

2017年07月19日

首创股份 (600008.SH)

公司快报

污水、垃圾处理 PPP 模式将深入推广，看好公司投资规模扩张潜力

电力及公用事业 | 环保 III

| | |
|----------------|----------|
| 投资评级 | 增持-A(上调) |
| 6个月目标价 | 6.15元 |
| 股价(2017-07-18) | 5.59元 |

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 26,947.23 |
| 流通市值(百万元) | 26,947.23 |
| 总股本(百万股) | 4,820.61 |
| 流通股本(百万股) | 4,820.61 |
| 12个月价格区间 | 3.80/8.44元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | | | |
|------|--------|--------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | -23.33 | -23.54 | 32.48 |
| 绝对收益 | -21.27 | -24.61 | 36.84 |

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

宋怡萱
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20655737

相关报告

首创股份：环境综合治理实力增强，PPP 订单增量可期 2016-08-31

投资要点

事件：7月14日，公司发布公告披露8个对外投资项目，建设内容涵盖污水处理、自来水供应及水系综合治理，投资对象包括存量项目及新建项目。

◆ **政策层面对 PPP 模式在污水、垃圾处理领域的推广起到实质性作用：**2017年7月3日，发改委发布《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》旨在盘活基础设施存量资产、提高基础设施运营效率；7月18日财政部等四部委继而联合发布《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》，“全面实施”凸显 PPP 模式将在污水、垃圾处理存量及新建项目中的推广力度之大，行业龙头有望凭借更专业的运营能力取得存量项目特许经营权，扩充产能，提升业绩增长潜力。

◆ **受益于 PPP 模式在污水、垃圾处理存量及新建项目的大力推广，公司产能有望持续攀升：**截至2016年末，公司通过参股及控股项目公司合计拥有已投污水处理能力1,988万吨/日，其中自来水供应产能1,078.15万吨/日，污水处理产能910.09万吨/日；在建项目计划产能263.17万吨/日。2017年对外投资计划涵盖污水处理产能逾57.7万吨/日，自来水供应产能逾26.44万吨/日。

7月14日新增投资项目中，贵州省普定县水务一体化 PPP 项目将分两批进行合作：其中存量及在建项目拟通过 TOT 模式进行合作，特许经营权转让价款暂定为20,068.03万元；拟建的南部片区供水工程拟通过 BOT 模式进行合作，预计总投资约人民币27,035万元。未来公司对存量项目的承接量有望快速增长。

◆ **非公开发行有望缓解公司资金压力：**公司非公开发行 A 股事项已获得证监会受理，若进展顺利，本次非公开发行将募集资金不超过41.13亿元，扣除发行费用后用于三项污水处理项目、三项供水类项目以及补充流动资金。截至2017年第一季度末，公司资产负债率为66.99%，处于行业较高水平，本次非公开发行有望优化公司资产结构，降低财务风险。

◆ **投资建议** 若公司非公开发行事项于2018年初完成，我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.15、0.16和0.18元，给予公司增持-A建议，6个月目标价为6.15元，相当于2017年41倍的动态市盈率，相对同行业的估值溢价主要是考虑到雄安新区建设将对水务公司，尤其是具备环境综合治理能力的公司产生较大业务需求。

◆ **风险提示：**行业竞争加剧、PPP 项目落地不达预期

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 7,061.5 | 7,912.0 | 9,771.3 | 11,982.3 | 13,706.7 |
| 同比增长(%) | 26.3% | 12.0% | 23.5% | 22.6% | 14.4% |
| 营业利润(百万元) | 706.5 | 673.2 | 958.9 | 1,179.3 | 1,283.9 |
| 同比增长(%) | -7.3% | -4.7% | 42.4% | 23.0% | 8.9% |
| 净利润(百万元) | 536.3 | 610.9 | 746.0 | 908.2 | 1,014.2 |
| 同比增长(%) | -12.1% | 13.9% | 22.1% | 21.7% | 11.7% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.13 | 0.15 | 0.16 | 0.18 |
| PE | 50.3 | 44.1 | 36.1 | 35.6 | 31.9 |
| PB | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 2.4 | 2.3 |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

7月14日，公司发布公告披露8个对外投资项目，建设内容涵盖污水处理、自来水供应及水系综合治理，投资对象包括存量项目及新建项目。**我们认为公司市政水务与垃圾处理业务与当前PPP政策走向契合度高，发展空间大。**

