

3989.HK 首创环境

未评级

资产注入渐行渐进，2016 拐点之年

2016年05月04日

市场数据

报告日期	2016-05-04
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)	25.99
总资产(亿元)	41.92
每股净资产(元)	0.27

数据来源: Wind

相关报告

《首创环境(3989.HK)跟踪报告: 业务逐步清晰, 发展步入正轨》-2016.04.05

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	-0.05

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

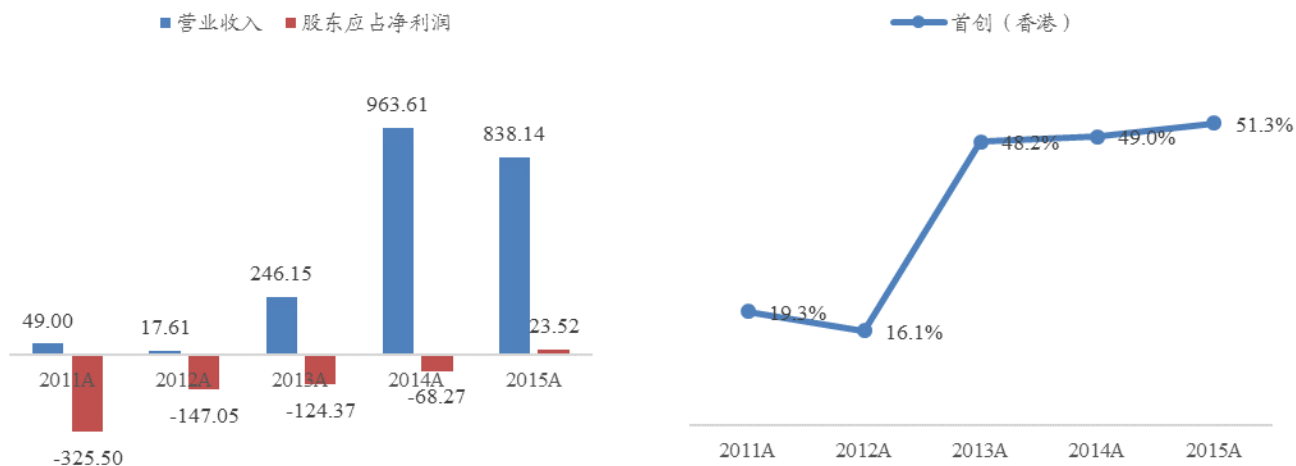
投资要点

- **核心观点:** 首创环境是首创集团旗下唯一的固废上市平台, 公司定位是打通全产业链的综合性固废处理企业, 其业务已涵盖生活垃圾填埋、焚烧、餐厨垃圾以及前端的收储运一体化等多个领域, 并在电子废弃物拆解、危废等固废相关领域进行了拓展。自 2015 年实现扭亏为盈之后, 公司在大股东首创集团的大力支持下, 今年即将完成新西兰 BCG NZ 公司 51% 股权的注入, 盈利能力得到大幅提升, 经营和发展都将迎来拐点。目前首创环境 PB 仅 1.09 倍, 我们预计公司 2016 年 PE 摊薄后约 13 倍, 考虑到首创品牌的市场地位和公司发展潜力, 当前已明显低估, 建议投资者积极关注。
- **首创集团旗下唯一固废上市平台, 先天条件得天独厚。** 大股东首创集团在环保水务市场拥有丰富的经营管理经验和行业资源, 为首创环境在固废环保市场发展提供得天独厚的先天条件。
- **志存高远, 打造一流综合性固废平台。** 目前首创环境已完成对原股东历史遗留问题的清理工作, 公司基本面焕然一新, 未来有望在首创集团支持下, 围绕固废产业链上下游成长为一流的综合性固废平台企业。
- **基本面和盈利能力均迎来拐点。** 公司已在固废全产业链形成无缝布局, 未来围绕产业链进行项目拓展将成为公司一大优势。今年即将完成的新西兰资产注入也将为公司新增净利润约 2.5 亿港元, 极大提升盈利能力, 全面迎来增长拐点。
- **风险提示:** 新增项目不达预期, 人民币及新西兰元对港币贬值。

