



首创股份(600008.SH)

【联讯环保年报点评】首创股份：继续强化水务优势，海绵城市取得突破

2017年04月05日

投资要点

增持(首次评级)

当前价：4.26元

电力环保行业研究组

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001

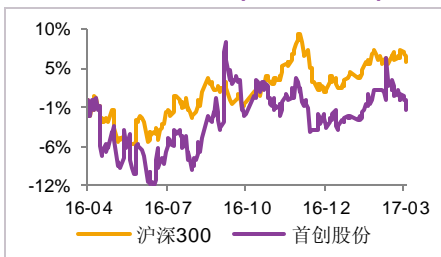
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：邓晖

电话：18810806632

邮箱：denghui@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	7912	9548	10964	12512
(+/-)	12.0%	20.7%	14.8%	14.1%
净利润	646	814	957	1096
(+/-)	-7.9%	25.9%	17.6%	14.6%
EPS(元)	0.13	0.17	0.20	0.23
P/E	33.62	25.24	21.47	18.73

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

◇ 事件：2016 年报

3月29日，公司公布2016年报，实现收入79.1亿，同比增长12%；归母净利润6.1亿，同比增长13.9%；扣非归母净利润4.4亿，同比增长75%；EPS 0.13元，同比增长13.5%；利润分配拟10派0.8元。

◇ 水务、工程、固废快速增长，配套费用相应增加

扣非归母净利润增长率较扣非前低61pct，主要由于上年10月1日收购新西兰为同一控制下企业合并影响。归母净利润同比增加0.8亿元，主要由于固废、工程、水务快速增长新增毛利3.3亿元；投资收益增加1.8亿元，其中新西兰Transwaste公司垃圾收集填埋业务贡献0.6亿元，水务投资公司贡献0.2亿元，出售参股股权收益增加0.5亿元；新项目增加人工成本1.8亿元；收购新西兰公司及新加坡ECO公司影响财务费用增加2.0亿元。

◇ 继续强化水务优势，ABS 拓宽融资渠道

水务业务收入23.1亿元，其中污水处理收入12.1亿元，同比增加15%，毛利率36%，减少7.3pct；供水收入11.0亿元，同比增加27%，毛利率21%，减少7.1pct，主要是供水需求增加及新增广元、新乡项目。水务业务2016年新投产规模119万吨/日，建设投资11.6亿元，累计已完成43.5亿元水务在建项目的38%，剩余投资额27亿元。本期对外股权投资项目中，水务投资业务14亿元，占对外总投资额的64%。2017年3月10日，首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划获得上交所挂牌转让无异议函，产品总规模5.3亿元，获AAA评级，ABS产品的率先成功发行将进一步降低融资成本增加融资规模，为下一步公司业务扩张提供资金保障。

◇ 海绵城市订单取得突破，固废业务稳健发展

环保建设收入14.5亿元，同比增加22%；毛利率35%，同比增加6.8pct。2016年公司在海绵城市建设订单取得突破，拿下宁夏固原市海绵城市PPP项目50亿项目，是全国第二批海绵城市建设试点项目，一期投资38亿元。垃圾处理收入30.9亿元，同比增加10%；毛利率31%，同比持平，业务发展稳健。土地开发收入5.3亿元，同比降低15%；毛利率21%，同比增加20.1pct，主要是本期继续退出土地开发业务，集中精力拓展水务、固废业务。京通快速路通行费收入3.9亿元，同比持平；毛利率66%，同比持平。

◇ 盈利预测及投资建议

公司继续发展优势的水务业务，并购及新设固废项目，打开海绵城市建设市场，保障公司业务继续较快发展。预计17/18/19年，公司归母净利润分别为8.1亿元、9.6亿元、11.0亿元，EPS分别为0.17元、0.20元、0.23元，对应PE为25、21、19倍，结合公司固废、水务业务结构，参考可比公司估



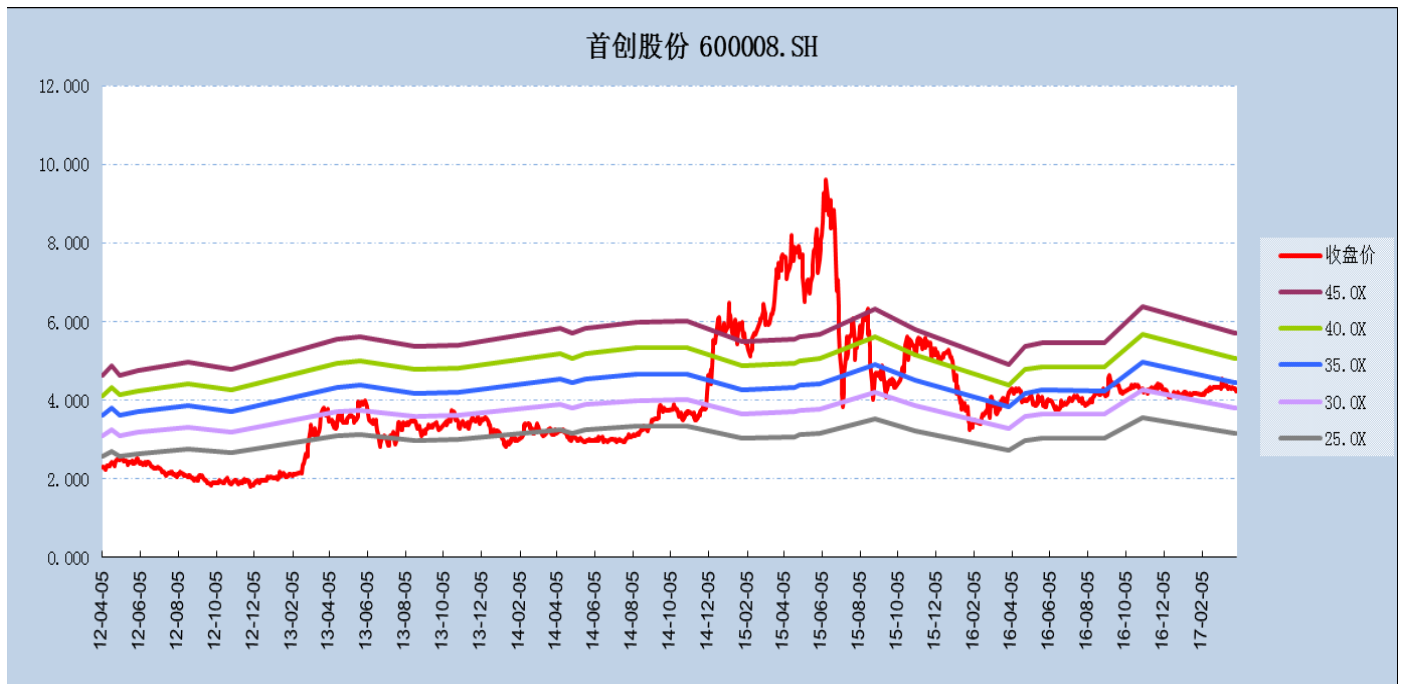
值，给予“增持”评级。

◇ 风险提示

秸秆和垃圾焚烧项目建设进度风险，海绵城市建设进度风险

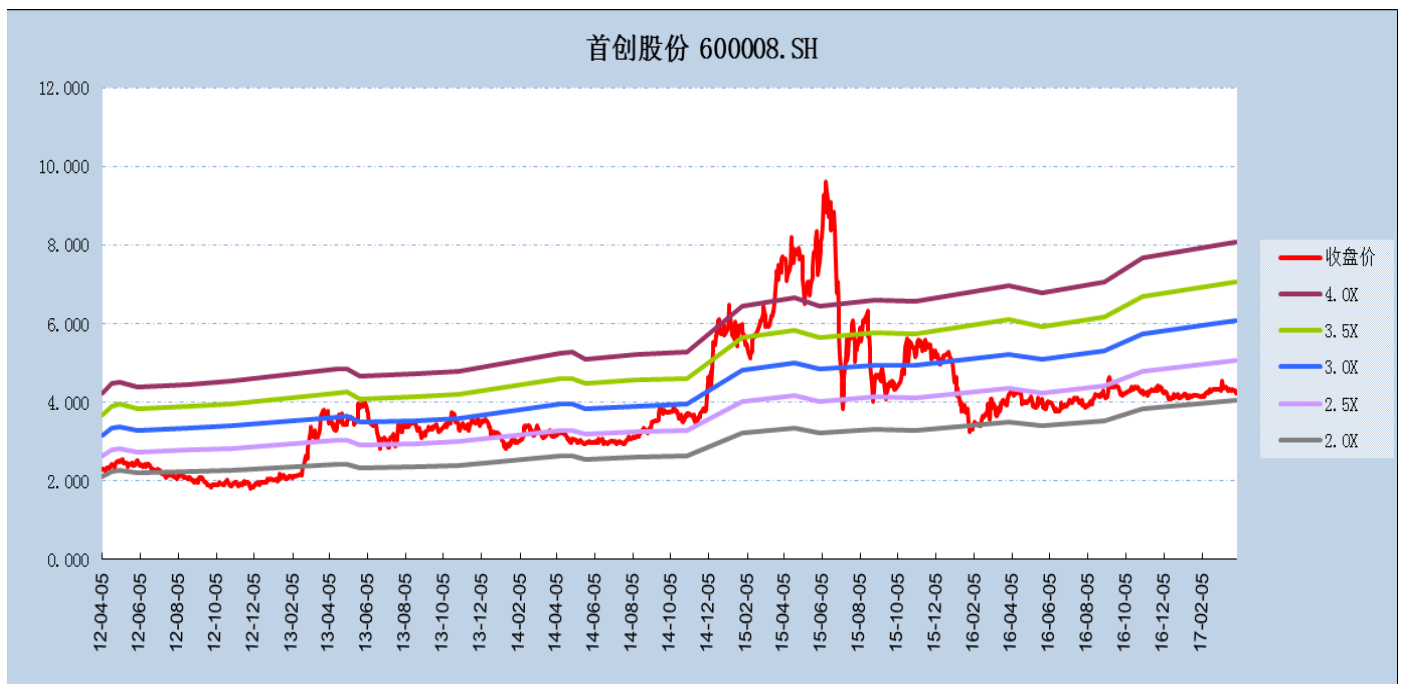


图表1: 首创股份 PE band (TTM)



资料来源: 联讯证券

图表2: 首创股份 PB band



资料来源: 联讯证券



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7912	9548	10964	12512	净利润	646	814	957	1096
营业成本	5306	6495	7411	8453	折旧摊销	1058	1966	1966	1981
营业税金及附加	110	133	153	175	财务费用	754	794	768	750
销售费用	45	54	62	71	经营性应收项目变动净额	-857	1557	-2540	1448
管理费用	1253	1512	1736	1981	经营活动净现金流	3014	-1235	5621	-1144
财务费用	754	794	768	750	投资活动净现金流	-3888	-390	-466	-554
资产减值损失	60	16	16	16	筹资活动净现金流	-239	-509	-3136	-290
营业利润	673	799	1011	1212	现金净增加额	-1070	-2134	2018	-1988
营业外收入	284	229	229	229	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	9	28	28	28	成长能力				
利润总额	949	1000	1211	1413	营业收入增长率	12%	21%	15%	14%
所得税	303	186	255	317	营业利润增长率	-5%	19%	26%	20%
净利润	646	814	957	1096	归属母公司净利润增长率	14%	33%	18%	15%
少数股东损益	35	0	0	0	获利能力				
