

首创环保 (600008. SH) / 环保

证券研究报告/公司点评

2022年4月10日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 3.26

分析师: 汪磊

执业证书编号: S0740521070002

电话: 021-20315185

Email: wanglei01@r.qlzq.com.cn

联系人: 郑汉林

Email: zhenghl@r.qlzq.com.cn

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	16.3	10.5	9.9	8.5	7.2
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7

备注: 股价取自 2022 年 4 月 8 日。

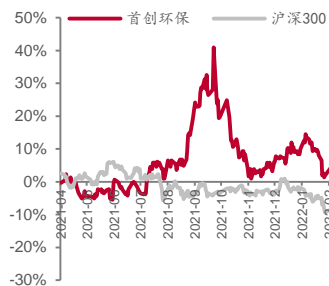
投资要点

- **事件:** 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%; 实现扣非归母净利润 16.34 亿元, 同比增长 19.52%。
- **点评:**
- **战略聚焦做强环保主业, 业绩大幅增长。** 公司聚焦环保产业并不断巩固环保业务主业地位, 随着公司固废处置、水处理产能增加以及生态环境项目按进度结算, 叠加部分地区存量水处理项目完成水价调整, 业绩大幅增长。据公司公告, 2021 年, 公司新增投产水处理能力约 146.04 万吨/日, 新增垃圾焚烧发电项目建设转运营规模 4000 吨/日。截至 2021 年, 公司水处理能力达到 2500 万吨/日, 垃圾处理量总设计规模为约 1437 万吨/年, 拆解电器及电子设备量总设计规模约为 320 万件/年。此外, 公司处置股权投资确认投资收益约 7.2 亿元, 包括合营企业通用首创水务投资 (已注销) 将其持有的深圳水务 40% 的股权转让给深圳环境水务集团等事项增加利润 6.04 亿元, 处置子公司九江首创利池 60% 股权增加利润 1.16 亿元, 在很大程度上推动公司业绩大幅增长。
- **精益运营+精细管理, 公司经营效益和盈利水平稳步提升。** 公司持续开展精细化管理, 以生产运营关键环节和要素为管理抓手, 加强能力建设, 推动项目运营效率提升, 推动存量项目提质增效, 各细分业务存量项目运行情况显著优化。受益于公司“精益运营+精细管理”推进, 以及部分地区水处理价格调升和高毛利率的污水水处理业务收入大幅增长, 公司盈利水平稳步提升。2021 年, 公司毛利率、净利率、ROE 分别为 30.82%、11.70%、8.60%, 分别较 2020 年同期增加 2.15、0.88、3.37pct。
- **项目资源储备充足, 未来业绩有望持续稳步增长。** 2021 年, 公司累计新增项目 74 个, 签约规模达 189 亿元。轻资产项目方面, 2021 年累计获取轻资产项目 51 个, 签约规模合计 120 亿元, 较上年同期提升 122%。其中, 城镇水务业务获取项目 31 个, 生态环境业务获取项目 9 个, 签约规模分别为 50 亿元、67 亿元。重资产项目方面, 2021 年累计获取重资产项目 23 个, 签约规模 69 亿元。其中, 城镇水务业务新签约项目 21 个、金额 53 亿元, 新增水处理能力 95 万吨/日; 签约、并购焚烧发电业务项目 2 个、处理能力 4400 吨/日。
- **“生态+2025”战略规划有序推进, 推动公司稳健持续发展。** 公司全面升级“水、固、气、能”业务组合, 基于“水务+固废”业务布局, 优化确定“5+4+1”的业务组合, 即城镇水务、固废处理、大气工业、生态治理、资源能源 5 个基础业务, 工程技术、环保装备、智慧环保、资产管理 4 个价值链业务, 科技创新 1 个支撑业务。其中, 大气工业及环保装备等业务开展, 公司正通过收购和整合首创大气的方式实现, 以完成

基本状况

总股本(亿股)	73.41
流通股本(亿股)	73.41
市价(元)	3.26
市值(亿元)	239.30
流通市值(亿元)	239.30

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》

公司整体业务布局。公司基于过往优势产业，持续拓展业务领域，夯实公司市场竞争力和开拓业绩来源，保障公司未来持续稳健发展。

- **持续推进 REITs 发行，有效盘活存量资产推动资产结构优化。**2021 年，公司富国首创水务 REIT 成功发行，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。公司 REITs 产品成功发行，有助于公司盘活存量资产，优化负债结构，降低财务风险。预计未来公司将持续推动存量水务资产发行 REITs 产品，进一步盘活存量资产，形成投资良性循环，助力公司持续稳健发展。
- **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%；考虑到公司业务发展趋势，毛利率亦趋于平稳，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 24.12、28.22、33.41 亿元（调整前 2022、2023 年预测为 25.46、30.99 亿元），分别同比增长 11.32%、21.71%、21.66%。EPS 分别为 0.35、0.42、0.51 元，对应 PE 分别为 9.4、7.7、6.3 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					单位:百万元				利润表					单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E			
货币资金	8,237	12,802	17,768	22,791	营业收入	22,233	26,296	30,054	35,584	营业成本	15,381	18,407	21,038	24,873			
应收票据	197	306	345	0	税金及附加	281	394	510	641	销售费用	30	47	54	142			
应收账款	5,904	6,420	7,441	8,703	管理费用	2,033	2,823	3,226	3,914	研发费用	140	79	90	157			
预付账款	286	335	425	502	财务费用	1,811	1,177	1,142	1,059	信用减值损失	-128	-70	-70	-70			
存货	1,220	1,757	2,032	2,005	资产减值损失	-99	-19	-19	-19	公允价值变动收益	-61	-21	-21	-34			
合同资产	2,453	137	196	1,234	投资收益	868	211	211	211	其他收益	158	206	206	206			
其他流动资产	5,598	7,664	8,587	1,715	营业利润	3,316	3,672	4,298	5,088	营业外收入	28	23	23	23			
流动资产合计	21,442	29,283	36,598	35,715	营业外支出	90	21	21	21	利润总额	3,254	3,674	4,300	5,090			
其他长期投资	2,233	17,791	20,231	23,822	所得税	652	1,046	1,225	1,450	净利润	2,602	2,628	3,075	3,640			
长期股权投资	1,862	2,876	2,876	2,876	少数股东损益	315	216	253	299	归属母公司净利润	2,287	2,412	2,822	3,341			
固定资产	7,407	6,518	5,736	5,048	NOPLAT	4,050	3,469	3,892	4,397	EPS (按最新股本摊薄)	0.31	0.33	0.38	0.46			
在建工程	1,460	1,460	1,460	1,460	主要财务比率												
无形资产	48,970	48,970	48,970	48,970	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E								
其他非流动资产	23,858	10,391	10,391	10,391	成长能力												
非流动资产合计	85,789	88,006	89,664	92,567	营业收入增长率	15.6%	18.3%	14.3%	18.4%								
资产合计	107,231	117,289	126,262	128,282	EBIT增长率	34.6%	-4.2%	12.2%	13.0%								
短期借款	3,387	2,250	4,633	2,794	归母公司净利润增长率	55.6%	5.4%	17.0%	18.4%								
应付票据	7	13	18	24	获利能力												
应付账款	11,737	14,231	16,425	19,494	毛利率	30.8%	30.0%	30.0%	30.1%								
预收款项	0	1,922	1,995	1,241	净利率	11.7%	10.0%	10.2%	10.2%								
合同负债	2,141	2,803	3,203	641	ROE	6.0%	6.2%	6.7%	7.3%								
其他应付款	2,830	2,865	2,865	2,865	ROIC	8.3%	6.2%	6.4%	7.1%								
一年内到期的非流动负债	7,555	11,083	11,083	11,083	偿债能力												
其他流动负债	2,361	2,933	3,420	3,800	资产负债率	64.4%	66.7%	66.6%	64.3%								
流动负债合计	30,019	38,100	43,642	41,942	债务权益比	130.6%	136.6%	133.1%	118.7%								
长期借款	28,137	28,494	28,850	28,930	流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9								
应付债券	5,997	6,196	6,196	6,196	速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8								
其他非流动负债	4,853	5,393	5,393	5,393	营运能力												
非流动负债合计	38,986	40,082	40,438	40,518	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3								
负债合计	69,005	78,181	84,080	82,460	应收账款周转天数	87	84	83	82								
归属母公司所有者权益	27,397	28,062	30,885	34,225	应付账款周转天数	264	254	262	260								
少数股东权益	10,829	11,045	11,297	11,596	存货周转天数	28	29	32	29								
所有者权益合计	38,226	39,107	42,182	45,822	每股指标 (元)												
负债和股东权益	107,231	117,289	126,262	128,282	每股收益	0.31	0.33	0.38	0.46								
现金流量表					单位:百万元												
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	资产回报率	64.4%	66.7%	66.6%	64.3%								
经营活动现金流	3,145	-8,943	3,167	7,711	债务权益比	130.6%	136.6%	133.1%	118.7%								
现金收益	7,177	4,693	4,999	5,387	流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9								
存货影响	-51	-537	-275	27	速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8								
经营性应收影响	-907	-654	-1,131	-975	营运能力												
经营性应付影响	846	4,457	2,272	2,321	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3								
其他影响	-3,921	-16,903	-2,698	951	应收账款周转天数	87	84	83	82								
投资活动现金流	-6,441	12,670	203	129	应付账款周转天数	264	254	262	260								
资本支出	-19,689	0	0	0	存货周转天数	28	29	32	29								
股权投资	1,014	-1,014	0	0	每股指标 (元)												
其他长期资产变化	12,234	13,684	203	129	每股收益	0.31	0.33	0.38	0.46								
融资活动现金流	2,661	838	1,597	-2,818	每股经营现金流	0.43	-1.22	0.43	1.05								
借款增加	3,027	2,947	2,739	-1,759	每股净资产	3.73	3.82	4.21	4.66								
股利及利息支付	-3,102	-1,636	-1,678	-1,717	估值比率												
股东融资	5,779	0	0	0	P/E	10	10	8	7								
其他影响	-3,043	-473	536	658	P/B	1	1	1	1								
					EV/EBITDA	46	62	57	52								

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。