报告正文

- 核心观点：**首创环境是首创集团旗下唯一的固废上市平台，公司定位是打通全产业链的综合性固废处理企业，其业务已涵盖生活垃圾填埋、焚烧、餐厨垃圾以及前端的收储运一体化等多个领域，并在电子废弃物拆解、危废等固废相关领域进行了拓展。自 2015 年实现扭亏为盈之后，公司在大股东首创集团的大力支持下，今年即将完成新西兰 BCG NZ 公司 51% 股权的注入，盈利能力得到大幅提升，经营和发展都将迎来拐点。目前首创环境 PB 仅 1.09 倍，我们预计公司 2016 年 PE 摊薄后约 13 倍，考虑到首创品牌的市场地位和公司发展潜力，当前已明显低估，建议投资者积极关注。
- 首创集团旗下唯一固废上市平台，先天条件得天独厚。**首创环境大股东北京首都创业集团是北京国资委所属的大型集团公司，主要涉足环保、城市基建和地产等领域，集团旗下 A 股上市公司首创股份已有水处理能力总规模达 1900 万吨/日，是国内规模最大的环保水务公司之一。首创环境已从战略层面被确定为集团旗下唯一的固废上市平台，凭借集团在环保水务市场丰富的经营管理经验和行业资源，首创环境在固废环保市场具备得天独厚的发展基础。
- 志存高远，打造一流综合性固废平台：**首创集团自 2011 年控股原新环保能源以来，经过数年时间的整合，目前已完成对原股东所有项目和财务历史遗留问题的清理和拨备，同时在此期间从项目布局上实现了对固废前中后全产业链的无缝覆盖，并在 2015 年首次实现了扭亏为盈。我们认为，2016 年对于首创环境是拐点之年，伴随新西兰优质资产的注入，公司基本面将获得极大改观。未来公司将继续围绕固废全产业链发展的长期战略，在首创集团的大力支持下，有望成长为国内一流的综合性固废平台企业。

图 1、首创环境收入及应占净利润（单位：百万港元） 图 2、大股东首创（香港）持股比例变化



资料来源：Wind，兴业证券研究所

资料来源：Wind，兴业证券研究所

- **新装上阵，固废全产业链实现无缝连接布局。**公司在 2014-2015 年完成了对包括北京董村、江西南昌等原股东项目的股权及财务遗留问题的清理工作，甩掉了历史包袱。今年以来，随着南昌项目正式投入商运，公司已实现控股的投运项目包括 2 个焚烧、3 个填埋、1 个餐厨、2 个电子拆解和 1 个收储运一体化项目，另外储备项目中还包含 4 个垃圾焚烧、1 个餐厨和 1 个收储运一体化项目，对固废处理的所有环节实现了无缝覆盖，成为 H 股中唯一一家打通整个产业链的综合性固废企业。未来围绕固废产业链进行纵深拓展将成为公司的一大优势，并有望通过上下游的协同效应实现更高的运作效率。

表 1、首创环境在手项目列表

项目名称	类型	规模	项目进展
广东惠州（老厂）	焚烧	400t	已投运
江西南昌	焚烧	1200t	已投运
湖北潜江	焚烧	一期 2*300t，二期 300t	在建
江西高安	焚烧	一期 2*300t，二期 300t	待建
江西瑞金	焚烧	一期 400t，二期 400t，总设计规模 1200t	待建
贵州都匀	焚烧	一期 2*300t，二期 300t	待建
广东惠州（新厂）	焚烧	1600t	选址中
贵州都匀	填埋	300t	已投运
贵州瓮安	填埋	150t	已投运
辽宁葫芦岛	填埋	424t	已投运
扬州	餐厨	一期 90t，总设计规模 200t	一期 70t 已投运
宁波	餐厨	一期 400t，二期 400t	2016 年 3 月预中标
江苏淮安	电子拆解	200 万台/年	已投运
安徽马鞍山	电子拆解	120 万台/年	已投运
山西临猗	收储运一体化	260t	已投运
河南南阳	收储运一体化	724t	在建

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **BCG NZ 优质资产即将注入，业绩增长迎来拐点。**首创环境近期即将完成 BCG NZ51% 股权的资产注入，从而获得新西兰固废公司 BCWM 的控制权。BCWM 是新西兰最大的综合性固废处理企业，市场占有率达 31% 以上，其业务包括垃圾收集、垃圾填埋、液体及危废处理和资源综合回收利用。该公司在垃圾处理全产业链拥有丰富的运营经验，采用的 ELEMOS 前后端 IT 系统令整个垃圾收运系统智能化程度处于世界领先水平。这部分资产注入后，保守估计每年将为首创环境贡献 2.5 亿港元左右的净利润。BCWM 现有的技术和管理经验还可进一步增强首创环境在国内固废市场的竞争力。此外，今年江西南昌项目投运后亦将贡献业绩，公司盈利水平将恢复正常化，业绩增长迎来拐点。
- **发展前景看好，价值明显低估。**首创环境目前已完成对整个固废产业链的上下游完整布局，未来将通过围绕产业链各个环节不断拓展新的项目，大股东首创集团已有优质固废资产的陆续注入也将不断增厚公司价值，全产业链布

局带来的协同效应还将提升公司的运作效率。“外延+内生”双重驱动下，公司将有望成长为国内一流的综合性固废平台企业，具备良好的中长期投资价值。假设按今年配股完成后总股本 142 亿股、BCG NZ 资产注入后全年并表计算，则当前股价对应 2016 年 PE 仅约 13 倍，低于环保板块整体 15 倍估值，考虑到首创品牌的市场地位和公司发展潜力，价值明显低估，建议投资者积极关注。

- **风险提示：**新增项目不达预期，人民币及新西兰元对港币贬值。

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 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。