

证券研究报告

环保行业



3989.HK 首创环境

## 打通固废全产业链，创建一流环保企业

增持（首次）

2016年09月05日

## 市场数据

报告日期	2016-09-02
收盘价(港元)	0.320
总股本(百万股)	9,753.16
总市值(百万港元)	3,121.01
净资产(百万港元)	2,599.01
总资产(百万港元)	4,192.81
每股净资产(港元)	0.27

数据来源: Wind

## 相关报告

《首创环境(3989.HK)事件点评: 获乡镇垃圾收运项目, 固废一体化再下一城》-2016.07.04

《首创环境(3989.HK)事件点评: 山西晋中项目预中标, 继续领跑餐厨市场》-2016.06.30

《首创环境(3989.HK)跟踪报告: 资产注入渐行渐近, 2016拐点之年》-2016.05.04

《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: 龙雷

longlei@xyzq.com.hk

SFC: BHZ167

SAC: S0190516020003

## 主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港元)	838	3,520	3,872	4,259
同比增长(%)	-13.0%	320.0%	10.0%	10.0%
归属股东净利润(百万港元)	24	186	230	261
同比增长(%)	151.1%	955.8%	13.3%	9.9%
毛利率	19.6%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润率	3.8%	9.6%	9.9%	9.9%
ROE	0.9%	6.7%	7.6%	8.0%
摊薄后每股收益(港元)	0.00	0.02	0.02	0.03
每股经营现金流(港元)	-0.05	0.02	0.12	-0.04

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- 首次给予“增持”评级，今年有望成为公司走出低谷的关键时点，我们建议投资者关注公司核心基本面的积极变化。公司近期新项目获取速度明显加快，未来固废一体化的战略日渐清晰，新西兰资产注入后将显著提升公司的盈利能力，并可通过技术和管理的溢出效应推动国内业务发展。考虑到海外收购的中介费用及并表等因素，短期业绩或存在较大变数，暂不设目标价。
- 首创环境是北京国资首创集团旗下唯一固废上市平台。公司多年来围绕固废行业垂直一体化进行布局，已成为国内首家打通全产业链的固废企业。新西兰资产注入后，将有望为公司净利润增厚约 2 亿港元，大幅提升盈利能力。其先进的一体化管理模式将对国内业务形成溢出效应，加快经营拐点的到来。近期公司新项目获取速度明显加快，核心基本面正在发生积极变化。
- 生活垃圾处理市场空间大，全产业链机会多。我国城市化进程催生大量生活垃圾处理需求，随着城市人口增长和人均垃圾量增加，预计到 2020 年生活垃圾总量将达 3.1 亿吨，整个运营产业链价值可达 620 亿元以上。
- 固废产业链布局最全，打造一流一体化固废平台。首创环境在国内率先推出固废一体化的经营模式，并已逐步实现市场化。该模式精确瞄准中小城镇的需求缺口，具备良好的发展前景。公司在大股东支持下，资金和项目优势均十分明显。新西兰资产注入后，凭借其先进的运营模式和品牌知名度将有望成为国内固废一体化市场的领跑者。
- 2016 年经营拐点，低估值具备良好安全边际。2016 年是公司业绩和战略的双拐点，大股东配股价 0.4 港元，对当前股价溢价 35.6%，具备良好的安全边际。
- 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。

## 目 录

1、北京首创集团旗下唯一的固废上市平台 .....	- 4 -
1.1 公司简介 .....	- 4 -
1.2 公司主要业务覆盖固废全产业链 .....	- 6 -
1.3 公司股权结构 .....	- 9 -
2、生活垃圾处理：全产业链市场空间广阔 .....	- 10 -
2.1 我国城市生活垃圾总量随城市化率不断增长 .....	- 10 -
2.2 城市生活垃圾清运：智能环卫体系快速升级 .....	- 11 -
2.3 生活垃圾无害化处理：焚烧占比迅速提升 .....	- 13 -
2.4 垃圾资源化：市场规范化将为正规厂商带来更多机会 .....	- 14 -
2.5 餐厨厌氧：工艺尚不完善导致处理设施缺口巨大 .....	- 15 -
3、首创环境是固废产业链布局最为完善的平台企业 .....	- 15 -
3.1 首创集团鼎力支持，助力公司快速发展 .....	- 15 -
3.2 新西兰优质固废资产注入，领跑固废一体化大时代 .....	- 17 -
3.3 垃圾焚烧领域快速扩张，形成垃圾处理中坚力量 .....	- 19 -
3.4 垃圾填埋稳步扩张，产业链终端有保障 .....	- 20 -
3.5 世界领先的厌氧技术储备，精心建设优质餐厨项目 .....	- 20 -
3.6 围绕产业链深度延伸，危废领域提前布局 .....	- 21 -
4、财务分析 .....	- 21 -
5、盈利假设及投资建议 .....	- 22 -

图 1、公司发展历程 .....	- 5 -
图 2、首创环境固废项目数量 .....	- 7 -
图 3、首创环境项目投资规模 .....	- 7 -
图 4、首创环境收入及利润（百万港元） .....	- 7 -
图 5、大股东持股比例不断上升 .....	- 7 -
图 6、公司来自政府收入占比 .....	- 8 -
图 7、首创环境 2015 年收入构成 .....	- 8 -
图 8、首创环境 2015 年成本构成 .....	- 8 -
图 9、首创环境毛利率净利率变化 .....	- 9 -
图 10、首创环境股权结构 .....	- 10 -
图 11、我国城市建成区面积（平方公里） .....	- 11 -
图 12、我国城市人口密度（人/平方公里） .....	- 11 -
图 13、我国城市化率（%） .....	- 11 -
图 14、中国与发达国家城市化率比较（%） .....	- 11 -
图 15、中国城市环境基础设施建设投资（亿元） .....	- 12 -
图 16、中国市容环境基础设施投资（亿元） .....	- 12 -
图 17、城市生活垃圾清运量（万吨） .....	- 12 -
图 18、城市市容环卫专用车辆设备总数（台） .....	- 12 -
图 19、城市生活垃圾无害化处理能力构成及焚烧占比（万吨/日，%） .....	- 13 -
图 20、2014 年再生资源产值达到 1.2 万亿 .....	- 14 -
图 21、2015 年 WMNZ 收入结构 .....	- 17 -
图 22、WMNZ 盈利区域分布 .....	- 17 -
图 23、收购完成前 BCG NZ 股权结构 .....	- 18 -

图 24、收购完成后 BCG NZ 股权结构 .....	- 18 -
图 25、WMNZ 业绩表现（百万新西兰元） .....	- 19 -
图 26、首创环境资产负债率（%） .....	- 22 -
图 27、首创环境在手现金及现金等价物（百万港元） .....	- 22 -
表 1、公司固废项目列表 .....	- 6 -
表 2、垃圾焚烧市场空间测算 .....	- 14 -
表 3、大股东首创香港对首创环境的贷款 .....	- 16 -
表 4、首创集团项目分布 .....	- 16 -
表 5、2015 年 WMNZ 并表前后备考财务指标 .....	- 18 -
表 6、首创环境已签约固废一体化项目 .....	- 19 -
表 7、首创环境生活垃圾焚烧项目 .....	- 20 -
表 8、首创环境卫生填埋场项目 .....	- 20 -
表 9、首创环境旗下餐厨厌氧项目 .....	- 21 -
附表 .....	- 23 -

