧运营规模提升&水价调整带动业绩增长。**2021 年，公司新增焚烧处理能力 4000 吨/日，固废板块运营规模提升；同时，15 家项目公司水价调整，带动存量项目盈利能力提升。2021 年，公司净利润增速高于营收增速主要源于年内处置股权投资确认投资收益 7.2 亿元。2022 年一季度，公司取得北京首创大气环境科技股份有限公司控制权，合并报表追溯调整。
- 完成 15 家项目公司水价调整，固废处理收入大幅增长。**2021 年，公司新增投产水处理能力合计约 154 万吨/日，水处理能力达到 2500 吨/日，位于全国前列。同时，公司完成 15 个项目公司的水价调整，包括 1 家供水公司和 14 家污水处理公司，提升存量项目的盈利能力。公司垃圾处理业务 2021 年实现营收 76.71 亿元，同比增长 45%，占总营收的 35%。2021 年，公司 9 个垃圾焚烧和生物质项目完成试运营，建设转运营规模 4000 吨/日；签约、并购垃圾焚烧发电项目 4400 吨/日；焚烧处理能力明显提升。
- 净利率、ROE 继续提升。**2021 年，公司毛利率为 30.82%，同比上升 0.88pct；净利率为 11.7%，同比上升 3.37pct；主要受益于水环境综合治理业务和水务建造业务毛利率提升；同时新增 7.2 亿投资收益。受益净利率提升，2021 年公司 ROE 为 8.60%，同比提升 2.15pct。
- 富国首创 REIT 发行，盘活存量资产。**6 月 21 日，公司富国首创水务 REIT 于上交所正式挂牌交易，成为首批试点公募 REITs 中唯一一家以污水处理基础设施为基础资产的产品。本次 REITs 发行将有助于盘活公司存量资产，进一步提升公司发展质量。首批 REITs 是监管部门优中选优的产品，具有示范作用，同时表明公司项目、运营的高质量。
- 盈利预测和投资评级** 我们认为，公司固废业务进入投运高峰期，

有望保持较高增速，短期水务项目价格调整提升原有项目盈利水平，REIT 发行有助于进一步盘活存量资产。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 26.12/32.71/39.84 亿元，对应 PE 分别为 8/7/5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示** 新增项目规模不及预期；在建项目落地进度不及预期；并购进度不及预期；应收账款计提减值风险；疫情反复风险。

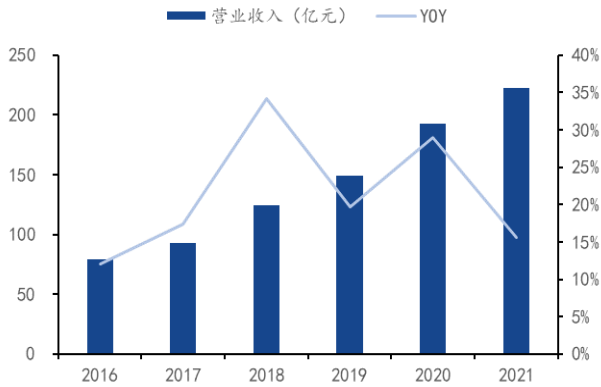
预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22233	26073	30783	35792
增长率(%)	16	17	18	16
归母净利润（百万元）	2287	2612	3271	3984
增长率(%)	56	14	25	22
摊薄每股收益（元）	0.31	0.36	0.45	0.54
ROE(%)	8	9	10	11
P/E	10.94	8.21	6.55	5.38
P/B	0.91	0.71	0.64	0.58
P/S	1.13	0.82	0.70	0.60
EV/EBITDA	8.71	9.38	9.08	8.42

