

新战略成效初现 为增长积累势能

——首创环保 (600008.SH)

环保



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

近期，公司发布 2021 年年度报告。报告期内，公司实现营收 222 亿元，同比增长 15.65%；实现归母净利润 22.9 亿元，同比增长 55.6%，其中，扣非净利润 16.3 亿元，同比增长 19.5%。公司 2021 年 Q4 单季实现营收 70 亿元，同比下降 8.4%，环比增长 6.2%；实现归母净利润 3.7 亿元，同比下降 31%，环比下降 23%；其中，扣非净利润 4.1 亿元，同比下降 20.8%，环比下降 12.3%。整体符合我们的预期。

生态+战略深耕存量城市成效初显。

- 报告期内，公司累计新增项目 74 个，签约规模 189 亿元。新增项目中，74% 来自于存量城市，公司深耕城市多元业态延伸价值链的战略成效初显，未来有望持续支撑业务开拓。

轻资产模式开拓加速。

- 公司轻资产市场开拓步伐逐步加快。报告期内，公司累计新增的 74 个项目中，共有轻资产项目 51 个，签约规模合计 120 亿元，同比大幅提升 122%。

城镇水务业绩维持增长，存量城市深耕战略补充产能储备。

- 2021 年，公司分别实现污水及供水处理营收 5.05 亿元、2.63 亿元，同比分别增长 30.5% 和 21%。期内新投产水处理能力约 146 万吨/日，投产相较 2020 年 192 万吨/日有所放缓；完成 1 家水处理项目及 15 家污水处理项目的水价调整，供水平均水价及污水平均处理费均有不同程度的提升。
- 虽然在建水务项目计划产能仅为 67.7 万吨/日，为近年来最低。但公司通过存量城市深耕，于报告期内获取水务业务轻资产项目 31 个、重资产项目 21 个，总签约规模 103 亿元，进而快速补充了项目储备，保障了未来水务板块的持续增长。

焚烧、环卫等细分领域为固废业务增长积累充足势能。

- 公司报告期内实现固废处理业务营收 76.7 亿元，同比增长 44.68%。毛利率减少 5.89pct，主要是由于执行会计准则 14 号确认 PPP 项目建造服务收入、成本所致。
- 本年内垃圾焚烧新增投产能 4000 吨/日，公司计划 2022 年投产焚烧产能 6600 吨/日；同时，公司 2021 年新签、并购焚烧产能 4400 吨/日，根据已披露项目估算，本年度产能储备仍维持在 1 万吨以上，持续为未来焚烧业绩增长提供保证。除焚烧外，公司环卫新签项目产生新增年化服务费 1.27 亿元，场地修复业务新签外部合同额达 1.1 亿元。

加强资产管理，优化资产结构，盈利能力显著提升。

- 报告期内，公司累计完成深圳水务、通用首创等项目的退出工作，确认投资收益约 7.2 亿元，也是导致公司本年度归母净利润增速较高的原因。2022 年，公司计划以 75 亿人民币出售新西兰固废业务公司 100% 股权，以持续优化资产质量，降低资产负债率（标的公司资产负债率超 82%），交易产生投资收益约 30.21 亿元；对 2022 年归母净利润影响约 21.75 亿元。
- 本年度公司 ROE 大幅提升，由 5.67% 提升至 8.35%；扣非 ROE 由 5.27%

评级

买入（维持）

2022 年 04 月 10 日

曹旭特

分析师

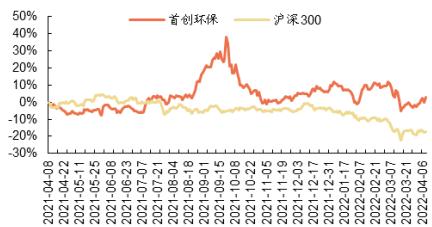
SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2022.04.10

总市值/流通市值（亿元）	239
总股本（亿股）	73.41
资产负债率	64.35%
每股净资产（元）	2.37
收盘价（元）	3.26
一年内最低价/最高价（元）	2.86/4.56

公司股价表现走势图



资料来源：wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《首创环保首次覆盖报告：水固为轮运营为毂 转动“生态+”协同》2022-3-14

提升至 5.96%：两项指标均为 2015 年至今最高，且自 2017 年以来持续提升。

投资建议：公司新战略转型初见成效，深耕城市多元业态的“生态+”战略有望持续为公司业绩开拓提供支撑，资产管理与运营提升为公司长期健康发展提供保障。预计公司 2022 年~2024 年归母净利润分别为 22.6 亿、28 亿、30.9 亿元，对应 EPS 为 0.31 元、0.34 元、0.43 元，维持公司目标价 4.48 元，继续给予“买入”评级。

风险提示：政策推进不及预期或发生变化、水务固废市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,225	22,233	25,829	30,160	34,424
增长率（%）	29.0%	15.65%	16.2%	17%	14.1%
归母净利润（百万元）	1,470	2,287	2,262	2,806	3,088
增长率（%）	53.4%	55.6%	-1.1%	24.1%	10%
净资产收益率（%）	5.67%	8.35%	14.12%	8.5%	10.22%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.31	0.34	0.43
PE	13.52	10.46	10.65	9.54	7.42
PB	0.92	0.87	0.78	0.81	0.76

