

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2019年11月01日
市场数据

目前股价	3.34
总市值（亿元）	189.89
流通市值（亿元）	161.01
总股本（万股）	568,545
流通股本（万股）	482,061
12个月最高/最低	4.33/3.19

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

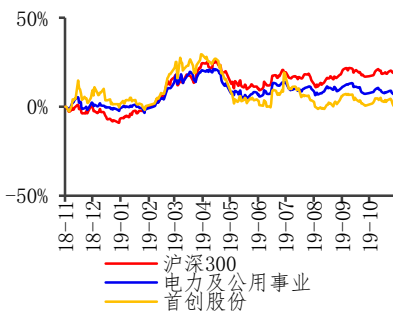
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

水务板块量价齐升，业绩维持快速增长

——首创股份（600008）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	14971	16918	18779
(+/-%)	20.2%	13.0%	11.0%
净利润	928	1096	1252
(+/-%)	28.9%	18.2%	14.2%
摊薄 EPS	0.16	0.19	0.22
PE	21	17	15

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司披露三季报，公司前三季度收入 91.54 亿元，同比增长 20.25%；归母净利润 5.66 亿元，同比增长 31.81%。对此点评如下：
- **水务和环保业务同时增长，公司前三季度归母净利润同比增长 31.81% 至 5.66 亿元。**公司前三季度营收同比增长 20.25% 至 91.54 亿元；归母净利润同比增长 31.81% 至 5.66 亿元。其中三季度单季实现营收 34.05 亿元，同比增长 12.30%；实现归母净利润 2.45 亿元，同比增长 11.51%。公司业绩快速增长主要得益于公司两条主要业务线同时向好。
- **公司多个水务项目投产，三季度实现量价齐升，三季度单季供水+污水共计营收 13.40 亿元，同比上涨 22.15%。**前三季度公司的天津宁河自来水项目、合肥十五里河污水处理项目等水务项目完成竣工验收并投入运营，公司产能扩大，加上部分水项目向上调价，公司三季度水务业务实现量价齐升。1) 自来水供应方面公司第三季度自来水供应量达 31,319 万吨，同比上涨 6.16%，平均水价 2.23 元/吨，同比上涨 16.57%。前三季度累计供水量达 81,178 万吨，同比上涨 17.23%。2) 污水处理方面公司第三季度污水处理量达 52,134 万吨，同比上涨 16.57%，平均水价 1.23 元/吨，同比上涨 9.10%。前三季度累计污水处理量达 145,686 万吨，同比上涨 12.59%。
- **公司环保领域主要涉及固体废弃物处理及其他相关业务，第三季度国内新增订单总额为 47,838.84 万元人民币。**同时受益于垃圾分类政策，公司在杭州、扬州等餐厨废弃物处理项目已基本实现满负荷运营。公司第三季度实现上网电量合计达 8,478 万千瓦时，同比上涨 23.33%，其中贵州省上网电量大幅上涨 269.33% 至 2,040 万千瓦时。公司前三季度累计完成上网电量 22,979 万千瓦时，同比上涨 33.89%。同时受增值税降税利好，公司不含税上网电价同比上涨 2.14%。公司第三季度垃圾发电业务共计营收 4,724 万元，同比上涨 18.63%。
- **在手项目储备充足，后续业绩增长可期。**截止 2018 年年底，公司自来水供应、污水处理的产能分别达到 1,402.92、1,226.00 万吨/日；在建产能 413.65 万吨/日，预计在 2019~2021 年陆续投产。截止 2019 年三季度末，

公司资产负债表上，在建工程余额 182.6 亿元，为固定资产+无形资产余额的 59%，在建项目储备充足。

- **投资建议:** 优质水务和环保标的, 首次给予增持评级。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别达到 0.16 元、0.20 元、0.23 元, 分别对应市盈率 21 倍、17 倍、15 倍。公司当前市净率为 1.78 倍。伴随前期投资的环保项目陆续投产, 公司业绩增速保持较快增长。
- **风险提示:** 项目投运进度或不及预期; 新项目盈利性或低于预期。

【正文】

事件：公司披露三季报，公司前三季度收入 91.54 亿元，同比增长 20.25%；归母净利润 5.66 亿元，同比增长 31.81%。对此点评如下：

水务和环保业务同时增长，公司前三季度归母净利润同比增长 31.81%至 5.66 亿元。公司前三季度营收同比增长 20.25%至 91.54 亿元；归母净利润同比增长 31.81%至 5.66 亿元。其中三季度单季实现营收 34.05 亿元，同比增长 12.30%；实现归母净利润 2.45 亿元，同比增长 11.51%。公司业绩快速增长主要得益于公司两条主要业务线同时向好。