归属母公司净利润	611	814	957	1096	毛利率	32.94%	31.97%	32.40%	32.44%
EPS (元)	0.13	0.17	0.20	0.23	净利率	8.17%	8.52%	8.73%	8.76%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	4.28%	4.54%	5.26%	5.52%
货币资金	3207	1073	3091	1103	ROE	6.27%	8.09%	9.16%	10.08%
应收账款	7274	5608	9141	7688	偿债能力				
存货	1193	7168	2371	8510	资产负债率	65%	65%	66%	66%
流动资产合计	12320	14495	15249	17946	流动比率	122%	134%	153%	162%
固定资产	6249	6399	5181	5468	营运能力				
无形资产	15908	14328	12748	11169	总资产周转率	0.21	0.24	0.29	0.32
资产总计	38509	39498	37635	39185	应收账款周转率	3.77	6.43	4.16	6.05
应付账款	4644	4535	5528	5522	每股指标(元)				
短期借款	1018	1792	0	1119	每股收益	0.13	0.17	0.20	0.23
流动负债合计	5662	6327	5528	6641	每股经营现金	0.63	-0.26	1.17	-0.24
长期借款	12935	12935	12935	12935	每股净资产	2.02	2.09	2.17	2.26
负债合计	24902	25568	24769	25882	估值比率				
所有者权益	13615	13938	14319	14755	P/E	33.62	25.24	21.47	18.73
负债和所有者权益合计	38517	39506	39087	40637	P/B	2.11	2.04	1.97	1.89

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com