

动态报告/公司快评

公用事业

水务

首创股份 (600008)

业绩预增点评

谨慎推荐

(维持评级)

2010 年 1 月 6 日

海口西海岸土地开发进入回报期

分析师: 谢达成 xiedc@guosen.com.cn 021-60933161

分析师: 徐颖真 xuyz@guosen.com.cn 021-68864007

事项:

公司披露业绩预告, 预计 09 年实现归属于母公司所有者净利润比上年同期增长 50% 以上。

评论:

■ 4Q 业绩如期改善, 程度超出预期

之前我们认为基于 (1) 随着水价上调, 旗下子公司进入业绩改善通道, (2) 工程于 4Q 集中确认, 公司 4Q 业绩将环比改善。公司前 3 季度归属母公司净利 1.87 亿合 EPS0.085 元, 按照公司预告, 4Q 单季收益将略超过前 3 季度业绩, 改善程度超出预期, 预计主要原因是海口土地一级开发进入回报期以及水务工程的集中确认。

■ 海口土地一级开发进入回报期

海口西海岸项目进入回报期。07 年 5 月首创股份与海口市土地储备整理中心签署了《海口市西海新区土地一级开发合作合同》, 规划总面积约 5209 亩, 分两期开发: 一期开发面积约 4050 亩, 二期开发面积约 1159 亩; 土地的性质为综合用地, 开发后纳入土地供应计划。土地出让收益在上缴相应的税、费后由政府和公司按约定比例进行分配。项目由北京水星投资管理有限责任公司 (公司控股 99% 的子公司) 旗下的全资子公司海口首创西海岸房地产开发有限公司负责。09 年下半年项目已经进入回报期, 开始有土地成交记录。

项目回报丰厚。若按 10% 回报率算, 回报期年贡献 6000-7000 万, 但实际可能更高。源于: (1) 土地开发成本低, 预计项目投资总额约在 6-7 亿元, 开发成本约为 12-14 万元/亩; (2) 土地升值明显, 在“海口市政府新办公地址”和“国际旅游岛”刺激下不断升温, 公司开发土地多集中在长流起步区, 3 季度以来成交活跃, 且成交价格高达 100 多万元/亩; (3) 海南土地一级开发享有优惠政策, 06 年 7 月, 海南省人民政府出台的《关于规范企业参与土地成片开发的通知》指出: “土地出让收入扣除土地开发成本后余下的纯收益部分, 按照市、县政府所得不得低于 30% 的比例, 确定市、县政府与主开发商的分成比例。”换言之, 一级开发商最高可分得 70% 的土地纯收益。

表 1: 海口市 09 年以来土地成交一览

时间	地址	成交幅数	占地面积 (万平方米)	成交价格 (亿元)	成交单价 (万元/亩)
10 月	滨江西路西侧、滨海大道南侧长流起步区	2	18.00	1.76	65.22
9 月	滨海大道南侧长流起步区、和平大道东侧	6	14.06	3.42	162.24
8 月	玉沙村区域、滨海大道南侧长流起步区	8	23.33	4.85	138.66
7 月	海甸溪北岸东侧	7	26.00		325.00

6月	秀英大道、长秀开发区滨海大道、滨海西路北侧	3	19.78	2.01	67.78
3月	秀英区滨海西路南侧、长流起步区、海口广场北侧	3	21.07	3.08	97.50
2月	海口市国家高新技术产业开发区	1			15.94
1月	龙华区	1	2.91	0.90	206.08

资料来源：易局，国信证券经济研究所；阴影部分表示公司开发土地所在区域

■ 异地供水项目直接受益于水价上涨，影响主要在 2010 年

此轮水价上涨中，首创股份旗下多个水厂进行了不同程度的上调。

- **异地：**供水子公司拥有管网，面对最终用户（属于水价上涨第 I 类影响，具体可参加报告《水价上涨将延续，异地项目投资或放缓》），可直接受益于水价上调。截至目前，徐州、秦皇岛、铜陵已经进行了水价上调，而淮南也举行了水价听证。结合水价上调起始时间、水厂控股比例以及各水厂预测供水量，测算其影响：（1）09 年影响小，增厚 EPS0.004 元，幅度约 2.2%；（2）2010，增厚 EPS0.024 元，相较 09 年增厚幅度约为 13%。
- **北京：**“污水费”（政府向终端用户收取）上调不代表“污水处理协议价”（政府支付给企业）也上调，对公司影响不大，原期待的京城水务 90 万吨试运行产能因水价上涨正式投产目前未得到实施。

