

打造具有世界影响力的综合环境服务商

核心观点:

● 背靠大股东首创集团，打造综合环境服务商

首创集团是北京市国资委所属的大型国有集团公司。经过18年的发展，首创集团已经构建起水务环保、基础设施、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。

首创股份是一家由首创集团控股的上市企业，主营业务为基础设施的投资及运营管理。公司发展方向定位于中国水务市场，专注于城市供水和污水处理两大领域。近年来，公司逐步介入了固废处理市场，主要涉及了市政生活垃圾处理等业务。公司未来将以水务为主体，根植于中国环境产业领域，努力打造成为具有世界影响力的国内领先的城市环境综合服务商。

● 水务领域加速扩张，水务产业链不断完善

公司主要业务涵盖城市自来水生产、供水、排水等各个生产和供给领域，公司经过多年的发展，已经在北京、天津、湖南、山西、安徽等城市进行了水务投资，目前已初步完成了对国内重点城市的战略布局，参股控股的水务项目遍及国内16个省区和40个城市拥有参控股水务项目，水处理能力达1500万吨/日。公司本次定向增发资金主要用于水务环保项目，其中污水处理类项目总投资7.55亿元，新增产能31万吨/天，提标改造25万吨/天，新增项目规模主要在2-5万吨/天，业务区域集中在三四城镇，有些为乡镇污水处理厂；供水类项目总投资8.93亿元，新建产能38万吨/天，改扩建产能40万吨/天；垃圾处理项目总投资1.2亿元，设计产能600吨/天，主要为填埋及渗滤液处理。从公司对外投资公告统计，2014年以来公司新增产能有100多万吨/日，随着各地水务市场改革的推进，公司产能扩张速度有望加速。

公司的水务产业链不断完善，从以往单纯的做运营服务，扩展到水务建设领域。子公司首创爱华专注于市政与环境工程领域，以EPC工程总包管理及运营管理等，近几年水务建设业务高速增长。公司从以往的城市水务业务，逐步扩张到农村水务市场，去年初以来，公司陆续投资建设了北京市延庆县香营乡污水厂等八个乡镇污水项目。去年公司收购了苏州嘉净环保51%股权，嘉净环保专业从事村镇分散污水处理成套设备，公司将全面进入农村污水处理市场。另外，公司业务从自来水供应，到污水处理，延伸到后续的污泥处置，新兴的再生水领域。公司手握水务运营资产的资源，在后续的提标改造、污泥处置、再生水等业务中具有当仁不让的先发优势。

首创股份（600008.SH）

推荐 维持评级

分析师

邹序元

☎：(8610) 6656 8668

✉：zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020009

冯大军

☎：(8610) 6656 8837

✉：fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080001

● 固废领域加快布局，固废业务平台正在形成

公司本部从 2013 年开始在湖南省的垃圾处理业务快速拓展，目前已有几个建成和在建的垃圾填埋、焚烧及综合处理的项目。另外，公司通过增资首创（香港）收购控股了首创环境。首创环境是国内领先的综合废物处理方案和环保基础设施建设服务之供应商，业务遍布全国 14 个省市，目前在手项目主要有：生活垃圾 6000 多吨/日，餐厨垃圾 1000 多吨/日，拆解废旧家电 260 万/年，报废汽车 5 万台/年。未来公司本部和首创环境在固废业务上将积极合作，充分发挥境内外市场的优势，产生良好的协调效应。

2014 年初首创集团中标收购了新西兰最大固废处理公司 Transpacific New Zealand (TPI NZ)，收购对价 9.5 亿新西兰元。2014 年 6 月 30 日正式签约，成立首创新西兰环境治理有限公司。集团公司已经开始拓展海外环保市场。

TPI 集团新西兰垃圾公司(TPI NZ)是新西兰垃圾处理领域的龙头企业，在新西兰市场占有率超过 30%，排名第一，市场份额近第 2 名的 2 倍，是新西兰仅有的 2 家业务贯穿垃圾处理的整个产业链，实现上下游协同效应的垃圾处理服务商。它盈利来源于奥克兰、基督城、及惠灵顿市周边地区市场；垃圾收集贡献近 51% 的利润，其次分别为垃圾填埋、液体垃圾处理、回收利用。约有 30 万订单客户，拥有 21 个分支机构，业务覆盖新西兰 20 多个县市。

● 公用事业价格改革推进，环保产业政策将密集出台

为了充分发挥水价在促进节约用水和提高用水效率中的作用，《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》明确提出要积极推进水价改革。工业和服务业用水要逐步实行超额累进加价制度，拉开高耗水行业与其他行业的水价差价。合理调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度。从长期看，自来水价格、污水处理价格将呈上升趋势。

三部委近日联合印发《污水处理费征收使用管理办法》，根据《办法》，向城镇排水与污水处理设施排放污水、废水的单位和个人，应当缴纳污水处理费。向城镇排水与污水处理设施排放污水、废水并已缴纳污水处理费的，不再缴纳排污费。向城镇排水与污水处理设施排放的污水超过国家或者地方规定排放标准的，依法进行处罚。《办法》明确，严禁对企业违规减免或者缓征污水处理费。已经出台污水处理费减免或者缓征政策的，应当予以废止。

2015 年是环保政策密集出台之年。今年 1 月 1 号新的环保法已经实施，“水十条”也已经完成部委会签，正在等待国务院常务会议审议，有望近期出台，水十条规划实施将带动 2 万亿的总投资。本次规划主要涉及的内容可能有：市政污水提标改造、工业污水提标、回用与零排放、水体修复和维护技术需求、供水安全设施、节水设施、防洪排涝、污泥处理等方面。另外，环境税、环境基金、土壤修复、“十三五”环保规划等也在积极讨论审议中。

● 投资建议：打造具有世界影响力的综合环境服务商

在不考虑外延收购的情景下，我们预计 2014-2016 年公司每股收益分别为 0.3 元、0.36 元和 0.45 元（15-16 年考虑增发摊薄），对应市盈率为 42x、35x 和 28x。如果考虑收购，将形成超预期因素

公司以水务为核心，加速水产业链的整合，加速在农村水务、再生水、污泥处置等新兴市场的扩张。同时，公司积极布局固废处理产业链，即将步入收获期。公司正在成为“水+固废”的环保国企蓝筹。我们维持“推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，冯大军，环保等公用事业行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn