

评级: 买入 (维持)

市场价格: 2.67

分析师: 汪磊

执业证书编号: S0740521070002

电话: 021-20315185

Email: wanglei01@r.qlzq.com.cn

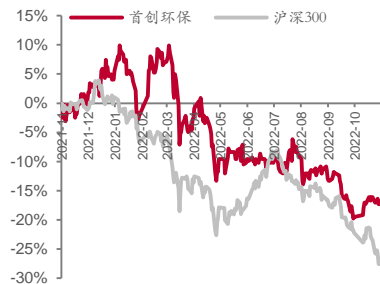
研究助理: 陈若西

Email: chenrx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	73.41
流通股本(亿股)	73.41
市价(元)	2.67
市值(亿元)	195.99
流通市值(亿元)	195.99

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1.《聚焦主业实现业绩高增，REITs盘活资产未来可期》
- 2.《“生态+2025”战略推进，持续稳健发展可期》

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,225	22,233	26,296	30,054	35,584
增长率 yoy%	28.96%	15.65%	18.28%	14.29%	18.40%
净利润(百万元)	1,470	2,287	2,412	2,822	3,341
增长率 yoy%	53.42%	55.58%	5.43%	17.02%	18.38%
每股收益(元)	0.20	0.31	0.33	0.38	0.46
每股现金流量	0.61	0.43	-1.22	0.43	1.05
净资产收益率	4%	6%	6%	7%	7%
P/E	13.3	8.6	8.1	6.9	5.9
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

备注: 股价取自 2022 年 10 月 30 日。

投资要点

- **事件:** 2022 年三季度, 公司实现营业收入 52.73 亿元, 同比下降 22.05%; 实现归母净利润 23.95 亿元, 同比增长 381.75%; 实现扣非归母净利润 4.98 亿元, 同比增长 7.23%。2022 年前三季度, 公司实现营业收入 151.98 亿元, 同比下降 2.83%; 实现归母净利润 32.52 亿元, 同比增长 66.04%; 实现扣非归母净利润 12.41 亿元, 同比增长 1.15%。
- **点评:**
- **非流动性资产交割完成, 多业态全产业链业务布局完成。**公司在三季度完成了新西兰公司、惠州首创水务有限公司、益阳首创水务有限责任公司的出售事宜, 其中出售新西兰公司产生投资收益约 24.98 亿元 (按交割日汇率), 对归母净利润影响约 17.96 亿元, 公司现金流水平持续改善, 同时资产负债率有所下降。此外, 公司按照协议约定持续推进对首创大气股权收购, 截至 10 月 29 日公司已持有首创大气 99.99% 股权, 至此, 公司已初步构建“水、固、气、能”多业态全产业链业务布局, 具备为客户解决综合环境治理需求的能力。
- **水固运营能力稳步提升, 新产能投运叠加技改盈利增强。**公司城镇水务业务已形成全国性的业务布局, 截至上半年, 水处理能力达到 2518.63 万吨/日, 位居国内水务行业前列。固废领域则受益于转商运项目增加、吨发电量提升、贴废调价等因素持续稳步增长。另外, 上半年合计 4200 吨/日的新增 6 个项目获得商业运营批复, 随着新建产能陆续投运, 公司业务规模持续扩大。此外, 针对存量项目, 公司在存量项目上, 通过技改、垃圾提质、精细化管理及一企一策等方法降本增效效果明显, 盈利能力同比有明显提升。
- **项目资源储备充足, 低成本多元化融资助力长期发展。**公司项目储备较为充足, 9 月份先后公告对外投资江苏省宿迁市泗洪县城南污水处理厂迁建工程 (一期) PP P 项目 (TOT 方式)、内蒙古自治区呼和浩特金桥经济技术开发区工业污水处理厂新建工程项目 (BOT 方式), 总规模分别为 10 万吨/日和 3 万吨/日的污水处理能力。据公司公告显示, 公司 2016 年至 2022 年上半年累计融资 313 亿元, 平均利率约为 3.89%, 低于同期基准贷款利率水平。2021 年发行的 REIT 作为首批试点公募 REITs 中唯一一家以污水处理基础设施为基础资产的产品, 得到市场广泛认可, 发行一年来, 以近 40% 的涨幅位居首批 9 支公募 REITs 涨幅榜首。
- **维持“买入”评级:** 随着公司水务业务的稳健推进以及固废业务的快速发展, 公司的持续成长有了保障, 而且 REITs 的发行将有效盘活存量资产, 公司估值有望提升, 看好公司未来成长性。预计公司 2022-2024 年营收分别为 262.96、300.54、355.