政策层面对PPP模式在污水、垃圾处理领域的推广起到了实质性的作用。2017年7月3日，发改委发布《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》旨在盘活基础设施存量资产、提高基础设施运营效率；7月18日财政部等四部委继而联合发布《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》，“全面实施”凸显PPP模式将在污水、垃圾处理存量及新建项目中的推广力度之大，行业龙头有望凭借更专业的运营能力取得存量项目特许经营权，扩充产能，提升业绩增长潜力。

表1：2016年12月以来PPP相关政策

| 发布时间 | 政策名称 |
|------------------|--|
| 2016/12/26 | 《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》 |
| 2017/2/17 | 《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务的通知》 |
| 2017/5/3 | 《政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券发行指引》 |
| 2017/6/19 | 《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》 |
| 2017/7/3 | 《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》 |
| 2017/7/18 | 《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》 |

资料来源：政府网站，华金证券研究所

受益于PPP模式在污水、垃圾处理存量及新建项目的大力推广，公司产能有望进一步攀升。截至2016年末，公司通过参股及控股项目公司合计拥有已投运水处理能力1,988万吨/日，其中自来水供应产能1,078.15万吨/日，污水处理产能910.09万吨/日；在建项目计划产能263.17万吨/日。2017年对外投资计划涵盖污水处理产能逾57.7万吨/日，自来水供应产能逾26.44万吨/日。

2017年7月14日新增投资项目中，贵州省普定县水务一体化PPP项目将分两批进行合作：其中存量及在建项目拟通过TOT模式进行合作，特许经营权转让价款暂定为20,068.03万元；拟建的南部片区供水工程拟通过BOT模式进行合作，预计总投资约人民币27,035万元。未来公司对存量项目的承接量有望快速增长。

表2：2017年公司公告的水务板块对外投资项目（标红为7月14日新增投资项目）

| 公告时间 | 项目名称 | 建设内容 | 项目规模 (吨/日) | 项目金额 (万元) | 出资比例 |
|------------------|--|------|---------------|--------------|------|
| 2017/7/14 | 常熟市农村分散式污水处理（二期）PPP项目第二标段 | 污水处理 | 2,926.56 | 12,500 | 65% |
| 2017/7/14 | 贵州省普定县水务一体化PPP项目 | 供水 | 77000 | 40,200 | 80% |
| | | 污水处理 | 15000 | 6903.48 | |
| 2017/7/14 | 福建省福州市仓山龙潭阳岐水系综合治理及运营维护PPP（政府和社会资本合作）项目 | 水系治理 | - | 160000 | 51% |
| 2017/7/14 | 胶州市水环境治理工程（南片区）项目之污水处理厂特许经营协议 | 污水处理 | 38100 | 54,577 | 100% |
| 2017/7/14 | 颍上县城市地表水厂及配套管网一期建设工程PPP项目 | 供水 | 180000 | 27,180 | 88% |
| 2017/7/14 | 北京市通州区马驹桥镇过渡性污水处理站BOT项目 | 污水处理 | 25000 | 14,753 | 100% |
| 2017/7/14 | 四川省宜宾市屏山县六个乡镇供水厂TOT项目 | 供水 | 7,430 | 6,329.40 | 95% |
| 2017/7/14 | 山东省临沂市郯城县污水处理厂二期扩建项目 | 污水处理 | 20000 | 3,350 | 100% |
| 2017/4/18 | 山西省太谷县第二污水处理厂BOT（建设-运营-移交）项目 | 污水处理 | 20000 | 6,927 | 100% |