## 1、北京首创集团旗下唯一的固废上市平台

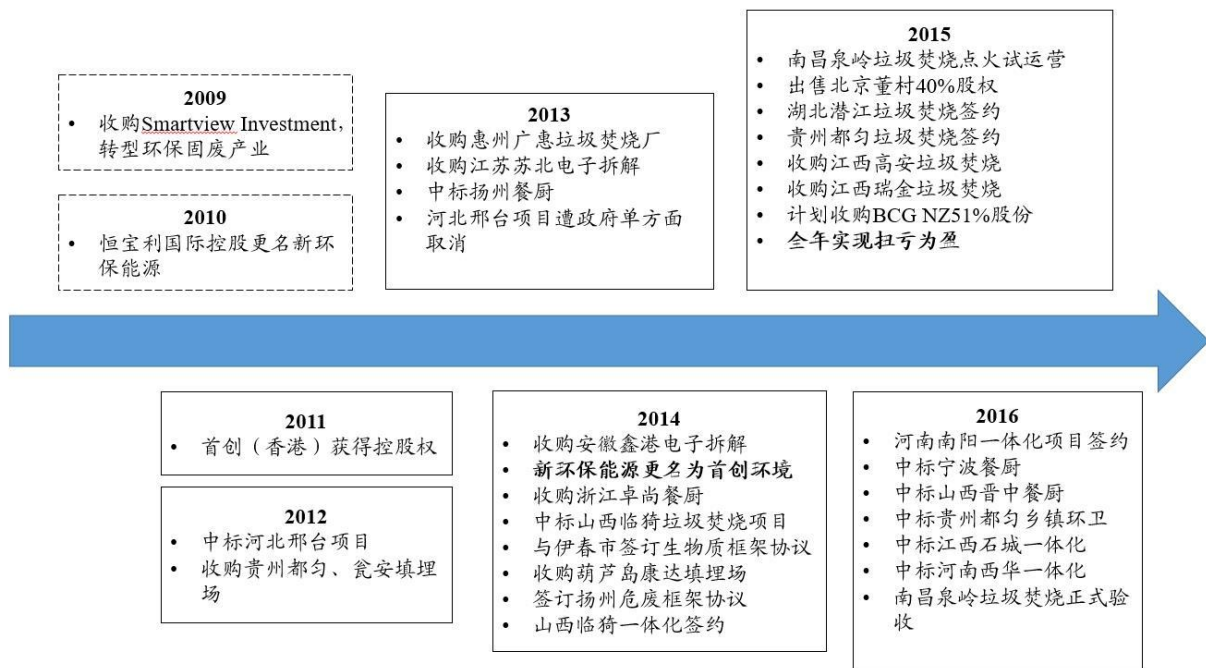
### 1.1 公司简介

首创环境是北京国资委首创集团旗下唯一的环保固废上市公司，公司定位为覆盖固废全产业链的平台投资型企业。经过首创集团多年来精心打造，首创环境业务已覆盖生活垃圾清运、焚烧、厌氧、填埋等整套流程，并延伸至电子拆解、危废、生物质综合利用等多个关联领域，公司旗下处理设施遍布全国多个省份，已成为国内环保固废领域产业链延伸最广、布局最为完善的企业。目前公司计划通过增发收购大股东首创集团旗下新西兰最大固废公司 BCG NZ51%的股权，收购完成后，公司不仅将获得其先进的固废一体化处理方案，业务也将进一步拓展至海外，其盈利能力和品牌知名度都将得到大幅提升。

首创环境前身为 2006 年上市的恒宝利国际控股 (3989.HK)，原主业为成衣制造。因业绩不佳，原董事会决定转型环保业务，并于 2009 年 9 月以 11.56 亿港元收购 Smartview Investment Holdings 100% 的股权，获得北京董村等 6 个城市固废处理项目，并于 2010 年 4 月更名为新环保能源 (3989.HK)。

由于公司 2009-2011 年收入及净利润持续严重下滑，面临危机，北京国资委首都创业集团旗下海外投资平台首创 (香港) 于 2011 年 5 月通过认购 2.2 亿股新配售股份，获得了公司的实际控制权，并将其定位为首创集团旗下唯一的环保固废上市平台。2014 年 5 月 30 日，新环保能源正式更名为首创环境 (3989.HK)。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

首创集团入主 5 年来, 对公司原股东遗留的历史问题项目做了充分的清理和拨备, 并通过收购和投标等方式先后获得贵州都匀、贵州瓮安、惠州广惠、江苏淮安、江苏扬州、安徽鑫港、山西临猗、辽宁葫芦岛、江西高安、江西瑞金等新项目, 极大的充实了公司固废资产, 同时初步形成对环卫、垃圾焚烧、餐厨厌氧、填埋、电子拆解等固废全产业链的覆盖。公司盈利也开始好转并进入上升周期, 2015 年公司归属于母公司股东的净利润 2352 万港元, 5 年来首度扭亏为盈。目前公司计划收购大股东首创集团旗下新西兰 BCG NZ51% 的股权, 收购完成后, 首创环境将获得新西兰最大固废公司 Waste Management NZ 的控股权。此项资产注入计划不仅将使公司获得 Waste Management NZ 先进的固废一体化处理方案, 预计每年还将给公司新增不低于 2.5 亿港元的归属净利润。依托首创集团的大力支持和优质固废资产的不断增加, 公司无论是从战略上还是业绩上, 都将进入重大拐点。

表 1、公司固废项目列表

项目名称	类型	获得方式	权益占比	日处理能力	项目进展
深圳平湖	焚烧	收购	46%	900t	已投运
惠州广惠（老厂）	焚烧	收购	97.85%	400t（新厂 1600t）	老厂已投运，新厂选址中
江西南昌	焚烧	原股东遗留	100%	1200t	已投运
湖北潜江	焚烧	中标	100%?	一期 2*300t，二期 300t	在建
江西高安	焚烧	收购	60%	一期 2*300t，二期 300t	待建
江西瑞金	焚烧	收购	51%	一期 400t，二期 400t， 总设计规模 1200t	待建
贵州都匀	焚烧	中标	100%	一期 2*300t，二期 300t	待建
山西临猗	焚烧	中标	100%	一期 2*300t，二期 300t	待建
贵州都匀	填埋	收购	91.75%	300t	已投运
贵州瓮安	填埋	收购	80%	150t	已投运
葫芦岛康达	填埋	收购	100%	424t	试运行
北京董村	餐厨厌氧	中标	20%	930t	已投运
江苏扬州	餐厨厌氧	中标	100%	一期 90t，总设计规模 200t	一期已投运
杭州萧山	餐厨厌氧	收购	70%	400t	在建
浙江宁波	餐厨厌氧	中标	100%	一期 400t，二期 400t	待建
山西晋中	餐厨厌氧	中标	100%	100t	待建
江苏苏北	电子拆解	收购	55%	200 万台/年	已投运
安徽鑫港	电子拆解	收购	95%	120 万台/年	已投运
山西临猗	环卫一体化	中标	100%	260t	试运行
河南南阳	环卫一体化	中标	100%	724t	在建
贵州都匀	环卫一体化	中标	100%	150t	待建
江西石城	环卫及焚烧 一体化	中标	N/A	N/A	待建
河南西华	环卫及焚烧 一体化	中标	N/A	焚烧一期 600t，总规模 1200t	待建
扬州	危废	协议	100%	3 万吨/年	筹建

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 1.2 公司主要业务覆盖固废全产业链

首创环境定位是固废全产业链一体化的综合性投资平台。目前公司已落实的总设计处理能力为焚烧 5500t、填埋 874t、餐厨厌氧 200t、电子拆解 320 万台/年以及环卫一体化 984t。截至 2015 年底，其在手项目总的投资规模已达 72 亿元，其中已投入建设 23.4 亿元。

图 2、首创环境固废项目数量

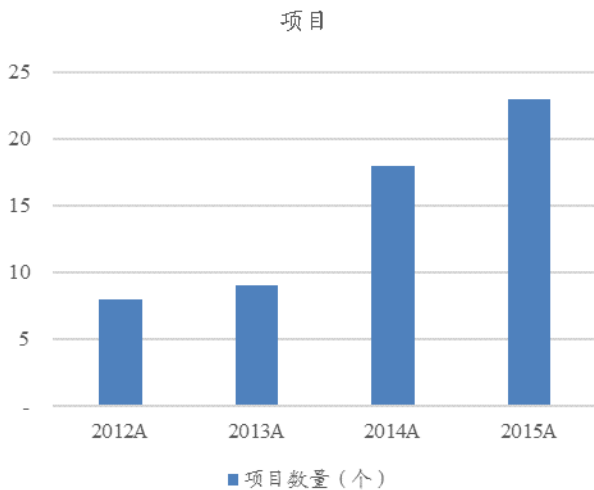
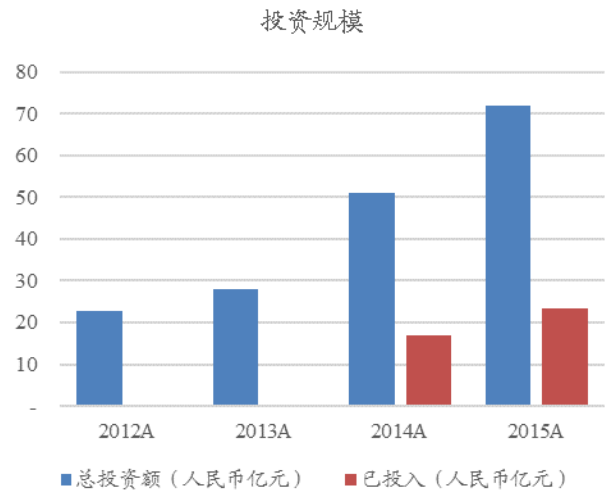


图 3、首创环境项目投资规模

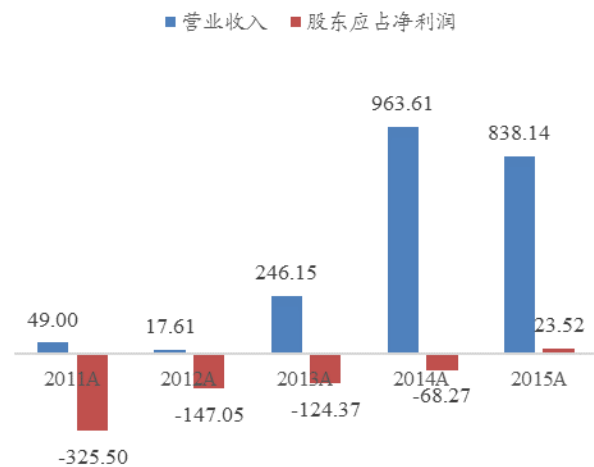


资料来源: Wind, 兴业证券研究所

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

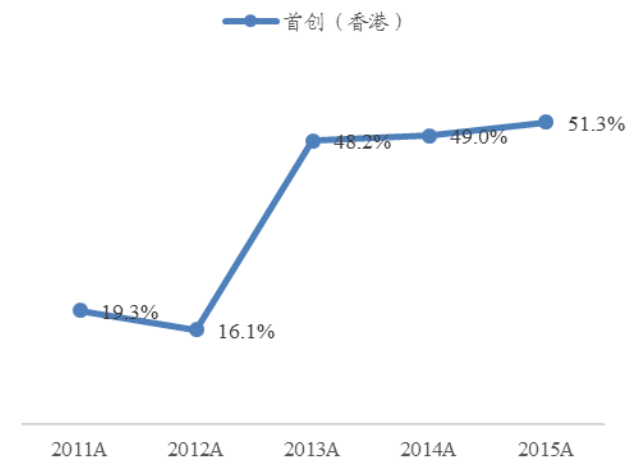
**首创集团入主后公司经营和盈利能力显著提升。**首创集团入主 5 年来, 新的董事会和管理团队对公司原有业务进行了全面的梳理和整顿, 并多次增持公司股份。在管理层努力下, 公司经营逐渐回归正常, 收入和净利润逐渐回升, 且于 2015 年首度实现了扭亏为盈, 当年实现归属净利润 2352 万港元。

图 4、首创环境收入及利润 (百万港元)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

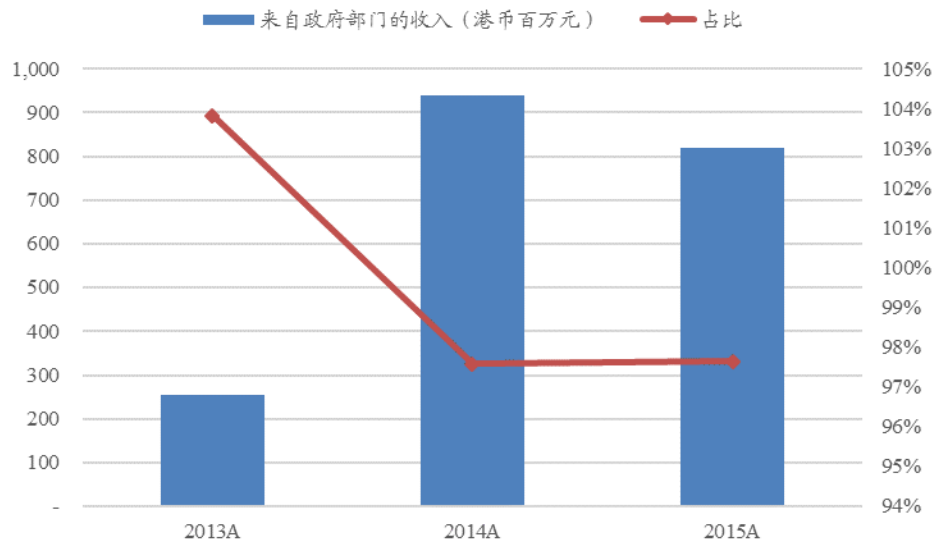
图 5、大股东持股比例不断上升



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

**公司主要经营面向地方政府的固废处理及综合利用业务。**目前首创环境旗下有多个固废 BOT 项目, 涵盖了生活垃圾焚烧、填埋、餐厨垃圾厌氧处理、环卫一体化和电子废弃物拆解等, 其盈利模式主要是对生活垃圾及废旧电器进行处理和综合利用, 从而获得国家 and 各级地方政府的服务费用及 (垃圾发电) 上网电费, 因此公司主要的客户为政府部门。2015 年, 公司来自政府部门的收入达 8.18 亿港元, 占总收入的 97.6%。

图 6、公司来自政府收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

从收入结构看，2015 年公司建设收入占全部收入的 30%，其余为运营业务。成本方面，因公司近两年建设收入主要来自南昌泉岭垃圾焚烧厂，该项目运作周期较长，基于保守起见并未确认建设利润，同时加上北京董村项目的拨备，导致建设业务成本较高，近年来建设收入毛利率为零甚至是负值。该现象在南昌项目竣工验收后将得到好转，预计其新中标项目的建设收入毛利率将达到 15%-20% 的行业正常水平。2015 年公司运营及其他业务毛利率 23.1%，主要由收入占比较高的电子拆解业务贡献，未来随着垃圾焚烧、环卫一体化等毛利率较高的 BOT 项目正式投运，运营业务的收入及毛利率还将有很大上升空间。

图 7、首创环境 2015 年收入构成

■ BOT建设 ■ BOT运营 ■ 利息 ■ 电子拆解 ■ 上网电费 ■ 顾问费

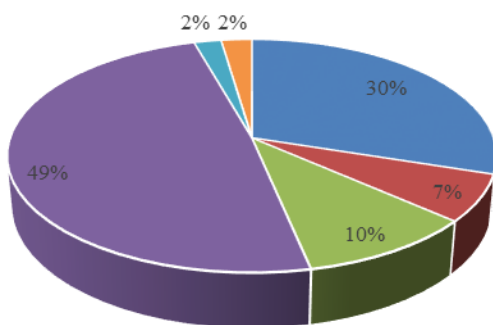
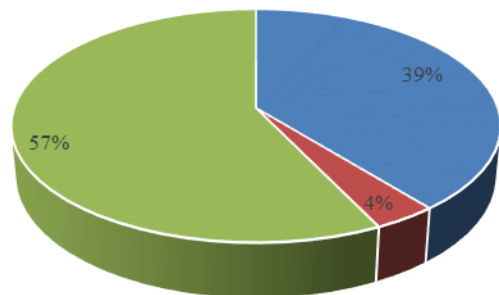