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、 焚烧处置规模提升与调价调整促收入增长

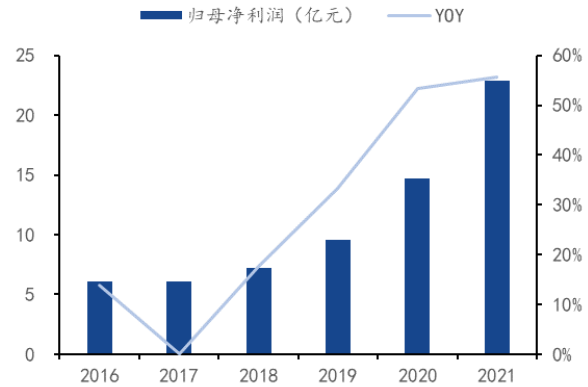
2021 年，公司实现营业收入 222.33 亿元，同比增长 15.65%；实现归母净利润 22.87 亿元，同比增长 55.58%。增长主要来源于新增焚烧处理能力 4000 吨/日，公司整体运营规模提升；同时，15 家项目公司调价调整，带动存量项目盈利能力提升。公司净利润增速高于营收增速主要源于年内处置股权投资确认投资受益 7.2 亿元。

图 1：2016-2021 营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2016-2021 净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

2022 年一季度，公司实现营业收入 47.23 亿元，同比增长 8.38%；实现归母净利润 3.14 亿元，同比增长 1.38%。2022 年 3 月，公司取得北京首创大气环境科技股份有限公司控制权，合并报表追溯调整。

2、 2021 年完成 15 家项目公司调价调整，固废处理收入大幅增长

2.1、 2021 年新增水处理能力 154 万吨/日，完成 15 家项目公司调价调整

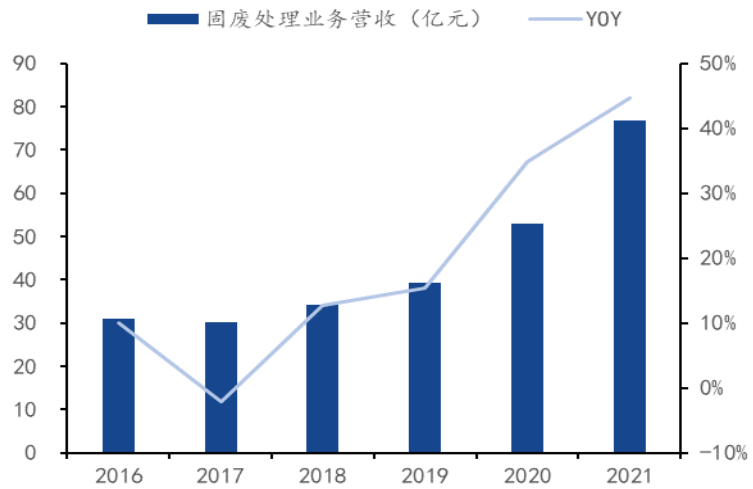
2021 年，公司新增投产水处理能力合计约 154 万吨/日，水处理能力达到 2500 吨/日，位于全国前列。同时，公司完成 15 个项目公司的调价调整，包括 1 家供水公司和 14 家污水处理公司，提升存量项目的盈利能力。

2.2、 2021 固废处理收入同比增长 45%，新增转运营规模 4000 吨/日

公司垃圾处理业务 2021 年实现营收 76.71 亿元，同比增长 45%，占总营收的

35%。2021年，公司9个垃圾焚烧和生物质项目完成试运营，建设转运营规模4000吨/日；签约、并购垃圾焚烧发电项目4400吨/日；焚烧处理能力明显提升。

图3：公司固废处理项目收入



资料来源：Wind，国海证券研究所

3、财务分析：净利率、ROE 继续提升

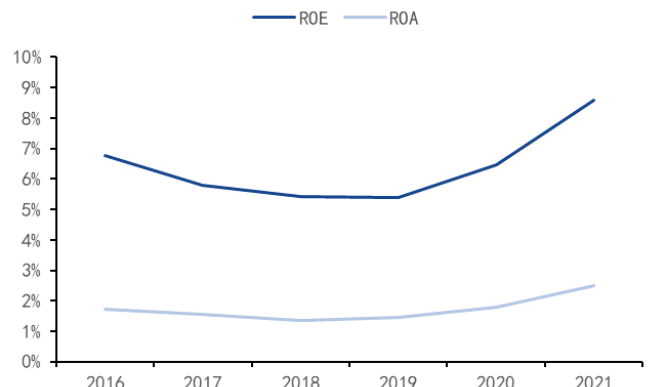
2021年，公司毛利率为30.82%，同比上升0.88pct；净利率为11.7%，同比上升3.37pct；主要受益于水环境综合治理业务和水务建造业务毛利率提升；同时新增7.2亿投资收益。受益净利率提升，2021年公司ROE为8.60%，同比提升2.15pct。

