

公司快评

公用事业行业

水务

首创股份 (600008)
中性

(维持评级)

2009年3月27日

分析师: 谢达成

电话: 021-68866236

Email: Xiedc@guosen.com.cn

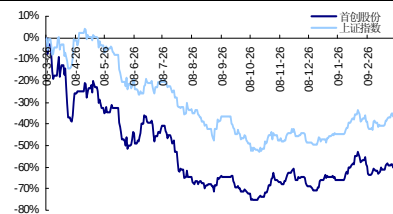
分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

Email: xuyz@guosen.com.cn

年报点评

项目陆续投产将带来主业稳步增长

一年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据

(3月26日)

上证综指	2361.70
52周日均换手	1.94%
52周价格波动	3.62-15.85
总股本(百万股)	2200
流通股(百万股)	841
息率	2.7%

资料来源: 国信证券经济研究所

- **收入同比增长 22.9%，归属母公司净利同比下降 49.2%，高于预期**
 公司 08 年全年实现收入 17.3 亿元，同比增长 22.9%；利润总额 4.3 亿，同比下降 36.3%；归属母公司净利 2.6 亿，EPS0.12 元，同比下降 49.2%，与公司 1 月 23 号预减公告基本一致，高于我们预期。

高于预期主要原因：（1）主业方面，子公司马鞍山水厂、秦皇岛水厂工程收入在四季度的集中确认；（2）股票投资收益方面，考虑当时二级市场环境，我们对公司 08 年该部分收益做了较为保守的预测；（3）核心投资收益方面，联营企业“北京市绿化隔离地区基建公司”收益的不可持续性造成该部分收益不稳定。以上三者各造成利润偏差均为 3000 万左右。

- **股票投资收益下滑、免税取消和财务费用为业绩下滑三大主因**

从净利润下降的构成看，主要是股票投资收益缩水（占 50.4%）；其次是主营业务净利润下降（占 28.5%），公司 08 年水务业务收入增长 26.15% 但由于财务费用和电力成本上升，利润总额只增长 6.33%，而京城水务免税取消（全年约为 6000 万）则最终造成主业净利下降。

- **09-11 年主业将稳步增长**

（1）**09-11 年主业增长更多来源于污水项目投产**。根据投产进度测算，公司未来三年投产污水产能分别为 42、75、75 万吨/日，收入增长分别为 24.98%、26.16% 和 29.66%；而自来水方面在建项目只有东营第二自来水厂，并在 2010 年投产；快速路 08 年由于奥运期间车辆限行增长缓慢，预计 09 年将恢复至 20% 以上增长率；酒店业务将基本保持稳定。（2）**核心投资收益有望在 2010 年后较大改观**。合营企业通用首创 08 年亏损接近 1 个亿，2010 年后将扭亏为营，这将成为公司核心投资收益的主要贡献点。（3）**分离交易可转债若成功发行将改善公司现金流**。若 09 年内发行，将每年增加现金流约 3600 万，根据所采取会计处理方法，业绩增厚在 6 年期满后集中体现，按 WACC=10%，1:1 行权测算，企业价值增加约为 0.06 元。

- **盈利预测与投资评级**

和原先判断一致，08 年是公司最艰难的一年，各种业绩不利因素已经体现，但估值仍处于较高水平。京城水务 90 万吨试运行产能截至目前仍未正式投产，收入只覆盖成本。不考虑其正式投产、水价上涨以及分离交易可转债，我们将 09、10 年 EPS 从 0.13、0.14 元上调为 0.14 和 0.16 元，对应 PE 分别为 41.7 和 38.5，PB 分别为 2.7、2.2，暂维持“中性”投资评级。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1: 首创股份近 2 年单季业绩及指标

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	YoY	QoQ
营业收入	303.0	333.6	376.1	398.0	332.6	397.6	409.4	594.6	49.4%	45.2%
营业成本	172.5	186.2	211.6	231.6	193.2	219.4	226.3	366.8	58.4%	62.1%
营业税金及附加	2.0	2.2	2.1	3.7	2.7	3.0	3.6	6.1	64.6%	69.2%
销售费用	9.5	9.9	9.3	1.5	9.2	8.4	9.4	7.2	382.6%	-23.0%
管理费用	54.2	55.8	66.7	101.9	70.8	74.1	77.8	88.9	-12.7%	14.3%
财务费用	31.6	28.7	32.7	26.9	50.3	44.5	58.9	57.9	115.3%	-1.7%
资产减值损失	0.0	(1.7)	0.1	6.6	(0.1)	0.3	0.0	2.7	-59.5%	-
公允价值变动收益	37.0	(24.8)	15.9	(36.0)	(40.1)	20.5	(9.8)	16.4	-145.6%	-267.7%
投资收益	(6.8)	105.9	17.7	106.1	0.1	(22.0)	3.2	46.9	-55.8%	1364.5%
营业利润	63.3	133.6	87.0	95.9	(33.5)	46.3	26.9	128.2	33.7%	376.8%
营业外收入	72.4	72.8	72.8	86.1	65.1	65.3	65.2	82.0	-4.8%	25.8%
营业外支出	0.4	1.0	0.8	5.9	3.0	6.0	1.6	1.3	-78.1%	-19.3%
利润总额	135.3	205.4	159.0	176.2	28.6	105.6	90.5	209.0	18.6%	130.9%
所得税费用	16.5	21.9	5.7	12.4	6.6	26.3	20.3	26.1	110.7%	28.7%
少数股东损益	20.6	29.1	30.5	28.8	10.9	24.2	23.3	35.0	21.5%	50.2%
净利润	98.2	154.4	122.8	134.9	11.1	55.0	46.9	147.8	9.6%	215.2%
每股收益	0.04	0.07	0.06	0.06	0.01	0.03	0.02	0.07	12.0%	236.0%
毛利率	43.1%	44.2%	43.7%	41.8%	41.9%	44.8%	44.7%	38.3%	-8.4%	-14.3%
销售费用率	3.1%	3.0%	2.5%	0.4%	2.8%	2.1%	2.3%	1.2%	204.3%	-47.1%
管理费用率	17.9%	16.7%	17.7%	25.6%	21.3%	18.6%	19.0%	15.0%	-41.6%	-21.3%
EBIT/收入	21.4%	23.8%	22.9%	14.9%	17.1%	23.3%	22.6%	21.1%	41.7%	-6.6%
营业利润/营业收入	20.9%	40.0%	23.1%	24.1%	-10.1%	11.6%	6.6%	21.6%	-10.5%	226.8%
实际所得税率	12.2%	10.6%	3.6%	7.1%	23.1%	24.9%	22.4%	12.5%	76.1%	-44.2%
净利润率	32.4%	46.3%	32.6%	33.9%	3.3%	13.8%	11.5%	24.9%	-26.7%	116.2%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

表 2: 净利润下降构成

	变化 (百万)	对净影响(百万)	贡献
主业利润	12 (-)	69 (-)	28.51%
证券投资收益	163 (-)	122 (-)	50.41%
快速路补贴	33 (-)	33 (-)	13.64%
核心投资收益	18 (-)	18 (-)	7.44%
合计	226 (-)	242 (-)	100.00%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所, (-) 表示下降

表 3: 分行业收入预测差异及原因

	2008A	原预测	差异	幅度 (%)	原因
污水处理	641.53	657.31	15.78	2.46%	
自来水生产销售	626.44	460.76	-165.68	-26.45%	马鞍山、秦皇岛水厂工程收入在 4 季度集中确认
快速路通行费	235.67	243.53	7.86	3.33%	
饭店经营	82.67	82.62	-0.05	-0.06%	
其他业务	147.69	100.98	-46.71	-31.63%	因数据披露原因, 较难准确判断
合计	1734.00	1545.20			

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。