图 8、首创环境 2015 年成本构成

■ BOT建设 ■ 无形资产摊销 ■ 运营业务及其他

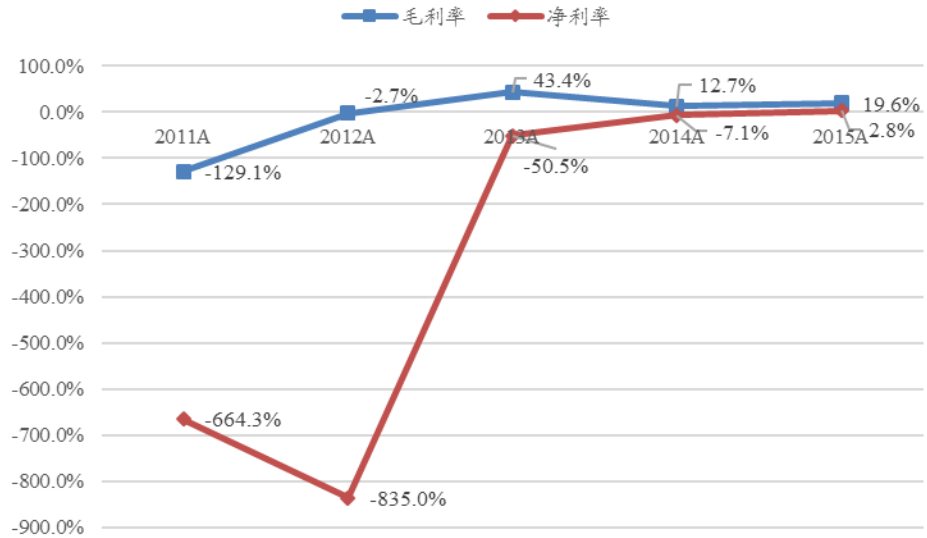


资料来源：Wind，兴业证券研究所

资料来源：Wind，兴业证券研究所



图 9、首创环境毛利率净利率变化



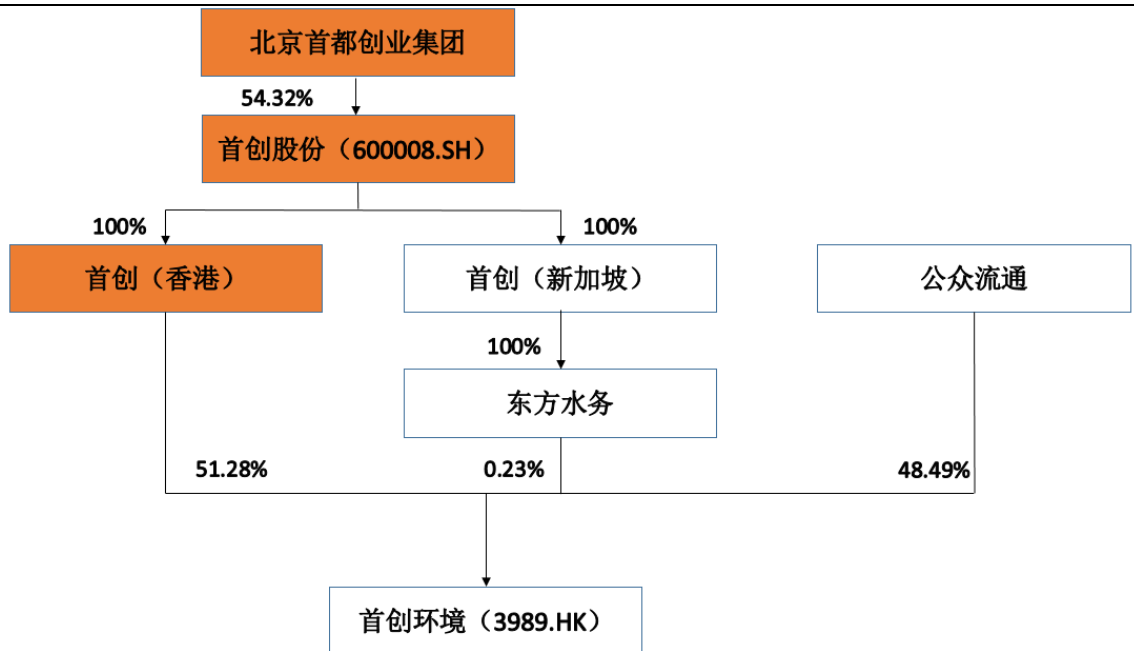
资料来源：Wind，兴业证券研究所

### 1.3 公司股权结构

首创环境实际控制人是北京国资委下属首都创业集团。公司现有总股本 97.53 亿股，全部为香港流通股，北京首都创业集团间接持有其中 50.24 亿股，占总股本的 51.51%，其余均为公众流通股。公司目前已启动增发计划，将向首创（香港）、首创华星配发 45.42 亿股新股，每股 0.40 港元，总代价 18.17 亿港元收购新西兰 BCG NZ51% 股权。如配股完成后，公司备考总股本将达到 142.95 亿股，其中首创集团合计持有 95.66 亿股，占总股本 66.92%。

实际控制人首创集团是北京市国资委所属的大型集团公司，其 4 大核心业务分别为环保、基建、房地产及金融服务，截至 2014 年底，首创集团总资产规模超过人民币 1851 亿元，收入规模人民币 238 亿元。集团旗下 A 股上市公司首创股份（600008.SH）是国内最大的环保水务集团之一，水处理规模达 1900 万吨/日，名列国内前茅。首创集团在国内环保市场深耕多年，凭借其丰富的管理经验和行业资源，以及国资背景的融资便利，首创环境将有望被打造为一流的环保固废平台型企业。

图 10、首创环境股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 2、生活垃圾处理：全产业链市场空间广阔

随着我国城市化程度的不断提高，城市人口快速增加，生活垃圾等固废处理设施建设存在巨大的增长空间。根据国家统计局数据，2014 年全年我国城镇生活垃圾清运总量已达到 2.45 亿吨，如按年化 4% 的增长水平，至 2020 年将达到 3.1 亿吨，保守按每吨垃圾的清运、焚烧及填埋等全部处理环节产生 200 元产值测算，则每年生活垃圾处理运营市场规模可高达 620 亿元。

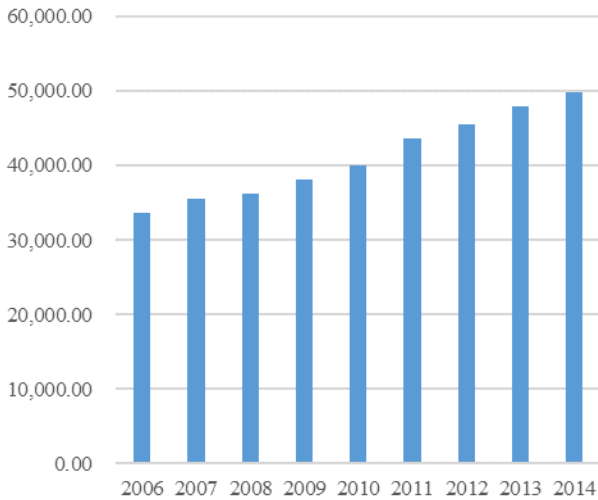
### 2.1 我国城市生活垃圾总量随城市化率不断增长

2015 年我国城镇人口已达 7.5 亿人以上，保守按人均每天产生生活垃圾 1.0kg 计算，每年产生的城市生活垃圾总量为 2.74 亿吨。考虑到目前我国城市化率与大多数发达国家相比仍处于较低水平，未来还有很大提升空间，以及伴随生活水平提高导致人均垃圾产生量持续上升，预计未来城市生活垃圾总量将继续保持较快速度增长。

近年来我国城市建成区面积和城市人口密度不断上升，生活垃圾的清运收集、道路保洁清扫等前端环卫环节，和焚烧、厌氧、填埋等中后端处置环节的需求不断增加，生活垃圾处理设施投资建设和运营的市场空间高速增长。而由于历史和技术路径等原因，目前各个环节之间市场化程度不一，产业链处于割裂状态，如何

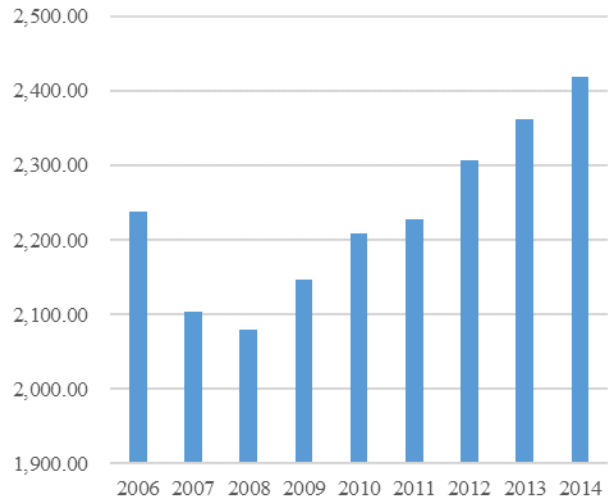
对生活垃圾全产业链进行高效、低成本的整合，已成为亟待解决的问题。

图 11、我国城市建成区面积（平方公里）



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

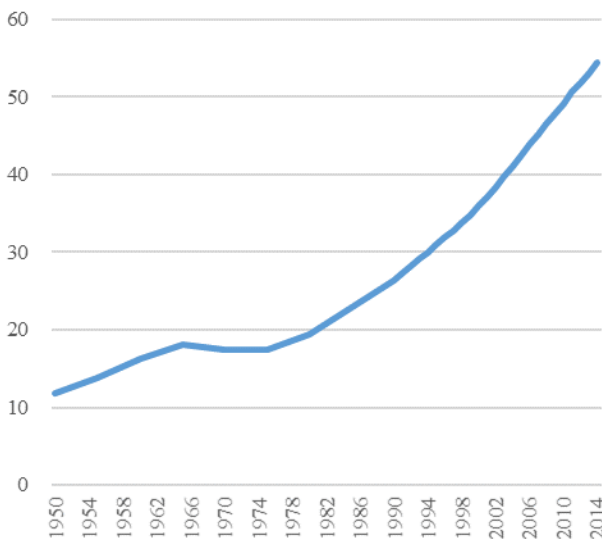
图 12、我国城市人口密度（人/平方公里）



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

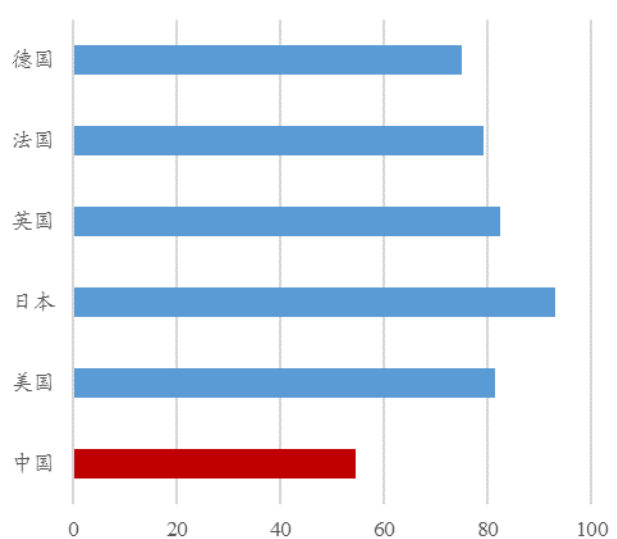
截至 2014 年底，根据联合国统计，我国城市化率已达到 54.41%，在改革开放以来取得了快速的增长。但与美国、日本等发达国家相比，仍处于较低水平。预计未来随着经济持续增长和区域不平衡的改善，中国城市化率将进一步上升，预计城市人口和人均收入的增加将使生活垃圾产生总量保持 4% 左右的增长率。

