

首创股份（600008）：两大潜力提升公司价值

增持（上调）

供水供气

2010年2月5日

王小建 010-66045548

wangxiaojian@txsec.com

事件描述：

2月1日我们对首创股份有限公司进行了调研，与公司证券事务部相关人员就公司经营情况进行了交流。

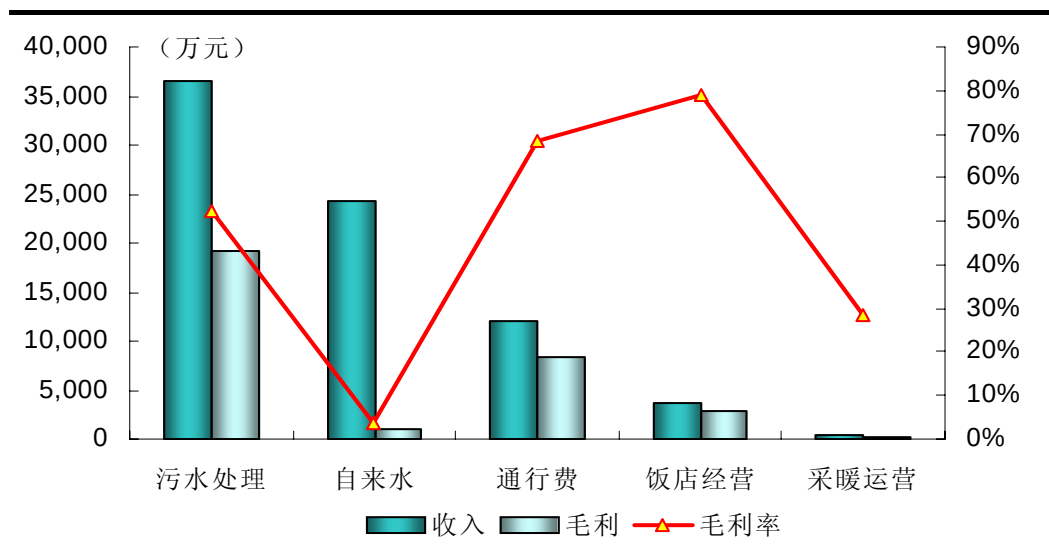
短期来看，海南地块出售将能提振公司业绩。长期来看公司自来水业务利润提升空间很大，拥有的水厂土地资产是一个良好的资源，前景值得看好。而股权激励计划若能推出将是公司基本面改善的触发点。

调研信息简报：

1. 公司主营污水处理和自来水生产销售。

- 公司主业为自来水生产销售和污水处理，京通快速路收费、酒店经营等。公司污水处理和自来水供应业务合计水处理能力约为1200万吨/日。污水处理收入占公司总收入近半比例，其毛利贡献也在50%以上，是公司主要利润来源。自来水生产销售业务收入占比也有30%以上，但毛利贡献相对较少，是公司未来利润率提高的潜力所在。通行费部分收入额和毛利率都较为稳定，毛利贡献在四分之一以上，饭店经营毛利率高，但收入量少，对公司业绩影响较小。
- 业务的范围上，公司污水处理业务地域包括北京、山东（临沂、青岛）、河南（安阳）、安徽、湖南等。自来水业务则分布于徐州、秦皇岛、铜陵、淮南、马鞍山、余姚、宝鸡、渭南等地。通行费收入主要来自京通高速公路。饭店业务则是北京新大都饭店。北京地区业务的收入贡献比例达到54%，而其他地区的收入贡献较为平均，湖南地区的业务量还在增长中。

图表 1：公司各项业务的收入、毛利和毛利率情况



资料来源：公司公告、天相投顾整理

2. 水价上调增加收益。

- 2009年内全国多个地区水价实现了上调或者正在进行水价上调的听证，公司将受益于水价上调。
- 目前公司下属水厂已经获得水价上调的是徐州、淮南、秦皇岛、铜陵和北京。秦皇岛、徐州和铜陵每吨自来水价分别上涨了0.86元、0.18元和0.18元；北京污水处理费得到每吨0.14元的上调。正在进行水价上调听证的有深圳、余姚、马鞍山等城市。
- 不同于行业内多数上市公司的一点是，公司**自来水业务均拥有管网**，可以直接受益于水价的上调。
- 预计水价上调合计能**增加公司2010年净利润9300万元**，折合每股收益约4分钱。