表 2：首创股份旗下各水厂受益水价上涨分析

水厂名称	水厂类型	所在地	时间	供水价	上调	幅度	污水费	上调	幅度	影响类型	水厂受益情况
徐州首创	自来水	徐州市	Jul-06	1.55			0.92			第 I 类	确定受益
			Jul-09	1.73	0.18	12%	0.99	0.07	8%		
秦皇岛首创	自来水	秦皇岛	Nov-05	1.74			0.60			第 I 类	确定受益
			Dec-09	2.60	0.86	49%	0.80	0.20	33%		
铜陵首创	自来水	铜陵市	May-05	0.94			0.50	0.40	400%	第 I 类	确定受益
			Oct-09	1.12	0.18	19%	0.60	0.10	20%		
淮南首创	自来水	淮南市	Jul-05	1.03			0.60			第 I 类	较大可能受益
			Dec-09	水价听证							
马鞍山首创	自来水	马鞍山	Mar-06	1.10			0.50	0.40	400%	第 I 类	较大可能受益
余姚首创	自来水	余姚市	Jan-06	1.55			0.45	0.40	800%	第 I 类	较大可能受益
宝鸡威创	自来水	宝鸡市	May-07	2.06	0.28	21%	0.57			第 I 类	较大可能受益
			Apr-09				0.80	0.23	41%		
渭南通创	自来水	渭南市	Oct-06	2.10	0.71	51%	0.70			第 I 类	较大可能受益
京城水务	污水	北京	Aug-04	2.80			0.90	0.30	50%	第 III 类	受益小
			Dec-09	2.96	0.16	6%	1.04	0.14	16%		
临沂首创	污水	临沂市	Jan-08	1.90			0.70			第 III 类	受益小
安阳首创	污水	安阳市	Jan-05	1.50			0.65			第 III 类	受益小
安庆首创	污水	安庆市	Sep-08	0.98			0.50			第 III 类	受益小
			Sep-09	水价听证							

资料来源：国信证券经济研究所整理 注：阴影部分表示 09 年来已上调水价的地区，蓝色文字表示“较可能受益”的水厂

■ 行业战略整合加剧下公司优势明显

我们认为“水地联做”是公司开拓水务项目的产物，可以带来丰厚的回报，但公司的战略在于水业。目前水务行业已经发展到建设阶段后期，新增产能投资减少或项目小型化竞争过于激烈、政府资金相对充裕，战略整合将成为大型水企的选择。

战略整合取决于资本运作实力和技术运营实力，其中横向并购多为强强联合，更依赖于资本运作实力。截至目前，A 股水务上市公司进行过再融资的有首创股份、创业环保、城投控股、合加资源、中山公用，首创股份异地扩张最快，项

目遍布全国各地；公司与政府、银行关系良好，曾与国开行签订约 48 亿元长期贷款（利率不高），多年来几乎没有股权融资；但即便如此，公司资产负债率稳定于在 30%-40% 的水平，资本运作能力突出，最有机会实现大型的战略整合。

表 3：A 股水务上市公司上市以来二级市场再融资情况

公司	时间	代码	类型	募资规模（亿元）
首创股份	2008-08-01	08 首创 CP01	短融	8.00
	2007-03-29	07 首创 CP01	短融	8.00
	2005-10-18	05 首创 CP01	短融	10.00
	2009-01-07		分离交易可转债预案(股东大会通过)	18.00
城投控股	2009-09-11	09 城控债	公司债	20.00
	2009-08-19	09 城控 CP01	短融	17.00
	2008-08-05		定向增发	64.58
创业环保	2009-07-28	09 津创业 CP01	短融	5.00
	2004-07-01	110874.SH	可转债	12.00
合加资源	2008-07-01		公开发行	4.47
中山公用	2008-06-19		定向	35.73

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

■ 维持“谨慎推荐”

考虑到 2010 年土地转让收益可能超出预期，以及水价上涨对全年业绩影响，预计公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.18、0.22 元，对应动态 PE 为 39.6、32.4 倍，维持“谨慎推荐”评级。

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

分析师承诺:

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。

免责条款:

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。