图 13、我国城市化率（%）



资料来源：联合国，兴业证券研究所

图 14、中国与发达国家城市化率比较（%）

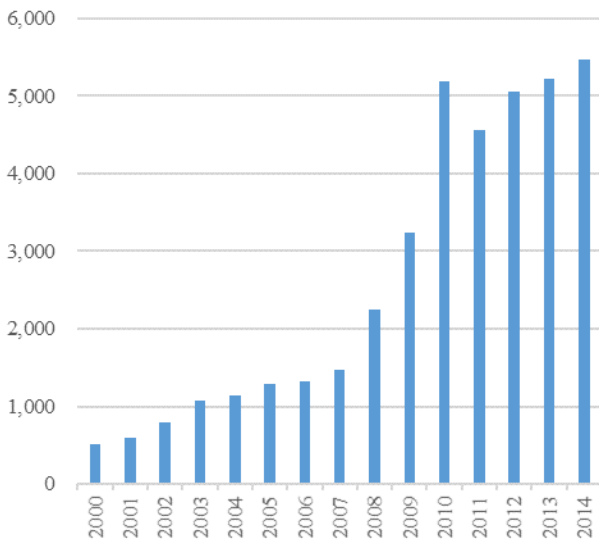


资料来源：联合国，兴业证券研究所

## 2.2 城市生活垃圾清运：智能环卫体系快速升级

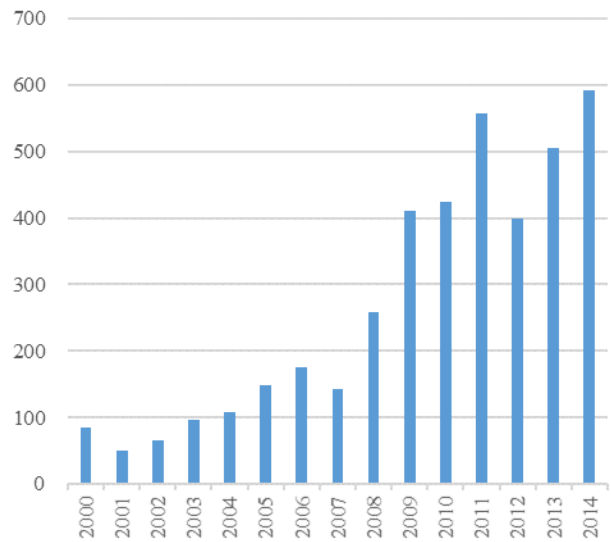
伴随城市化进程，我国城市环境基础设施的投资亦保持高速增长。截至 2014 年，中国城市环境基础设施投资额已达到 5464 亿元，其中市容环境卫生基础设施投资已达到 592 亿元。自 2000 年以来两者年化增长率分别为 18.4% 和 14.9%。

图 15、中国城市环境基础设施建设投资（亿元）



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

图 16、中国市容环境基础设施投资（亿元）

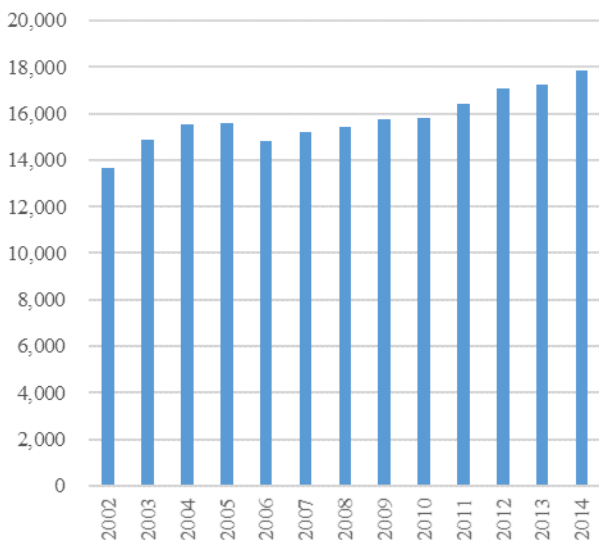


资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

基础设施投资带动生活垃圾清运能力快速增长。至 2014 年，城市生活垃圾清运量已达 1.79 亿吨，县城生活垃圾清运量达 6657 万吨，两者合计 2.45 亿吨，相对于生活垃圾实际产生总量，仍略有不足，主要短板在城市郊区及县城等区域。

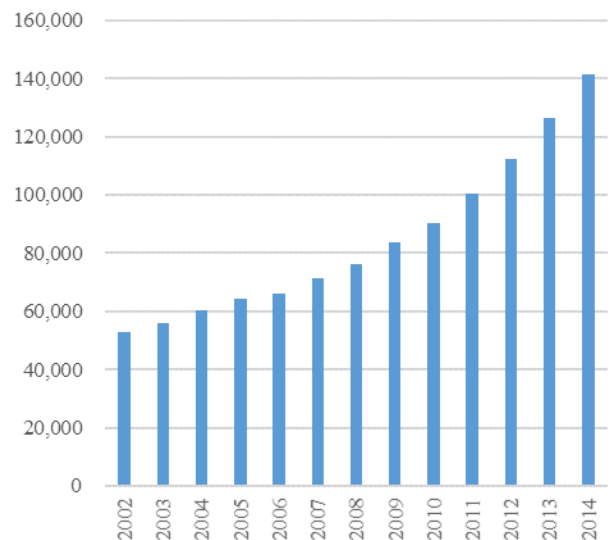
同时，城市环卫专用车辆设备也开始快速增长，从 2002 年 5.3 万台增长至 2014 年的 14.1 万台，增长了 2.68 倍。投资的提高和机械化率的提升，生活垃圾清运环卫市场正逐渐从传统的人力密集型行业转变为资本密集型行业。当前我国环卫机械与国际先进水平还有一定差距，城市环卫的现代化系统建设还在摸索当中。未来将互联网、自动控制以及新能源车等新技术引入环卫系统，加强对环卫设备的升级维护和环卫系统自动化、智能化建设将成为清运环节主要的发展方向。

图 17、城市生活垃圾清运量（万吨）



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

图 18、城市市容环卫专用车辆设备总数（台）



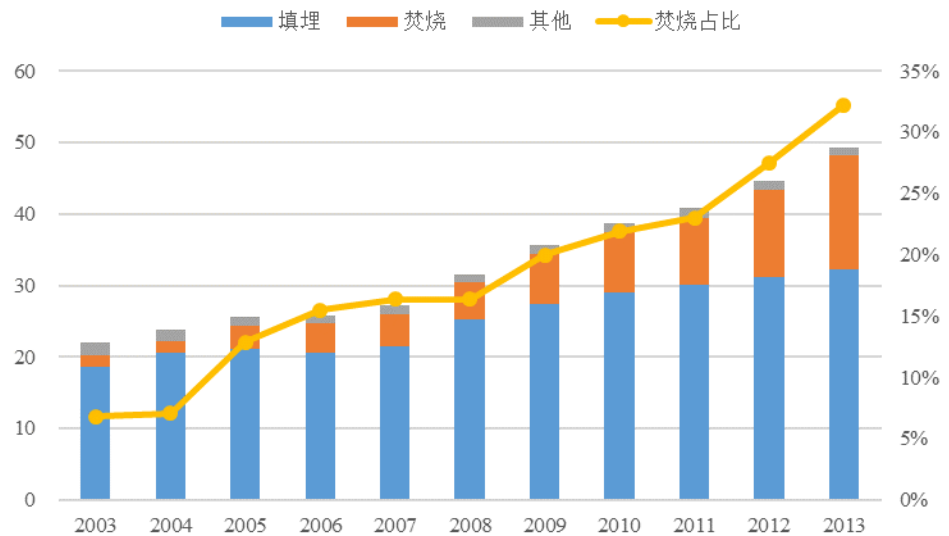
资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

### 2.3 生活垃圾无害化处理：焚烧占比迅速提升

相对于城市生活垃圾清运环节，无害化处理亦成为主要瓶颈之一。目前我国生活垃圾填埋处置占比约 70%，由于土地资源日益紧张，以填埋为主的处理方式将难以为继。根据“十二五”规划要求，2015 年底我国生活垃圾焚烧处理占比应达到 35%，预计到 2020 年将进一步提升至 50% 左右。焚烧将取代填埋成为生活垃圾无害化处置最主要的方式，“十三五”期间生活垃圾焚烧厂投资仍将保持快速增长，预计总投资将达到 1000 亿元的规模。

据住建部的统计，截至 2014 年底，城市生活垃圾无害化处理率为 86%，其中 70% 仍以填埋为主，焚烧占比 27.9%。与“十一五”末期相比，垃圾焚烧的处理率提升了将近 3 倍。当前垃圾焚烧设施建设仍在快速增长，据北极星环保网不完全统计，截至 2015 年 4 月全国有 22 万吨/日的垃圾焚烧设施已启动，其中包括在建项目 121 座，处理规模 11.9 万吨/日，签约项目 106 座，处理规模为 10.1 万吨/日。目前在建和签约的焚烧项目已多达 220 余座。

