

16 May 2010 | 6 pages

武汉控股 (600168)**——业绩平稳增长 房地产成驱动力**

✍ 史海昇

执业证书编号: S1230209120122

☎ 86-21-64718888

✉ zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 水务资产经营平稳
- 房地产业务驱动营收增长
- 公司现金流状况或将影响扩张速度

投资要点:■ **公司主业包括三块资产: 水务、房地产及武汉长江隧道**

在 09 年年报所列营业收入中, 水务的营业收入为 1.95 亿元, 占比 61.1%, 毛利率为 25.5%; 房地产业务的营业收入为 1.23 亿元, 占比 38.7%, 毛利率为 39.4%。

由于公司无权对长江隧道通行进行直接收费, 故在报表上不体现为主营收入, 而以政府补贴的形式列示在营业外收入一项。

■ **水务资产经营平稳。**

公司水务资产包括制水及污水处理两部分。

制水业务主要位于武汉的汉口地区。汉口地区制水厂共三座, 公司占其二, 宗关水厂、白鹤嘴水厂的制水产能约为 130 万吨/日, 占汉口地区制水产能的近 90%。其中, 宗关水厂具有百年历史, 曾在全国百万吨级制水厂中排名第五。由于武汉市对汉口地区的发展定位为金融与商贸中心, 传统用水工业大户逐渐迁往汉阳等区域, 使得汉口用水需求增长停滞。根据公司年报数据, 公司供水量近三年复合增长率仅为 1.7%。09 年公司日供水量约 83.7 万吨, 产能利用率仅为 64% 左右。而供水价格三年来未发生变化, 为 0.52 元/吨。在水价不发生变化情况下, 其供水资产的内生性增长有限。

公司污水处理资产主要是位于武昌地区的沙湖污水处理厂(一、二、三期), 污水处理能力为 15 万吨/日 (3×5)。其中二期、三期是公司于 08 年从关联公司武汉市城市排水发展有限公司处收购。09 年为收购完成后运作第一年, 通过提升管理能力, 发挥规模协同优势, 运营效率得到了大幅提升。污水处理业务的毛利率也由收购前的 13.8% 上升到 35.1%。由于污水处理业务收入规模较小, 只相当于供水业务的 20%, 且单期的污水处理量增长缓慢, 在并购完成后的经营期并不能成为公司业绩显著变化的驱动力。

财务摘要	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	319	375	404	467
(+/-) %	34.3%	17.6%	7.7%	15.6%
EBITDA (百万元)	83	180	184	196
(+/-) %	10.5%	116.8%	1.96%	6.4%
净利润 (百万元)	73	103	117	139
(+/-) %	27.4%	41.4%	13.8%	18.4%
摊薄 EPS (元)	0.16	0.23	0.26	0.31

评级: 中性

上次评级: 首次

当前价格: ¥ 8.51

单季度业绩 元/股

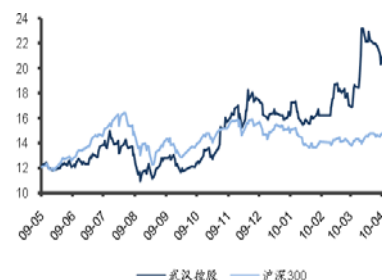
1Q/2010 0.03

2Q/2010

3Q/2010

4Q/2010

1 年股价走势图

**公司简介**

公司是武汉市内以供水及污水处理为主业的公用事业龙头企业。此外其业务范围还涉及房地产及长江过江隧道运营。下属 2 座制水厂、3 座污水处理厂。其供水产能占汉口地区的 90%。

报告撰写人: 史海昇

数据支持人: 袁佳平





■ 房地产业务驱动营收增长。

公司房地产业务经营规模较小，09 年以前营业收入在千万元级别。自 2001 年成立武汉三镇实业房地产开发有限责任公司涉足房地产业务以来，公司先后开发了“都市假日”、“都市经典”两个楼盘。其中“都市假日”、“都市经典”一期 1、2 组团已开发销售完毕。目前正在进行“都市经典”一期 3、4 组团（卓锦园）销售及二期开发。

“都市经典”位于武汉市徐东大街沙湖北岸，占地面积 460 余亩，规划建筑面积 45 万平方米。其中一期 198 亩（13.2 万平米），二期 260 亩（17.3 万平米）。二期的建筑面积将达到 25-30 万平方米。目前该区域楼盘的销售价格在 8000 元左右，不考虑房价变动的话，该地块开发将给公司带来的收入将达到 20-24 亿元。

由于公司 09 年调增了该地块的容积率，最终的建筑面积及收入将大于预期。

公司获得该地块的楼面价格大约在 1400 元左右。我们根据 09 年年报中披露的情况来看，公司二期用地容积率调增，增加了 5.1 万平米建筑面积，因此而补交了土地出让金 7140 万元，每平米的成本约为 1400 元。可见，二期开发的毛利率将更高。

土地储备除了“都市经典”二期之外，公司还曾在 09 年 9 月 4 日通过竞拍方式获得武昌中北路 151 号的商业金融用地，规划用地面积 5978.16 平米，容积率不高于 4.5，楼面地价为 3958.85 元/平米。但后来发现规划中的地铁 4 号线将占用该地块的近一半面积，而该情况未在土地挂牌文件中列示。经过与武汉土地交易中心以及地块原使用方协商，该转让协议将被终止。但公司所付土地款返还仍未收到。