| | | | | | |
|-----------|---|------|--------|-----------|------|
| 2017/2/23 | 淮南首创水务有限责任公司第一污水处理厂二期扩建 PPP (政府和社会资本合作) 项目 | 污水处理 | 50000 | 16,732.55 | 92% |
| 2017/2/23 | 揭阳市揭东区 (含蓝城、空港) 污水处理设施整区打包 PPP (政府和社会资本合作) 项目 | 污水处理 | 56000 | 64,207.47 | 100% |
| 2017/2/4 | 山西省长治市污水处理特许经营 PPP 项目 | 污水处理 | 275000 | 100,000 | 100% |
| 2017/1/10 | 浙江省嵊新污水处理厂二期扩建 PPP (政府和社会资本合作) 项目 | 污水处理 | 75000 | 36,000 | 90% |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 7,061.5 | 7,912.0 | 9,771.3 | 11,982.3 | 13,706.7 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 4,780.6 | 5,305.7 | 6,695.9 | 8,299.2 | 9,633.3 | 营业收入增长率 | 26.3% | 12.0% | 23.5% | 22.6% | 14.4% |
| 营业税费 | 96.5 | 110.4 | 140.1 | 167.5 | 193.1 | 营业利润增长率 | -7.3% | -4.7% | 42.4% | 23.0% | 8.9% |
| 销售费用 | 50.1 | 44.7 | 164.6 | 142.1 | 157.0 | 净利润增长率 | -12.1% | 13.9% | 22.1% | 21.7% | 11.7% |
| 管理费用 | 1,061.1 | 1,252.8 | 1,501.7 | 1,846.4 | 2,129.6 | EBITDA 增长率 | 11.8% | 20.3% | 14.9% | 13.7% | 4.5% |
| 财务费用 | 551.3 | 753.9 | 533.1 | 553.8 | 522.7 | EBIT 增长率 | -4.3% | 13.5% | 4.5% | 16.2% | 4.2% |
| 资产减值损失 | -23.6 | 59.9 | 45.8 | 27.4 | 44.4 | NOPLAT 增长率 | -8.0% | 1.8% | 14.1% | 17.2% | 4.2% |
| 加:公允价值变动收益 | 31.6 | -21.8 | 16.2 | 2.7 | -7.2 | 投资资本增长率 | 44.9% | 10.2% | 12.5% | 1.8% | -3.1% |
| 投资和汇兑收益 | 129.5 | 310.4 | 252.4 | 230.8 | 264.5 | 净资产增长率 | 51.3% | 15.4% | -8.7% | 44.0% | 2.8% |
| 营业利润 | 706.5 | 673.2 | 958.9 | 1,179.3 | 1,283.9 | | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 217.3 | 275.5 | 200.8 | 231.2 | 235.8 | 盈利能力 | | | | | |
| 利润总额 | 923.9 | 948.7 | 1,159.7 | 1,410.5 | 1,519.7 | 毛利率 | 32.3% | 32.9% | 31.5% | 30.7% | 29.7% |
| 减:所得税 | 222.5 | 302.5 | 297.9 | 352.6 | 379.9 | 营业利润率 | 10.0% | 8.5% | 9.8% | 9.8% | 9.4% |
| 净利润 | 536.3 | 610.9 | 746.0 | 908.2 | 1,014.2 | 净利润率 | 7.6% | 7.7% | 7.6% | 7.6% | 7.4% |
| | | | | | | EBITDA/营业收入 | 29.2% | 31.3% | 29.1% | 27.0% | 24.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 17.8% | 18.0% | 15.3% | 14.5% | 13.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 资产负债率 | 67.3% | 65.6% | 70.6% | 63.0% | 63.0% |
| 货币资金 | 3,920.2 | 3,207.2 | 2,931.4 | 6,697.0 | 8,224.0 | 负债权益比 | 206.1% | 191.1% | 239.6% | 170.6% | 170.6% |
| 交易性金融资产 | 120.6 | 80.1 | 96.3 | 99.0 | 91.8 | 流动比率 | 1.22 | 1.24 | 0.99 | 1.05 | 1.02 |
| 应收帐款 | 2,511.2 | 2,960.4 | 4,652.4 | 4,214.9 | 3,600.9 | 速动比率 | 0.88 | 1.13 | 0.82 | 0.91 | 0.85 |
| 应收票据 | 10.5 | 41.0 | 19.4 | 34.4 | 34.0 | 利息保障倍数 | 2.28 | 1.89 | 2.80 | 3.13 | 3.46 |
| 预付帐款 | 2,179.4 | 4,272.7 | 1,941.0 | 2,872.1 | 2,663.9 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 3,907.3 | 1,192.8 | 2,292.4 | 2,398.1 | 3,104.4 | 固定资产周转天数 | 193 | 215 | 177 | 136 | 105 |
| 其他流动资产 | 1,424.7 | 1,563.3 | 1,077.6 | 1,355.2 | 1,332.0 | 流动营业资本周转天数 | 223 | 168 | 104 | 63 | 35 |
| 可供出售金融资产 | 192.6 | 216.7 | 165.0 | 191.4 | 191.0 | 流动资产周转天数 | 647 | 623 | 485 | 461 | 482 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 135 | 124 | 140 | 133 | 103 |