图 19、城市生活垃圾无害化处理能力构成及焚烧占比（万吨/日，%）



资料来源：住建部，兴业证券研究所

由于我国人口密度大，城市周边地区土地资源日益紧张，新的填埋场选址越来越难以满足需求。因此客观形势使得焚烧将逐渐成为主要的垃圾处理方式。“十三五”期间生活垃圾焚烧率有望进一步提升至 45%-50% 的水平。经测算，2015~2020 年行业投资缺口约为 1000 亿元，未来 5 年对应行业投资复合增速在 15% 左右。

表 2、垃圾焚烧市场空间测算

项目	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
生活垃圾年清运量(亿吨)	2.45	2.55	2.65	2.76	2.87	2.98	3.10
生活垃圾无害化处理率	86%	87%	88%	89%	90%	91%	92%
无害化处理能力(亿吨/年)	2.12	2.23	2.34	2.46	2.59	2.72	2.86
日处理能力(万吨/日)	70.16	74.21	78.06	82.10	86.34	90.79	95.45
卫生填埋产能(万吨/日)	50.58	51.69	52.16	52.32	52.10	51.41	50.17
垃圾焚烧产能(万吨/日)	19.58	22.52	25.89	29.78	34.25	39.38	45.29
垃圾焚烧处理率	27.9%	30.3%	33.2%	36.3%	39.7%	43.4%	47.4%
垃圾焚烧产能增量(万吨/日)		2.94	3.38	3.88	4.47	5.14	5.91
所需投资(亿元)		117.48	135.10	155.37	178.67	205.47	236.29

资料来源：兴业证券研究所

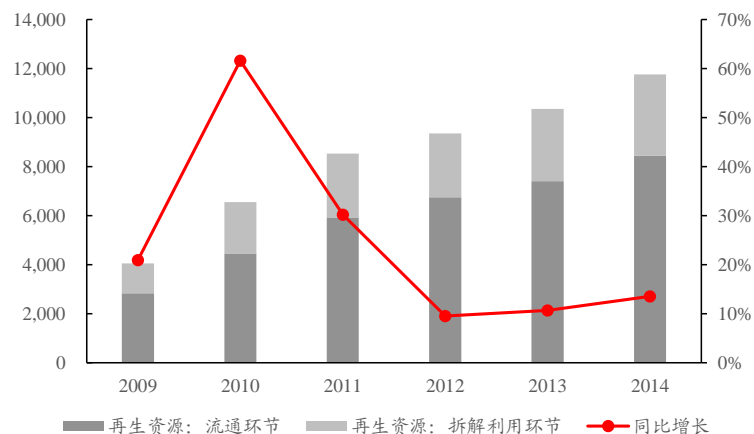
注：垃圾清运量按照 4% 增速假设，垃圾焚烧工程市场按照单吨投资 40 万元设定。

“十三五”期间，虽然垃圾填埋处理量占比将继续下降，但填埋场仍然是生活垃圾无害化处置流程的“终点”，垃圾焚烧减量化后的炉渣和飞灰经处理后最终仍将进行填埋处理。因此填埋场数量和总处理能力预计将保持稳定，仍将在整个生活垃圾处理产业链中发挥重要的辅助作用。

#### 2.4 垃圾资源化：市场规范化将为正规厂商带来更多机会

截至 2014 年，再生资源行业整体产值达到 1.2 万亿元。其中，流通环节产值达到 8455 亿元，拆解利用环节产值达到 3675 亿元。流通环节的再生资源产值由国家统计局公布，是流通环节再生资源销售额的合计值。拆解利用环节产值是国家统计局公布的制造业大类下的废弃资源综合利用业销售收入合计。从数据来看，再生资源产业中，流通环节产值达到拆解深加工环节产值的 2.3 倍，是整体产业的重要组成部分。

图 20、2014 年再生资源产值达到 1.2 万亿



资料来源：Wind，兴业证券研究所

未来行业规范化发展将为正规企业带来更多机会。目前资源化产业尚属早期发展阶段，拆解、流通各个环节效率较低、监管缺失，导致运行过程中往往造成较大

的二次污染和资源浪费。2014 年主要废弃物的平均回收处理率不到 60%。废旧家电 2014 年正规渠道拆解率仅有 61%，理论报废量与实际报废量之间差异明显。2013 年，报废汽车回收量为 135 万辆，回收比例不到 30%。

随着经济腾飞 10 年，积累的大量制成品成为现在的废弃物，废弃物产生的高峰期即将到来。电器电子产品理论报废量 2013 年达 1.10 亿台，未来 5 年复合增速有望达 20%。鉴于监管执法力度不断加强，正规渠道有望获取更高的增速。

## 2.5 餐厨厌氧：工艺尚不完善导致处理设施缺口巨大

我国从 2010 年开始尝试引入国外的餐厨垃圾厌氧处理技术，以解决国内餐厨垃圾问题。“十二五”期间计划全国新建餐厨垃圾处理设施 242 座，总处理能力 30215 吨/日，然而实际投资完成率严重低于目标，已建成的部分项目也存在运行状况不理想的问题。自 2010 年启动试点工作以来，国家发改委从 2011 年开始，每年推出一批餐厨处理试点城市名单，目前已累计推出 5 批共 100 个试点城市（区），但餐厨垃圾处理面临技术工艺适应性差、源头收集困难、处理成本居高不下等难题，大部分项目进度缓慢。

“十三五”期间餐厨垃圾的处理设施投资有望加速，拥有先进技术和优秀示范项目的厂商将有望获益。根据每名城市人口每天产生 0.10kg 餐厨垃圾计算，我国每天产生餐厨垃圾 7.5 万吨。餐厨厌氧处理设施单位投资 40 万元，则需 300 亿元投资。运营补贴按每吨 200 元测算，则年运营产值可达 55 亿元。

## **3、首创环境是固废产业链布局最为完善的平台企业**

在首创集团精心打造下，首创环境目前已经是国内产业链布局最为完善的固废企业。在项目获取方面，公司与大股东首创股份水务、固废协同一体化发展；在项目运营方面，公司通过垂直一体化的产业链布局，在各个处理环节之间优化协同，更具竞争优势。目前公司正在启动大股东旗下新西兰固废资产注入计划，交易完成后每年预计将新增归属净利润 2 亿港元左右，盈利能力大幅提高。公司发展有望全面迎来拐点。

### 3.1 首创集团鼎力支持，助力公司快速发展

公司控股股东为北京首都创业集团有限公司。首创集团是北京市国资委所属的特大型国有集团公司，经过 18 年的发展，首创集团已经构建起水务环保、基建、房

地产和金融服务四大核心主业，并发展成为资产千亿、布局全国、拥有多家上市公司，国际化运作能力强，比较竞争优势鲜明，具有良好品牌和社会影响力，连续多年跻身全国 500 强，积极推动城市化建设的大型国有产业投资控股集团。自 2011 年入驻以后，首创集团在多方面给予公司有力支持，推动公司进入快速扩张期。

**资金支持——多元化融资渠道降低公司融资成本。**首创集团接管以后，不仅替公司偿还了北京董村项目延误导致的 2 亿罚款，还先后为公司累计提供 5.53 亿港元的低息贷款。其良好的声誉及资本实力也使公司易于以更低的成本从银行等多种渠道获得资金。

**表 3、大股东首创香港对首创环境的贷款**

贷款时间	到期日	金额（万元）	年利率	贷款状态
2013	借方要求	CNY4000（HKD5000）	7.2%	已偿还
2013	借方要求	CNY2100（HKD2625）	6.9%	已偿还
2013	借方要求	CNY3600（HKD4500）	6.9%	已偿还
2014	借方要求	USD800（HKD6200）	5.5%	已偿还
2014	2015 年 9 月	HKD15000	5.5%	已偿还
2013	2015 年 10 月	HKD22000	5.13%	已偿还

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

**项目支持——良好的政府关系网络保证公司项目获取能力。**首创集团与全国 37 个省市的政府保持良好的合作关系，项目范围覆盖北京、天津、成都、湖南、河北、山东等省市以及东北、华中、长三角、长江流域、珠三角等地区，其良好的政府关系网络大大增强了公司在项目取得上的竞争优势。同时，公司与首创集团在业务上亦具有明显的协同效应。

**表 4、首创集团项目分布**

地区	项目分布城市
京津冀地区	北京、天津、石家庄、廊坊、定州、秦皇岛
东北地区	哈尔滨、沈阳、葫芦岛、大连、盘锦
华中地区	太原、东营、青岛、临沂、安阳、西安、宝鸡、渭南、郑州
长三角地区	上海、南京、徐州、无锡、杭州、余姚、湖州、金华、绍兴、宁波
长江流域地区	重庆、成都、合肥、淮南、马鞍山、安庆、铜陵、九江、武汉、施恩、长沙、岳阳、益阳、张家界、株洲、娄底、邵阳、吉首、乾州、茶陵、攸县、醴陵
珠三角地区	广州、深圳、佛山、东莞、梅州、福州