“都市经典”一期 3、4 组团于 2008 年 7 月 19 日开盘，交房时间为 2009 年 10 月 28 日。我们预计“都市经典”的一期 3、4 组团尾盘将在 2010-2011 年销售完毕，二期开发将在 5-6 年内完成。09 年，公司财务报表上仍有 2.08 亿元的预收账款等待确认为收入，而存货为 4.23 亿元。

■ 武汉长江隧道最终盈利模式未定

2005 年，公司与武汉城投合资建立武汉长江隧道建设有限公司，公司拥有 80% 股权。长江隧道工程投资概算 20.5 亿元，隧道全场 3.6 公里，双向 4 车道，设计时速 50 公里、日通车能力 9 万辆。04-08 年为建设期；08 年 12 月 28 日-09 年 2 月为隧道调试运营期；09 年 2 月-10 年底为试运营期；2011 年以后开始正式运营。09 年通车 16,997,494 辆，日均 46,568 辆。

目前，公司还无权对武汉长江隧道进行收费，隧道通行费用已纳入武汉市路桥年费范畴，由武汉市城市路桥收费管理中心统一管理。公司对隧桥运营发生的费用及投资回报则通过政府补贴形式获得。主要包括三个部分：贷款产生的财务费用、运营成本及资本投入补贴。财务费用、运营成本以公司实际发生额计量，09 年该部分共 1.72 亿元。而资本投入补贴则是以公司实际投资资本金为基数，按 4.44% 的年息补贴，约合每年 2816 万元。

如后续实现运营收费，则在利率、运营成本不发生大的变动情况下，按 09 年车流量估测，单次通





行收费得 11.8 元才能实现盈亏平衡。如按设计日通车 9 万辆估测，则单次通行收费为 6.1 元才能实现盈亏平衡。

■ 投资建议

投资建议：在不考虑水价上调、房地产业绩缓慢释放、长江隧道不收费仍以补贴方式运作的情况下，我们对公司的业绩进行估测，公司 10 年、11 年的每股收益分别为 0.23 元、0.26 元，以 5 月 14 日收盘价 8.51 元计算，对应的动态市盈率分别为 37 倍和 32 倍，暂给予公司“中性”投资评级。





资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	867	1207	1567	1975
现金	270	610	969	1377
应收账款	53	53	53	53
其它应收款	81	81	81	81
预付账款	0	0	0	0
存货	423	423	423	423
其他	40	40	40	40
非流动资产	2627	2429	2232	2034
长期投资	25	25	25	25
固定资产	2590	2392	2195	1998
无形资产	0	0	0	0
其他	13	12	12	11
资产总计	3495	3637	3798	4008
流动负债	618	807	1011	1247
短期借款	0	0	0	0
应付账款	358	358	358	358
其他	259	449	653	889
非流动负债	1192	1065	938	811
长期借款	1191	1064	937	810
其他	1	1	1	1
负债合计	1810	1873	1950	2059
少数股东权益	168	169	169	170
股本	441	441	441	441
资本公积	749	749	749	749
留存收益	327	406	490	590
归属母公司股东权益	1517	1596	1680	1780
负债和股东权益	3495	3637	3799	4009

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	189	550	565	605
净利润	73	103	117	139
折旧摊销	111	198	198	198
财务费用	85	59	46	32
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-82	190	204	236
其它	2	0	0	0
投资活动现金流	-109	0	0	0
资本支出	68	0	0	0
长期投资	-41	0	0	0
其他	-82	0	0	0
筹资活动现金流	-82	-210	-206	-196
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-127	-127	-127	-127
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	45	-83	-79	-69
现金净增加额	-2	340	359	408

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	319	375	404	467
营业成本	309	349	371	415
营业税金及附加	15	17	19	22
营业费用	9	11	12	14
管理费用	12	14	15	17
财务费用	85	59	46	32
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	-113	-77	-60	-34
营业外收入	201	201	201	201
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	87	123	140	166
所得税	14	20	23	27
净利润	73	103	117	139
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	72	102	117	138
EBITDA	83	180	184	196
EPS (元)	0.16	0.23	0.26	0.31

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	34.3%	17.6%	7.7%	15.6%
营业利润	-377.9%	-168.1%	-177.9%	-157.0%
归属于母公司净利润	27.2%	41.4%	13.8%	18.4%
获利能力				
毛利率	3.1%	7.0%	8.1%	11.1%
净利率	22.7%	27.3%	28.8%	29.6%
ROE	4.8%	6.4%	6.9%	7.8%
ROIC	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.1%
偿债能力				
资产负债率	51.8%	51.5%	51.3%	51.4%
净负债比率	65.81%	56.82%	48.06%	39.34%
流动比率	1.40	1.50	1.55	1.58
速动比率	0.72	0.97	1.13	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.11	0.11	0.12
应收账款周转率	6	7	8	9
应付账款周转率	1.36	0.98	1.04	1.16
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.23	0.26	0.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	1.25	1.28	1.37
每股净资产 (最新摊薄)	3.44	3.62	3.81	4.04
估值比率				
P/E	51.83	36.66	32.21	27.19
P/B	2.47	2.35	2.24	2.11
EV/EBITDA	58	27	26	25





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观研究

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn





信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

研究服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

研究服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621)64718888
传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