图4：2016-2021年公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图5：2016-2021年公司ROE、ROA

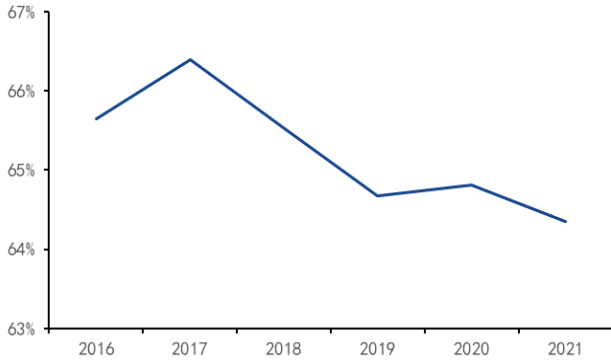


资料来源：Wind，国海证券研究所

2021年，公司资产负债率为64.35%，较去年同期下降0.46pct，较为平稳。公司经营活动现金净流量为31.45亿元，同比下降29.38%；主要由于执行14号准则，将确认为金融资产的在建PPP项目建造期间发生的建造支出由投资活动

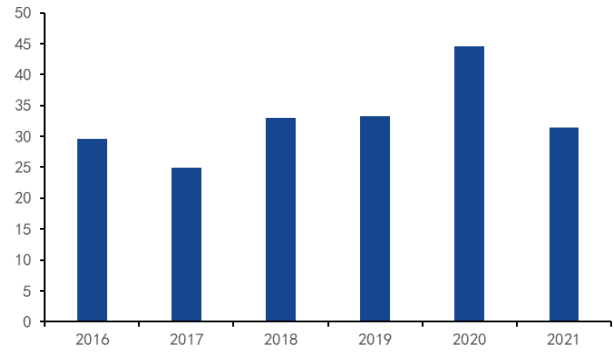
现金流变更为经营活动现金流。

图 6: 2016-2021 年公司资产负债率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

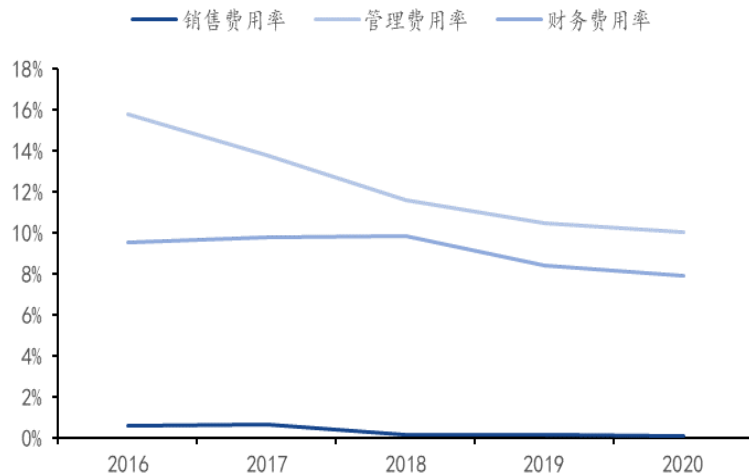
图 7: 2016-2021 年经营性净现金流 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2021 年, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.14%/9.14%/8.15%, 分别同比变动 0.03pct/-0.88pct/0.22pct; 均较为平稳。

图 8: 2016-2021 年公司三大费用率情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、富国首创 REIT 发行, 盘活存量资产

2021 年 6 月 21 日, 公司富国首创水务 REIT 于上交所正式挂牌交易, 成为首批试点公募 REITs 中唯一一家以污水处理基础设施为基础资产的产品。本次 REITs 发行将有助于盘活公司存量资产, 进一步提升公司发展质量。首批 REITs 是监管部门优中选优的产品, 具有示范作用, 同时表明公司项目、运营的高质量。

5、盈利预测与评级

我们认为，公司固废业务进入投运高峰期，有望保持较高增速，短期水务项目价格调整提升原有项目盈利水平，REIT 发行有助于进一步盘活存量资产。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 26.12/32.71/39.84 亿元，对应 PE 分别为 8/7/5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