资料来源：首创集团官网，兴业证券研究所

**品牌支持——品牌效应全面提升公司声誉。**为了更好地借助首创的品牌效应，公司已更名为“首创环境控股有限公司”。得益于首创集团在国内强大的影响力，公司更名以后声誉得到了极大提升，无论是市场认可度还是政府的信任程度均得以增强。

**管理支持——丰富的环保水务从业经验助力公司快速成长。**借助自身在城市公共



基础设施建设投融资领域超过十年的丰富经验，首创集团为首创环境提供了强大的管理支持，包括完善的工程管理体系、高效的营运管理体系以及专业化的人力资源队伍，以助力公司快速成长。

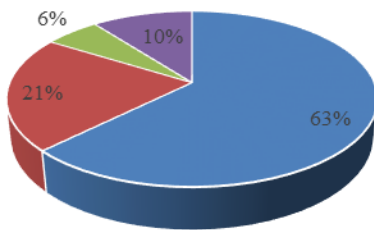
### 3.2 新西兰优质固废资产注入，领跑固废一体化大时代

首创环境已于 2015 年 11 月正式启动增发收购大股东旗下 BCG NZ51% 股权。BCG NZ 是首创集团位于新西兰的全资子公司，旗下主要资产是新西兰境内最大固废一体化处理商 Waste Management NZ (WMNZ)。该公司拥有涵盖整个固废处理环节垂直一体化的管理经验及技术实力，占有新西兰固废处理市场 30% 以上的份额，是新西兰最大的固废处理商。预计 WMNZ2016 年税后净利润折合港币 4 亿元左右，收购完成后不仅将给公司带来丰厚的业绩增厚，其先进的管理经验也将增强公司在国内固废市场的竞争力。

WMNZ 的固废业务涵盖生活垃圾收集、清运、填埋、回收和技术服务等多个环节，公司每天收集生活垃圾 2900 吨，处理能力 3600 吨以上。公司拥有自己的垃圾转运站、专业化清运车队和填埋场等设施，年填埋量 58 万吨。此外，WMNZ 还有一部分危废处理业务，拥有多达 8 个危废处理设施，其在新西兰国内危废市场份额达 56%。

图 21、2015 年 WMNZ 收入结构

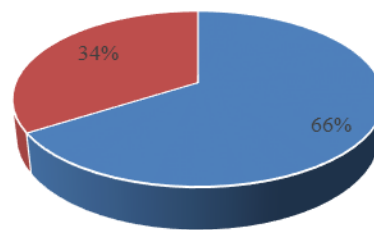
■ 收集 ■ 填埋 ■ 回收 ■ 垃圾管理技术服务



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 22、WMNZ 盈利区域分布

■ 奥克兰、基督城、惠灵顿地区 ■ 其他



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

WMNZ 盈利能力较强，2015 年公司实现收入 24.18 亿港元，归属净利润 3.36 亿港元，经营性现金流量净额 5.39 亿港元。收购完成并表后，将极大增强首创环境的盈利能力和各项财务表现，有助于推动公司估值回归至合理正常水平。

表 5、2015 年 WMNZ 并表前后备考财务指标

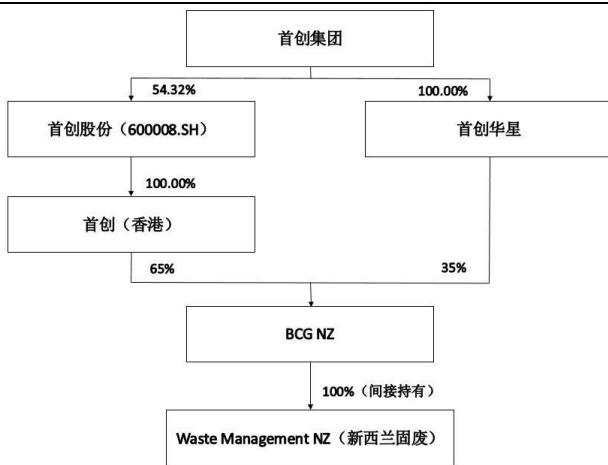
指标	并表前	并表后 (备考)
收入 (千港元)	838,138	3,255,842
归属净利润 (千港元)	23,518	176,433
毛利率	19.57%	28.23%
净利率	2.81%	5.42%
ROE	0.90%	4.65%
资产负债率	32.56%	51.11%
EPS (港仙)	0.24	1.23
PE	132.71	25.93
BPS (港元)	0.266	0.265
PB	1.20	1.21
每股经营现金流 (港元)	-0.050	0.003

资料来源:公司公告,兴业证券研究所

根据披露的收购方案,BCG NZ 独立估值 36.50 亿港元,首创环境将分别对首创(香港)和首创华星增发股票以收购其 BCG NZ 51% 股份,交易对价 2.34 亿美元(18.17 亿港元),折合 2015 年 PE10.9 倍。作为优质的海外固废资产,本次收购完成将使首创环境的业务范围拓展至新西兰,有助于提高首创品牌在国际固废市场的知名度和影响力,我们认为交易价格较为合理。

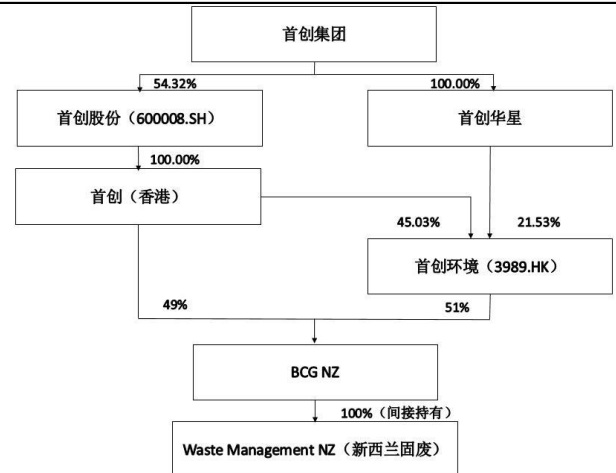
WMNZ 在新西兰有 100 多年的固废处理业务经营历史,拥有涵盖新西兰本土固废处理全产业链一体化的管理经验及技术实力,其先进的商业模式对于国内快速发展的城市固废一体化领域具有十分重要的借鉴意义和战略价值。目前首创环境已开始将其固废一体化模式引入国内,目前已经落地山西临猗等多个一体化项目,开创了中国企业在这领域的先河。根据初步测算,固废一体化项目的内部收益率可接近 20%,远高于普通焚烧、填埋等单个项目 8-12% 的水平。该模式如能在国内成功推广复制,将对首创环境的固废业务起到巨大的推动作用。

图 23、收购完成前 BCG NZ 股权结构



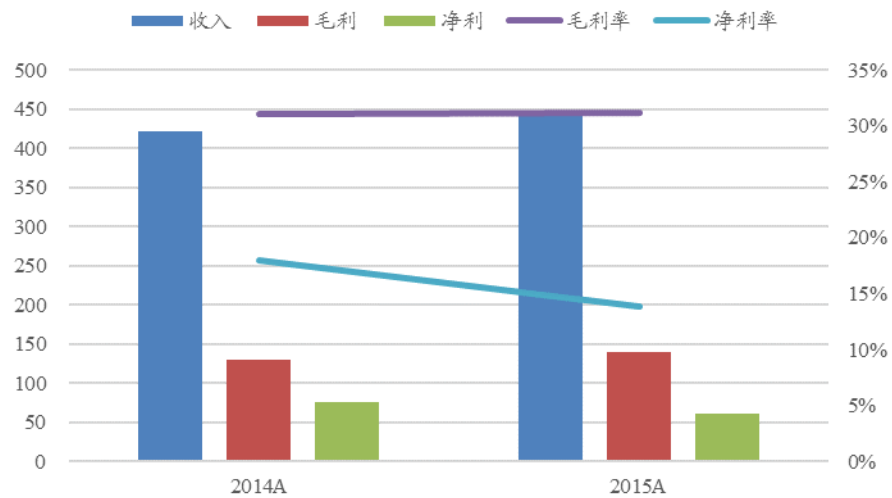
资料来源:公司公告,兴业证券研究所

图 24、收购完成后 BCG NZ 股权结构



资料来源:公司公告,兴业证券研究所

图 25、WMNZ 业绩表现 (百万新西兰元)



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 6、首创环境已签约固废一体化项目

名称	类型	合同模式	处理规模	投资金额	状态
山西临猗	环卫一体化	BOT	260t/d	1700 万元	已投运
河南南阳	环卫一体化	BOT	724t/d	2.45 亿元	在建
贵州都匀	乡镇环卫一体化	BOT	150t/d	N/A	筹建
江西石城	环卫及焚烧一体化	BOT	N/A	N/A	筹建
河南西华	环卫及焚烧一体化	BOT	收运 350t/d 焚烧 1200t/d	环卫 4500 万元 焚烧 3 亿元(一期)	筹建

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 3.3 垃圾焚烧领域快速扩张，形成垃圾处理中坚力量

垃圾焚烧将成为我国未来主流的生活垃圾无害化处置方式，在生活垃圾无害化处理中的占比达到 50% 以上，是固废处理产业链上的中坚力量。首创环境正在垃圾焚烧领域进行快速扩张，通过收购和竞标等多种方式获得新项目，目前垃圾焚烧已经成为公司最核心的业务板块。

首创集团在入主新环保能源之后首先收购了惠州广惠项目，并对原股东遗留的南昌泉岭项目进行了全新的设计和再造。此后公司通过中标和收购的方式迅速扩大垃圾焚烧的处理规模。截至目前公司控股和参股的垃圾焚烧总处理量已达到 8500 吨/天（不包含一体化项目），其中已投运 2500 吨/天，另有 2200 吨/日已具备开工条件，我们预计公司的垃圾焚烧处理能力将在 3 年内增加至 2 万吨/天左右，跻身国内一线的垃圾焚烧厂商队伍。

目前南昌泉岭项目经过一年多的试运营后终于于 2016 年 8 月正式完成验收投入商运。新收购的江西高安和江西瑞金两个项目还在进行过户手续，湖北潜江项目已

经于今年3月开工建设，贵州都匀一期也已具备开工条件，预计年内即将开工。惠州广惠400吨/天的老厂根据协议即将停止运行，新厂规划产能1600吨/天，目前已进入选址公示阶段，预计将在2年内建成，建成投运后将作为公司新的旗舰项目。

**表 7、首创环境生活垃圾焚烧项目**

项目	权益占比	处理规模(吨/天)	处理费补贴(元/吨)	投资额
深圳平湖	46%	900	128	N/A
南昌泉岭	100%	1200	78	6亿元
惠州广惠	97.85%	400(新厂1600)	146	10亿元
山西临猗	100%	900	N/A	N/A
贵州都匀	100%	900	N/A	一期2.77亿元
湖北潜江	100%	900	N/A	一期2.6亿元
江西高安	60%	900	65	3.3亿元
江西瑞金	51%	1200	69	一期2.36亿元

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 3.4 垃圾填埋稳步扩张，产业链终端有保障

首创环境旗下目前有3个生活垃圾卫生填埋场，分别分布于贵州和辽宁，均通过并购得到。填埋虽然在生活垃圾无害化处理中占比将逐渐下行，但卫生填埋场定位为生活垃圾处理的最后一环，将继续扮演整个产业链“终点”的重要角色。随着新的填埋场建设减少，和存量填埋场的填满封场，填埋场的资源属性还将日益突出，其处理单价将有逐年上升的趋势。

目前大股东首创股份借助其在各地开发水务项目的资源优势，已拥有约3000吨/日规模的卫生填埋场储备。基于集团对首创环境的定位，预计这批资产今后也将逐渐注入首创环境，未来对于公司产业链的完善和项目拓展将起到积极的协同作用。

**表 8、首创环境卫生填埋场项目**

项目名称	持股比例	收购金额(万元)	收购时间	日处理量	处理费补贴(元/吨)
贵州都匀	100%	3300	2012年8月	300t	125
贵州瓮安	100%	2100	2012年8月	150t	120
葫芦岛康达	100%	365(股权) 3185(债务)	2014年9月	424t	77

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 3.5 世界领先的厌氧技术储备，精心建设优质餐厨项目

首创环境与世界领先的厌氧公司德国Strabag建立有战略合作关系，往中国引进了世界领先的干式、湿式厌氧消化技术。在接手原管理层北京董村项目之后，公司又中标了扬州餐厨、宁波厨余垃圾、和晋中餐厨项目，收购了杭州萧山项目。公

司目前在手的餐厨项目总储备已达到 2430 吨/天，是国内最大的餐厨垃圾处理投资方之一。依托先进技术储备，以及目前精心打造的示范项目，将迅速树立公司在国内餐厨界的品牌影响力，未来在“十三五”期间有望获得更多项目。

公司合作伙伴德国 Strabag 公司拥有行业领先的干、湿式厌氧消化处理技术，并且在厌氧消化处理项目的规划、建设、运营方面有着超过 30 年的行业经验，为全球 40 多个国家 500 多个工厂提供长期技术及设备支援。

目前北京董村项目已经建成投入试运行。公司一手打造的扬州餐厨项目一期也已建成投运，目前处理量保持在 70 吨/天以上。公司今年新中标的宁波厨余垃圾项目总设计规模达到 800 吨/天，是国内最大的餐厨项目之一。

**表 9、首创环境旗下餐厨厌氧项目**

项目名称	权益占比	获得方式	处理规模	处理费(元/吨)
北京董村	20%	原股东	930t	85
扬州	100%	中标	200t	202
杭州萧山	70%	收购	400t	210 元
宁波	100%	中标	800t	N/A
山西晋中	100%	中标	100t	N/A

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 3.6 围绕产业链深度延伸，危废领域提前布局

除传统的生活垃圾处理项目之外，首创环境还积极在其他相关固废领域进行布局，对产业链进行深度挖掘。目前公司已经与扬州工业园区签订了一个危废框架协议，在四川眉山与当地公司欣欣环保成立一家合资公司共同开发眉山危废项目。

大股东首创（香港）2015 年以 2.46 亿新币（约合人民币 11 亿元）收购了新加坡排名第一的危废处理企业 ECO 公司，未来该部分资产也有望注入首创环境旗下，通过引进其先进的危废处理技术，公司在国内危废领域亦有望获得快速发展。

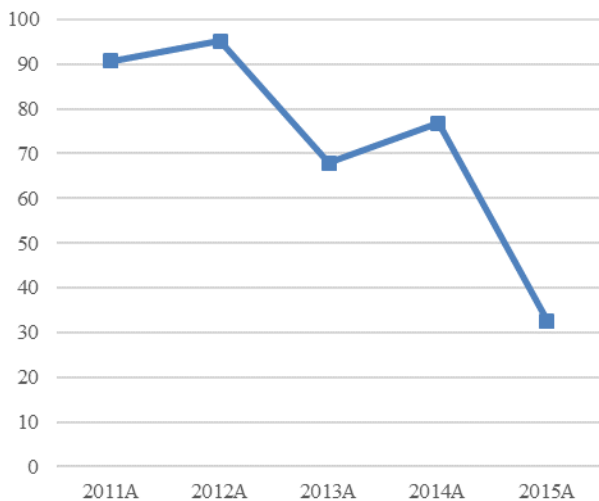
## 4、财务分析

首创环境在 2015 年内进行了供股，募集资金 21.3 亿港元，极大的缓解了公司过去几年一直存在的资金紧张局面，为今后的快速发展创造了较好的基础。截至 2015 年底公司在手现金及现金等价物共 12.07 亿港元，创历史最高，完全可以满足未来 5-6 个新项目建设的资本开支。

南昌泉岭项目投运和 BCG NZ 资产注入完成后，公司的盈利能力将大幅提升，现金流有望好转。此外，在大股东首创集团的支持下，公司融资方面较其他竞争对

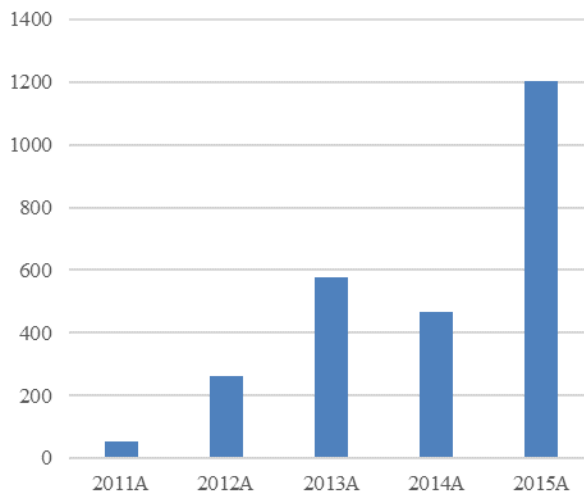
手更具优势，未来有充足的资金支持公司在固废领域的快速扩张。

图 26、首创环境资产负债率 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 27、首创环境在手现金及现金等价物 (百万港元)



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 5、盈利假设及投资建议

### 关键假设：

- 1) 年内完成新西兰 BCG NZ51% 资产注入，并会计上全年并表；
- 2) 湖北潜江、贵州都匀 2 个垃圾焚烧厂开工建设并产生建设收入；
- 3) 一体化项目如期开工建设。

根据假设，我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 35.20/38.72/42.59 亿港元，归属于股东的净利润 1.86/2.30/2.61 亿港元，摊薄后 EPS 分别为 1.90/2.35/2.67 港仙，对应当前股价 PE 分别为 24.6/19.9/17.6 倍。

公司短期处于基本面的关键节点，短期业绩尚不能完全体现企业价值，且公司今年完成海外并购所需审批周期较长，所产生的中介费用也会对短期业绩造成一些影响。但我们仍看好公司固废一体化的长期发展战略，以及背靠首创集团的资源优势。公司配股完成后备考市值 45.74 亿港元，大股东持股比例上升至 68%，未来仍有较大的成长空间。我们首次给予公司“增持”评级，建议投资者对公司核心基本面的变化保持关注。