| 长期股权投资 | 1,611.7 | 1,925.0 | 1,925.0 | 1,925.0 | 1,925.0 | 存货周转天数 | 189 | 116 | 64 | 70 | 72 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 1,563 | 1,724 | 1,507 | 1,361 | 1,289 |
| 固定资产 | 4,648.5 | 4,804.2 | 4,780.7 | 4,257.1 | 3,733.5 | 投资资本周转天数 | 974 | 1,081 | 975 | 849 | 737 |
| 在建工程 | 973.6 | 1,444.5 | 1,444.5 | 1,444.5 | 1,444.5 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 10,254.1 | 12,903.8 | 16,073.0 | 18,094.7 | 18,542.7 | 销售费用率 | 0.7% | 0.6% | 1.7% | 1.2% | 1.1% |
| 其他非流动资产 | 4,371.0 | 5,023.4 | 4,799.0 | 4,822.5 | 4,866.6 | 管理费用率 | 15.0% | 15.8% | 15.4% | 15.4% | 15.5% |
| 资产总额 | 36,125.2 | 39,635.1 | 42,197.6 | 48,405.9 | 49,754.4 | 财务费用率 | 7.8% | 9.5% | 5.5% | 4.6% | 3.8% |
| 短期债务 | 2,765.3 | 1,017.6 | 3,437.9 | 5,000.0 | 6,393.0 | 三费/营业收入 | 23.5% | 25.9% | 22.5% | 21.2% | 20.5% |
| 应付帐款 | 2,713.5 | 3,441.8 | 3,641.6 | 5,290.1 | 5,288.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | 23.6 | 0.4 | 45.7 | 2.1 | 53.0 | ROE | 6.3% | 6.3% | 8.8% | 6.6% | 7.2% |
| 其他流动负债 | 5,988.7 | 6,309.5 | 6,007.8 | 6,524.8 | 7,005.6 | ROA | 1.9% | 1.6% | 2.0% | 2.2% | 2.3% |
| 长期借款 | 8,193.2 | 11,241.3 | 12,070.9 | 9,292.9 | 8,298.3 | ROIC | 6.1% | 4.3% | 4.4% | 4.6% | 4.8% |
| 其他非流动负债 | 4,640.7 | 4,009.8 | 4,568.2 | 4,406.2 | 4,328.1 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 24,324.9 | 26,020.4 | 29,772.1 | 30,516.1 | 31,365.9 | DPS(元) | 0.08 | 0.08 | 0.10 | 0.10 | 0.11 |
| 少数股东权益 | 3,264.5 | 3,876.7 | 3,986.8 | 4,134.0 | 4,256.8 | 分红比率 | 67.4% | 63.1% | 61.5% | 64.0% | 62.9% |
| 股本 | 2,410.3 | 4,820.6 | 4,820.6 | 5,784.7 | 5,784.7 | 股息收益率 | 1.3% | 1.4% | 1.7% | 1.8% | 2.0% |
| 留存收益 | 5,513.9 | 3,382.8 | 3,618.0 | 7,971.1 | 8,347.0 | | | | | | |
| 股东权益 | 11,800.3 | 13,614.7 | 12,425.5 | 17,889.9 | 18,388.5 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EPS(元) | 0.11 | 0.13 | 0.15 | 0.16 | 0.18 |
| 净利润 | 701.4 | 646.2 | 746.0 | 908.2 | 1,014.2 | BVPS(元) | 1.77 | 2.02 | 1.75 | 2.38 | 2.44 |
| 加:折旧和摊销 | 825.4 | 1,058.3 | 1,354.4 | 1,501.8 | 1,575.6 | PE(X) | 50.3 | 44.1 | 36.1 | 35.6 | 31.9 |
| 资产减值准备 | -23.6 | 59.9 | - | - | - | PB(X) | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 2.4 | 2.3 |
| 公允价值变动损失 | -31.6 | 21.8 | 16.2 | 2.7 | -7.2 | P/FCF | -10.2 | -16.9 | 19.4 | -44.1 | 15.6 |
| 财务费用 | 551.3 | 753.9 | 533.1 | 553.8 | 522.7 | P/S | 3.8 | 3.4 | 2.8 | 2.7 | 2.4 |
| 投资损失 | -129.5 | -310.4 | -252.4 | -230.8 | -264.5 | EV/EBITDA | 13.4 | 17.0 | 16.3 | 14.6 | 13.6 |
| 少数股东损益 | 165.1 | 35.3 | 115.8 | 149.7 | 125.6 | CAGR(%) | 14.7% | 20.8% | 7.8% | 14.7% | 20.8% |
| 营运资金的变动 | 172.9 | 1,601.1 | 244.8 | 964.9 | 776.1 | PEG | 3.4 | 2.1 | 4.6 | 2.4 | 1.5 |
| 经营活动产生现金流量 | 1,006.7 | 2,958.2 | 2,758.0 | 3,850.3 | 3,742.5 | ROIC/WACC | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 投资活动产生现金流量 | -5,612.4 | -3,887.9 | -4,218.8 | -2,805.5 | -1,220.8 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 5,013.6 | -239.4 | 1,185.0 | 2,720.8 | -994.6 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn