

## 3989.HK 首创环境

未评级

## 业务逐步清晰，发展步入正轨

2016年04月05日

## 市场数据

报告日期	2016-04-05
收盘价(港元)	0.29
总股本(百万股)	9753.16
总市值(亿港元)	28.28
净资产(亿元)	28.27
总资产(亿元)	41.92
每股净资产(元)	0.29

数据来源: Wind

## 相关报告

## 海外环保研究

高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人: 龙雷  
longlei@xyzq.com.cn  
SAC: S0190516020003

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	17.61	246.15	963.61	838.14
同比增长(%)	-64.1%	1297.9%	291.5%	-13.0%
净利润(百万元)	-147.05	-124.37	-68.27	23.52
同比增长(%)	54.8%	15.4%	45.1%	134.5%
毛利率(%)	-2.7%	43.4%	12.7%	19.6%
净利润率(%)	-787.2%	-17.3%	-6.5%	3.8%
净资产收益率(%)	-242.1%	-25.8%	-14.0%	0.9%
每股收益(元)	-0.09	-0.04	-0.01	0.00
每股经营现金流(元)	-0.05	-0.02	0.02	-

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **核心观点:** 首创环境定位为综合性的固废处理企业, 公司业务涵盖生活垃圾填埋、焚烧, 餐厨垃圾厌氧处理、生活垃圾清运一体化、电子废弃物拆解等多个领域, 基本覆盖了固体废物产业链的所有重要环节。自首创集团入主以来, 经几年整合期, 公司存在的历史问题基本得到清理, 旗下项目通过优化调整, 业务板块逐渐清晰。2015 年公司首度实现扭亏, 2016 年待新西兰 BCG NZ 资产注入之后, 预计盈利能力将得到大幅提升。依托首创集团的资源优势, 公司近期将有望在生活垃圾焚烧、清运一体化等领域集中发力, 此后将由点及面, 逐渐打通固废领域各个环节, 成为综合性固废处理平台型企业。大股东首创集团旗下仍有大量优质固废资产, 由于首创环境的固废平台定位已经明确, 因此未来存在资产注入预期。2015 年公司 PB 估值 1.0 倍, 待其项目运营恢复正常盈利水平, 将有很大提升空间, 建议投资者保持关注。
- **垃圾焚烧步入正轨, 新增项目势头喜人。** 公司旗舰项目南昌项目今年将正式商运贡献利润, 去年新斩获 4 个项目, 项目增速显著加快。
- **垃圾清运一体化将成最大亮点。** 通过收购新西兰 TPI 获得先进生活垃圾清运一体化技术, 未来有望在三四线城市市场空白获取较大份额。
- **BCG NZ 资产注入可期, 业绩存巨大提升空间。** 今年 BCG NZ 资产注入将为公司新增利润约 2 亿元, 公司盈利水平将逐渐恢复正常化。
- **风险提示:** 新增项目不达预期, 人民币持续贬值。

## 报告正文

- **核心观点：**首创环境定位为综合性的固废处理企业，公司业务涵盖生活垃圾填埋、焚烧，餐厨垃圾厌氧处理、生活垃圾清运一体化、电子废弃物拆解等多个领域，基本覆盖了固体废物产业链的所有重要环节。自首创集团入主以来，经几年整合期，公司存在的历史问题基本得到清理，旗下项目通过优化调整，业务板块逐渐清晰。2015 年公司首度实现扭亏，2016 年待新西兰 BCG NZ 资产注入之后，预计盈利能力将得到大幅提升。依托首创集团的资源优势，公司近期将有望在生活垃圾焚烧、清运一体化等领域集中发力，此后将由点及面，逐渐打通固废领域各个环节，成为综合性固废处理平台型企业。大股东首创集团旗下仍有大量优质固废资产，由于首创环境的固废平台定位已经明确，因此未来存在资产注入预期。2015 年公司 PB 估值 1.0 倍，待其项目运营恢复正常盈利水平，将有很大提升空间，建议投资者保持关注。
- **垃圾焚烧步入正轨，新增项目势头喜人。**公司原有 3 个垃圾焚烧项目，其中深圳平湖项目正常运行，惠州项目已完成技改，南昌项目今年正式投入商运，将成为公司的旗舰项目。此外，2015 年公司连续获得江西高安、贵州都匀、湖北潜江和江西瑞金 4 个项目，均为 1000 吨/天左右的优质项目，其中大部分有望于年内动工建设。公司垃圾焚烧业务板块逐渐壮大，未来在首创集团的支持下，新项目有望不断增加。
- **垃圾清运一体化将成最大亮点。**通过收购新西兰 TPI（即 BCG NZ），首创集团获得世界先进的生活垃圾收储运一体化技术及管理经验。首创环境亦通过山西临猗和河南南阳两个项目将该系统首次引入国内。目前三四线城市清运工作主要由城市环卫部门把持，技术及资金都跟不上城市化建设的要求。在 PPP 政策的推动下，中小城市生活垃圾清运体系建设需求将出现井喷，首创环境有望以其先进的清运一体化模式，在该领域拿下较大市场份额。
- **餐厨项目稳步扩张。**公司具有先进的厌氧技术储备，目前首个扬州餐厨一期项目已经投运。公司此前通过收购获得杭州萧山项目，未来将建成 200 吨/天生产线。新近拟中标的宁波项目规模 800 吨/天，将有望成为公司新的餐厨旗舰项目。
- **BCG NZ 资产注入可期，业绩存巨大提升空间。**公司今年即将完成 BCG NZ51% 股权的资产注入，保守预计将为公司带来港币 2 亿元左右的净利润。南昌项目投运后亦将显著增厚业绩，随着新建项目的逐渐建成投运，公司盈利水平将逐渐恢复正常化，业绩存在巨大提升空间。

- **风险提示:** 新增项目不达预期, 人民币持续贬值。

## 投资评级说明

**行业评级** 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恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生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 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。