6、风险提示

新增项目规模不及预期；在建项目落地进度不及预期；并购进度不及预期；应收账款计提减值风险；疫情反复风险。

附表：首创环保盈利预测表

证券代码:	600008				股价:	2.92	投资评级:	增持		日期:	2022/04/29
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值		2021A	2022E	2023E	2024E	
盈利能力					每股指标						
ROE	8%	9%	10%	11%	EPS		0.31	0.36	0.45	0.54	
毛利率	31%	32%	32%	33%	BVPS		3.73	4.09	4.53	5.08	
期间费率	17%	18%	18%	18%	估值						
销售净利率	10%	10%	11%	11%	P/E		10.94	8.21	6.55	5.38	
成长能力					P/B		0.91	0.71	0.64	0.58	
收入增长率	16%	17%	18%	16%	P/S		0.96	0.82	0.70	0.60	
利润增长率	56%	14%	25%	22%							
营运能力					利润表 (百万元)		2021A	2022E	2023E	2024E	
总资产周转率	0.21	0.22	0.22	0.23	营业收入	22233	26073	30783	35792		
应收账款周转率	3.77	3.88	3.86	3.85	营业成本	15381	17841	20880	24075		
存货周转率	18.22	16.90	17.52	17.67	营业税金及附加	281	369	420	489		
偿债能力					销售费用	30	35	41	48		
资产负债率	64%	66%	68%	68%	管理费用	2033	2518	2939	3406		
流动比	0.71	0.53	0.49	0.50	财务费用	1811	2179	2623	3044		
速动比	0.54	0.39	0.36	0.37	其他费用/(-收入)	140	137	170	199		
					营业利润	3316	3894	4814	5855		
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	-62	0	0	0		
现金及现金等价物	8237	4000	4500	5000	利润总额	3254	3894	4814	5855		
应收款项	6101	7002	8295	9664	所得税费用	652	966	1147	1377		
存货净额	1220	1543	1757	2025	净利润	2602	2928	3667	4477		
其他流动资产	5884	5732	6529	7394	少数股东损益	315	317	396	494		
流动资产合计	21442	18277	21081	24083	归属于母公司净利润	2287	2612	3271	3984		
固定资产	7407	8307	9030	9584							
在建工程	1460	1022	715	501	现金流量表 (百万元)		2021A	2022E	2023E	2024E	
无形资产及其他	75060	91646	106277	118363	经营活动现金流	3145	9377	9311	10497		
长期股权投资	1862	1436	915	344	净利润	2287	2612	3271	3984		
资产总计	107231	120688	138019	152875	少数股东权益	315	317	396	494		
短期借款	3387	4539	9139	10731	折旧摊销	2876	2387	2526	2708		
应付款项	11743	13983	16303	18752	公允价值变动	61	0	0	0		
预收帐款	0	467	275	374	营运资金变动	-3531	2505	1300	1250		
其他流动负债	14888	15758	17233	18438	投资活动现金流	-6441	-18356	-16227	-13557		
流动负债合计	30019	34747	42951	48295	资本支出	-8917	-19482	-17637	-15200		
长期借款及应付债券	34133	39933	45393	50428	长期投资	1879	464	563	615		
其他长期负债	4853	4853	4853	4853	其他	596	661	847	1028		
长期负债合计	38986	44786	50246	55281	筹资活动现金流	2661	4743	7416	3559		
负债合计	69005	79533	93197	103576	债务融资	947	6952	10060	6627		
股本	7341	7341	7341	7341	权益融资	5779	0	0	0		
股东权益	38226	41155	44822	49299	其它	-4065	-2209	-2644	-3067		
负债和股东权益总计	107231	120688	138019	152875	现金净增加额	-684	-4237	500	500		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保&专精特新小组介绍】

王宁，环保&专精特新团队首席分析师；法国 KEDGE 商学院硕士，中国人民大学学士，6 年证券从业经验，曾先后就职于民生证券、国信证券、方正证券。

张婉姝，对外经济贸易大学金融学硕士，曾先后就职于山西证券、方正证券，专注于固废、水务、第三方检测及专精特新板块研究。

【分析师承诺】

王宁，张婉姝，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【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。