公司多个水务项目投产，三季度实现量价齐升，三季度单季供水+污水共计营收 13.40 亿元，同比上涨 22.15%。前三季度公司的天津宁河自来水项目、合肥十五里河污水处理项目等水务项目完成竣工验收并投入运营，公司产能扩大，加上部分水项目向上调价，公司三季度水务业务实现量价齐升。1) 自来水供应方面公司第三季度自来水供应量达 31,319 万吨，同比上涨 6.16%，平均水价 2.23 元/吨，同比上涨 16.57%。前三季度累计供水量达 81,178 万吨，同比上涨 17.23%。2) 污水处理方面公司第三季度污水处理量达 52,134 万吨，同比上涨 16.57%，平均水价 1.23 元/吨，同比上涨 9.10%。前三季度累计污水处理量达 145,686 万吨，同比上涨 12.59%。

表 1：公司三季度水务业务经营情况

地区	三季度自来水		三季度		三季度		三季度		前三季度		前三季度	
	供应量	同比	均价	同比	污水处	同比	均价	同比	度累计	同比	度累计	同比
	(万		(元		理量		(元		自来水		污水处	
	吨)		/吨)		(万		/吨)		供应量		理量(万	
					吨)				(万		吨)	
									吨)			
华北地区	7,997	4.86%	2.53	10.48%	8,693	7.07%	1.49	13.74%	21,582	19.09%	25,185	3.16%
华东地区	17,740	8.82%	2.06	8.42%	20,672	28.91%	1.19	13.33%	49,370	12.32%	57,074	24.09%
中南地区	2,434	2.08%	2.98	41.23%	14,915	10.46%	1.05	2.94%	7,212	7.72%	41,462	7.48%
东北地区	-	-	-	-	3,762	4.15%	1.42	1.43%	-	-	10,019	-0.78%
西南地区	3,148	-1.29%	1.83	1.67%	2,868	45.33%	1.63	2.52%	9,014	61.13%	7,835	42.46%
西北地区	-	-	-	-	1,225	-17.38%	0.79	12.86%	-	-	4,110	-14.60%
合计	31,319	6.16%	2.23	11.03%	52,134	16.57%	1.23	9.10%	87,178	17.23%	145,686	12.59%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司环保领域主要涉及固体废弃物处理及其他相关业务，第三季度国内新增订单总额为 47,838.84 万元人民币。同时受益于垃圾分类政策，公司在杭州、扬州等餐厨废弃物处理项目已基本实现满负荷运营。公司第三季度实现上网电量合计达 8,478 万千瓦时，同比上涨 23.33%，其中贵州省上网电量大幅上涨 269.33%至 2,040 万千瓦时。公司前三季度累计完成上网电量 22,979 万千瓦时，同比上涨 33.89%。同时受增值税降税利好，公司不含税上网电价同比上涨 2.14%。公司第三季度垃圾发电业务共计营收 4,724 万元，同比上涨 18.63%。

表 2: 公司三季度垃圾焚烧发电业务经营情况

区域	上网电量 (万千瓦时)	同比	上网电价 (不含税价 元/千千瓦时)	同比	上网电量 (万千瓦时)	同比
江西省	4,642	3.05%	0.570175439	2.14%	13,657	26.23%
广东省	1,795	-1.20%	0.50877193	2.14%	5,488	-0.46%
贵州省	2,040	269.33%	0.570175439	2.14%	3,833	362.11%
合计	8,478	23.33%	-	2.14%	22,979	33.89%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

在手项目储备充足, 后续业绩增长可期。截止 2018 年年底, 公司自来水供应、污水处理的产能分别达到 1,402.92、1,226.00 万吨/日; 在建产能 413.65 万吨/日, 预计在 2019~2021 年陆续投产。截止 2019 年三季度末, 公司资产负债表上, 在建工程余额 182.6 亿元, 为固定资产+无形资产余额的 59%, 在建项目储备充足。

表 3: 公司 2018 年年底投产和在建产能情况

地区	产能	2018 年内新投产规模	在建项目的计划产能	预计投产时间
华北地区	390.06	36.71	39.44	2019-2021 年
华东地区	812.25	32.29	180.56	2019-2021 年
中南地区	1085.98	17	116.29	2019-2020 年
东北地区	56	0	0	不适用
西南地区	223.23	42.13	77.36	2019-2021 年
西北地区	65.6	20	0	不适用

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

投资建议: 优质水务和环保标的, 首次给予推荐评级。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别达到 0.16 元、0.20 元、0.23 元, 分别对应市盈率 21 倍、17 倍、15 倍。公司当前市净率为 1.78 倍。伴随前期投资的环保项目陆续投产, 公司业绩增速保持较快增长。