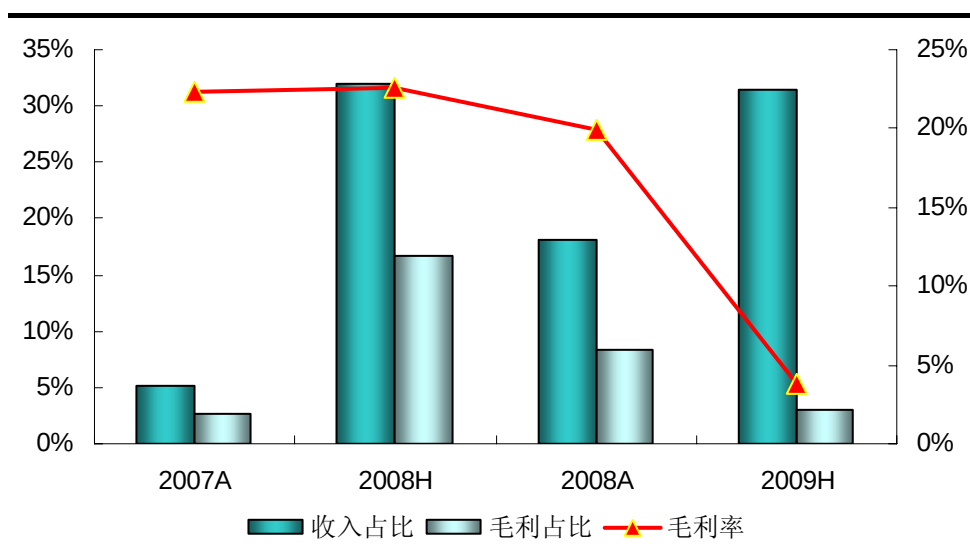
3. 业务拓展卓有成效。

- 2009年9月10日，公司与山西省住房和城乡建设厅签署了《城市污水处理项目战略合作协议》，公司拟以“区域整合”理念投资山西省污水处理产业，在山西省发展城市污水集中处理及再生水循环利用事业。

4. 自来水业务利润率提升空间较大。

- 在公司的各项业务中，自来水业务的利润率有最大的提升空间，其主要的提升空间一是来自于利用率的提高，二是来自于管理水平的提高。
- 目前公司自来水厂的利用率在60%以下，随着城市人口的增加，自来水的需求也会相应提升，公司自来水厂的利用率还有较大的提升空间。
- 水厂目前经营中面临的主要问题有三点：自然漏损率高、水费回收率低和人员负担重。管网改造可以有效降低自然漏损率。水费回收率则可以通过加强管理来提高，公司2009年通过轮岗等措施加强管理，将人为的漏损率降低了近三个百分点，未来继续降低的空间也很大。此外，针对水厂人员负担较重问题，公司采用只进不出的方法进行控制。水厂目前属于经营效率较低的企业，上述措施能够大幅降低公司水务经营的成本，提高利润率水平。

图表 2：公司自来水业务利润率低，盈利提升空间大



资料来源：公司公告、天相投顾整理

5. 海南土地开发有望增加公司2010年利润。

- 公司2007年5月与海口市土地储备整理中心签署合作协议，对**5209亩**土地进行一级开发。该土地性质为综合用地，开发后纳入土地供应计划，收益由公司与当地政府按比例分成。2009年该地块已经开始销售。
- 2009年4季度海口市综合用地地面地价水平值为1319元/平方米，折合**每亩88万元**，该价格环比、同比分别上升了4.68%和14.2%，2010年初海南国际旅游岛获批，当地地价上涨空间巨大。尽管土地出售价格过高时公司获得的利润分成比例将会降低，但该地块也能给公司2010年利润带来较大的提振作用。

6. “水地联做”模式。

- 公司下属的多个位于各地旧城区的水厂有拆除和搬迁到近郊区的可能，重估价值预计将会远高于土地的账面价值，因此均为增值潜力较大的资产。“水地联做”的经营模式是公司一个巨大的潜在资产增值源。

7. 股权激励计划。

- 公司大股东首创集团在股改时承诺支持公司通过向激励对象发行股份来建立股权激励机制，股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不超过公司股本总额的5%。对于管理效率提升空间较大的水务企业来说，我们认为如果股权激励计划得以实施将使公司业绩得到持续改善。

8. 上调为“增持”评级。

- 预计公司2009-2011年全面摊薄EPS分别为0.18元、0.28元和0.3元，以2月3日收盘价6.79元计算对应的动态市盈率分别为38倍、24倍和23倍。
- 上调公司评级至“增持”。短期看来，海南地块能提振公司业绩；长期来看，自来水业务盈利能力提升和“水地联做”模式值得看好。公司目前股价处在长期投资价值以下，建议积极关注。

9. 风险提示。

- 公司在海南进行土地一级开发的收益面临政策变动的风险。
- 对水质要求提升导致的成本压力。
- 湖南、山西地区业务拓展速度达不到预期将会影响公司的成长性。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002