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					资产负债表					单位:百万元	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	19225	22233	25829	30160	34424	流动资产合计	20346	21442	24090	32951	38567
营业成本	13468	15381	17610	20307	22780	货币资金	8919	8237	8110	14862	18496
营业税金及附加	271	281	345	392	454	应收账款	4782	5904	6642	7882	8925
营业费用	22	30	32	40	44	其他应收款	711	773	898	1048	1196
管理费用	1926	2033	2475	2824	3261	预付款项	340	286	386	445	499
研发费用	90	140	150	180	210	存货	1170	1220	1463	1649	1871
财务费用	1524	1811	2425	2957	3827	其他流动资产	3104	1124	2738	3197	3649
资产减值损失	-19	-99	-59	-79	-69	非流动资产合计	80222	85789	94777	100953	108933
公允价值变动收益	-21	-61	-41	-51	-46	长期股权投资	2876	1862	1862	1862	1862
投资净收益	211	868	203	203	207	固定资产	6569	7407	8182	8785	9301
营业利润	2238	3316	3311	3996	4380	无形资产	32839	48970	51886	54686	57586
营业外收入	23	28	26	27	26	商誉	2905	2728	2728	2728	2728
营业外支出	21	90	56	73	64	其他非流动资产	19883	19169	24492	27302	31902
利润总额	2240	3254	3281	3950	4342	资产总计	100568	107231	118868	133905	147500
所得税	638	652	796	875	1008	流动负债合计	31135	30019	39324	57391	72700
净利润	1602	2602	2485	3075	3334	短期借款	2334	3387	10779	26734	40114
少数股东损益	132	315	223	269	246	应付账款	10837	11737	13615	15699	17611
归属母公司净利润	1470	2287	2262	2806	3088	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	6040	7859	9171	9179	11280	一年内到期的非流动负债	11083	7555	7555	7555	7555
EPS(元)	0.24	0.31	0.31	0.34	0.43	非流动负债合计	34039	38986	40335	39852	40156
主要财务比率					长期借款	22436	28137	28137	28137	28137	
					应付债券	6196	5997	6424	6424	6424	
成长能力						负债合计	65174	69005	79660	97243	112855
营业收入增长	28.96%	15.65%	16.18%	16.77%	14.14%	少数股东权益	9454	10829	11052	11321	11567
营业利润增长	41.00%	48.18%	82.54%	4.80%	27.93%	实收资本(或股本)	7341	7341	7341	7341	7341
归属于母公司净利润增长	53.42%	55.58%	-1.12%	24.08%	10.04%	资本公积	4477	4478	4478	4478	4478
盈利能力						未分配利润	2641	3930	5479	7427	9557
毛利率(%)	29.94%	30.82%	31.82%	32.67%	33.83%	归属母公司股东权益合计	25940	27397	29138	31342	33742
净利率(%)	8.33%	11.70%	9.62%	10.20%	9.69%	负债和所有者权益	100568	107231	119849	139906	158164
总资产净利润(%)	1.46%	2.13%	1.90%	2.10%	2.09%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	5.67%	8.35%	14.12%	8.51%	10.22%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力						经营活动现金流	4454	3145	6193	8097	9257
资产负债率(%)	65%	64%	66%	70%	71%	净利润	1602	2602	4562	2609	3318
流动比率	0.71	0.62	0.51	0.50	0.50	折旧摊销	2278	2732	3201	3503	3718
速动比率	0.67	0.58	0.48	0.47	0.47	财务费用	1524	1811	0	2957	3827
营运能力						应付帐款减少	-1012	-1122	-738	-1240	-1042
总资产周转率	0.21	0.21	0.23	0.23	0.23	预收帐款增加	-1600	0	0	0	0
应收账款周转率	4	4	4	4	4	投资活动现金流	-12059	-6441	-11838	-9457	-11480
应付帐款周转率	2.00	1.97	2.04	2.06	2.07	公允价值变动收益	-21	-61	-41	-51	-46
每股指标(元)						长期股权投资减少	-186	1014	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.59	0.34	0.43	投资收益	211	868	203	203	207
每股净现金流(最新摊薄)	0.72	-0.09	-0.02	0.44	0.50	筹资活动现金流	12858	2661	5795	7920	9169
每股净资产(最新摊薄)	3.53	3.73	4.19	3.96	4.25	应付债券增加	-885	-199	428	0	0
估值比率						长期借款增加	357	5701	0	0	0
P/E	20.11	14.06	11.14	10.88	8.52	普通股增加	1655	0	0	0	0
P/B	0.90	0.96	0.93	0.88	0.83	资本公积增加	2083	1	0	0	0
EV/EBITDA	10.71	9.61	9.08	8.91	8.24	现金净增加额	5253	-635	150	6560	6946

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上