风险提示: 项目投运进度或不及预期; 新项目盈利性或低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9285.47	12455.36	14971.35	16917.62	18778.56	成长性					
营业成本	6369.99	8619.46	10524.86	11673.16	12581.64	营业收入增长	17.4%	34.1%	20.2%	13.0%	11.0%
销售费用	60.20	17.40	58.99	45.14	62.05	营业成本增长	20.1%	35.3%	22.1%	10.9%	7.8%
管理费用	1282.99	1446.52	1871.42	2114.70	2347.32	营业利润增长	49.9%	32.2%	27.0%	18.0%	13.7%
研发费用	0.00	28.33	37.43	42.29	46.95	利润总额增长	2.4%	31.6%	28.9%	18.2%	14.2%
财务费用	911.66	1224.99	681.04	915.94	1300.21	净利润增长	0.2%	17.5%	28.9%	18.2%	14.2%
其他收益	293.76	183.52	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
投资净收益	199.61	215.76	207.69	211.73	209.71	毛利率	31.4%	30.8%	29.7%	31.0%	33.0%
营业利润	1009.18	1334.51	1695.40	1999.76	2274.54	销售净利率	7.6%	6.5%	7.0%	7.3%	7.6%
营业外收支	-37.29	-55.75	-46.52	-51.14	-48.83	ROE	4.1%	3.4%	4.3%	4.9%	5.4%
利润总额	971.88	1278.76	1648.87	1948.62	2225.71	ROIC	5.0%	4.8%	3.5%	3.8%	4.2%
所得税	269.74	463.15	597.19	705.76	806.11	营运效率					
少数股东损益	90.14	96.21	124.06	146.61	167.46	销售费用/营业收入	0.6%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%
净利润	612.01	719.41	927.62	1096.25	1252.14	管理费用/营业收入	13.8%	11.6%	12.5%	12.5%	12.5%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
资产负债表						财务费用/营业收入	9.8%	9.8%	4.5%	5.4%	6.9%
						投资收益/营业利润	19.8%	16.2%	12.3%	10.6%	9.2%
流动资产	9334.45	13896.79	11074.33	11682.89	13180.66	所得税/利润总额	27.8%	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%
货币资金	4094.63	6115.38	2245.70	2537.64	2816.78	应收账款周转率	4.20	4.66	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	2319.12	3022.50	3711.99	3708.21	4630.39	存货周转率	6.91	12.01	12.01	12.01	12.01
其他应收款	1193.39	1700.18	1777.89	2152.33	2210.22	流动资产周转率	0.82	1.07	1.20	1.49	1.51
存货	651.63	783.61	968.91	974.82	1120.18	总资产周转率	0.20	0.21	0.21	0.22	0.22
非流动资产	41659.86	55091.16	62485.43	69910.35	75650.89	偿债能力					
固定资产	4897.76	5312.42	9881.64	13562.23	16671.25	资产负债率	66.4%	65.5%	66.9%	69.2%	70.6%
资产总计	50994.31	68987.95	73559.76	81593.24	88831.55	流动比率	0.51	0.81	0.49	0.35	0.30
流动负债	18366.11	17226.89	22731.34	32927.08	43217.51	速动比率	0.41	0.63	0.34	0.26	0.22
短期借款	5248.48	2556.11	3473.51	11619.19	20846.52	每股指标 (元)					
应付款项	4067.73	6401.01	6381.93	7795.68	7485.32	EPS	0.11	0.13	0.16	0.19	0.22
非流动负债	15494.04	27978.69	26449.22	23498.92	19482.05	每股净资产	1.42	1.96	2.05	2.16	2.30
长期借款	12494.08	24203.31	22673.84	19723.55	15706.67	每股经营现金流	1.59	0.89	0.57	0.95	0.83
负债合计	33860.15	45205.58	49180.55	56426.00	62699.55	每股经营现金/EPS	14.74	7.05	3.48	4.92	3.79
股东权益	17134.16	23782.37	24379.21	25167.24	26132.00	估值					
股本	4820.61	5685.45	5685.45	5685.45	5685.45	PE	31.21	26.55	20.59	17.43	15.26
留存收益	2919.31	3031.20	3419.07	3876.80	4400.00	PEG	46.31	5.15	1.17	0.83	0.75
少数股东权益	4655.03	6217.25	6341.31	6487.92	6655.38	PB	2.36	1.71	1.64	1.56	1.46
负债和权益总计	50994.31	68987.95	73559.76	81593.24	88831.55	EV/EBITDA	13.71	11.63	13.25	11.47	10.16
						EV/SALES	4.66	3.97	3.77	3.68	3.62
现金流量表						EV/IC	1.20	1.03	1.10	1.08	1.05
						ROIC/WACC	0.78	0.75	0.55	0.61	0.69
经营活动现金流	2489.26	3295.01	3228.10	5392.53	4741.36						
其中营运资本减少	6437.22	1635.99	-78.32	1053.92	-738.32						
投资活动现金流	-7020.17	-9054.17	-8967.96	-9604.73	-8500.42						
其中资本支出	7449.83	9255.22	8085.13	6637.10	5692.06						
融资活动现金流	5788.33	7871.68	952.78	-3641.53	-5189.14						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>