84 亿元，分别同比增长 18.28%、14.29%、18.40%；归母净利润分别为 24.12、28.22、33.41 亿元，分别同比增长 11.32%、21.71%、21.66%。EPS 分别为 0.35、0.38、0.46 元，对应 PE 分别为 8.1、6.9、5.9 倍。

- **风险提示：**政策推进不及预期、宏观经济超预期下行、市场竞争加剧、项目推进进度不及预期。

图表 1: 首创环保财务预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,237	12,801	17,768	22,789	营业收入	22,233	26,296	30,054	35,584
应收票据	197	306	345	0	营业成本	15,381	18,407	21,038	24,873
应收账款	5,904	6,420	7,441	8,703	税金及附加	281	394	510	641
预付账款	286	335	425	502	销售费用	30	47	54	142
存货	1,220	1,757	2,032	2,006	管理费用	2,033	2,823	3,226	3,914
合同资产	2,453	137	196	1,234	研发费用	140	79	90	157
其他流动资产	5,598	7,664	8,587	1,715	财务费用	1,811	1,177	1,142	1,059
流动资产合计	21,442	29,282	36,597	35,714	信用减值损失	-128	-70	-70	-70
其他长期投资	2,233	17,791	20,231	23,822	资产减值损失	-99	-19	-19	-19
长期股权投资	1,862	2,876	2,876	2,876	公允价值变动收益	-61	-21	-21	-34
固定资产	7,407	6,519	5,737	5,049	投资收益	868	211	211	211
在建工程	1,460	1,460	1,460	1,460	其他收益	158	206	206	206
无形资产	48,970	48,970	48,970	48,970	营业利润	3,316	3,672	4,298	5,088
其他非流动资产	23,858	10,391	10,391	10,391	营业外收入	28	23	23	23
非流动资产合计	85,789	88,006	89,665	92,568	营业外支出	90	21	21	21
资产合计	107,231	117,289	126,262	128,282	利润总额	3,254	3,674	4,300	5,090
短期借款	3,387	2,250	4,633	2,794	所得税	652	1,046	1,225	1,450
应付票据	7	13	18	24	净利润	2,602	2,628	3,075	3,640
应付账款	11,737	14,231	16,425	19,494	少数股东损益	315	216	253	299
预收款项	0	1,922	1,995	1,241	归属母公司净利润	2,287	2,412	2,822	3,341
合同负债	2,141	2,803	3,203	641	NOPLAT	4,050	3,469	3,892	4,397
其他应付款	2,830	2,865	2,865	2,865	EPS (按最新股本摊薄)	0.31	0.33	0.38	0.46
一年内到期的非流动负债	7,555	11,083	11,083	11,083					
其他流动负债	2,361	2,933	3,420	3,800					
流动负债合计	30,019	38,100	43,642	41,942					
长期借款	28,137	28,494	28,850	28,930					
应付债券	5,997	6,196	6,196	6,196					
其他非流动负债	4,853	5,393	5,393	5,393					
非流动负债合计	38,986	40,082	40,438	40,518					
负债合计	69,005	78,181	84,080	82,460					
归属母公司所有者权益	27,397	28,062	30,885	34,225					
少数股东权益	10,829	11,045	11,297	11,596					
所有者权益合计	38,226	39,107	42,182	45,822					
负债和股东权益	107,231	117,289	126,262	128,282					

现金流量表				
会计年度	单位:百万元			
	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,145	-8,943	3,166	7,711
现金收益	7,177	4,693	4,999	5,388
存货影响	-51	-537	-275	26
经营性应收影响	-907	-654	-1,131	-975
经营性应付影响	846	4,457	2,272	2,321
其他影响	-3,921	-16,903	-2,700	951
投资活动现金流	-6,441	12,670	203	129
资本支出	-19,689	-1	-1	-1
股权投资	1,014	-1,014	0	0
其他长期资产变化	12,234	13,685	204	130
融资活动现金流	2,661	838	1,597	-2,818
借款增加	3,027	2,947	2,739	-1,759
股利及利息支付	-3,102	-1,636	-1,678	-1,717
股东融资	5,779	0	0	0
其他影响	-3,043	-473	536	658

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	15.6%	18.3%	14.3%	18.4%
EBIT增长率	34.6%	-4.2%	12.2%	13.0%
归母公司净利润增长率	55.6%	5.4%	17.0%	18.4%
获利能力				
毛利率	30.8%	30.0%	30.0%	30.1%
净利率	11.7%	10.0%	10.2%	10.2%
ROE	6.0%	6.2%	6.7%	7.3%
ROIC	8.3%	6.2%	6.4%	7.1%
偿债能力				
资产负债率	64.4%	66.7%	66.6%	64.3%
债务权益比	130.6%	136.6%	133.1%	118.7%
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转天数	87	84	83	82
应付账款周转天数	264	254	262	260
存货周转天数	28	29	32	29
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.33	0.38	0.46
每股经营现金流	0.43	-1.22	0.43	1.05
每股净资产	3.73	3.82	4.21	4.66
估值比率				
P/E	9	8	7	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	50	68	62	57

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。