

审慎推荐-B (首次)

首创股份 600008.SH

目标估值: 6.25 元

当前股价: 5.86 元

2010 年 7 月 24 日

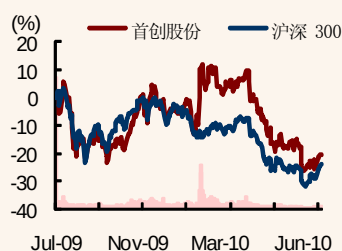
水务龙头，稳健前行

基础数据

上证综指	2572
总股本(万股)	220000
已上市流通股(万股)	220000
总市值(亿元)	129
流通市值(亿元)	129
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	9.7
资产负债率	50.0%
主要股东	北京首都创业集团有
主要股东持股比例	59.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-19	-20
相对表现	-5	-2	3



相关报告

彭全刚

010-88087428
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

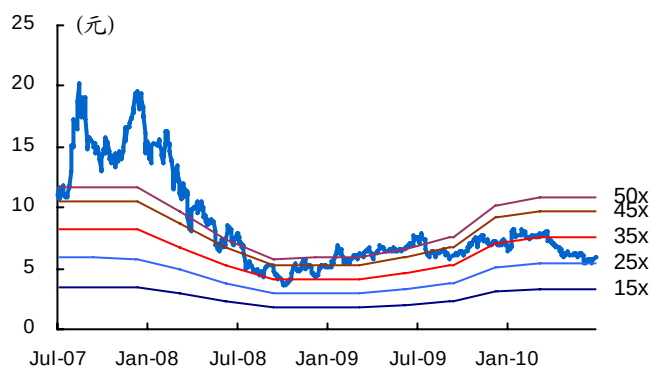
010-88087428
houp@cmschina.com.cn

近期，我们对首创股份进行了现场调研，与公司管理层就各项业务的经营情况以及公司未来的发展规划进行了交流，作为国内水务龙头企业，首创股份未来三年稳健发展，水价定价机制的完善能够保证公司项目的回报率，房地产和水务建设可能为公司业绩带来惊喜。

- **自来水和污水处理业务稳健扩张。**公司在 2009 年底的自来水供水和污水处理能力为 1200 万吨，其中，60% 为污水处理项目，40% 为自来水供水业务。预计到 2012 年公司自来水和污水处理产能达到 1500 万吨，增幅约为 30%。污水处理业务目前毛利率较高，但市场空间相对逐渐达到饱和，自来水业务毛利率较低，未来的市场和利润率都有较大提升空间。作为国内水务龙头企业，主要业务发起于首都北京，公司在与地方政府合作方面具有天然优势，类似于与湖南省合作的战略合作模式，能够加速公司的扩张步伐，与海口市合作的“水地联做”模式，能够提高公司的盈利能力。在经历了“投资布局”阶段之后，公司的经营重点逐渐转向强化经营管理，我们相信，这将带来公司利润率的提升。
- **拓展产业链，水务建设将有可能成为新的收入增长点。**公司及下属首创（香港）公司在 2007 年收购了国中爱华（天津）市政环境工程公司，改名为“首创爱华”，公司合计持有 90% 的股权。2009 年，首创爱华贡献了营业收入 5.2 亿元，营业利润 1.5 亿元。由于目前首创爱华主要承接首创股份的工程项目，从整体效益最大化的角度出发，首创股份不追求首创爱华自身的利润率，但是首创股份也在鼓励首创爱华向外拓展业务，承揽外部污水处理项目，如果未来首创爱华承接的外部工程达到 40%，不仅收入会上一个台阶，利润率也会有明显提升。
- **房地产业务可能成为利润贡献的亮点。**公司 2007 年 4 月与海口市储备中心签订了《海口市西海新区土地一级开发合作合同》，根据该合同的约定，公司和储备中心共同合作开发位于海口市西海岸区域的 5209 亩土地，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。2009 年，已经拍卖的土地 1000 余亩，为公司贡献收入约 5 亿元，贡献营业利润约 2.5 亿元。我们假设剩余的 4000 余亩土地在 2010 至 2012 年平稳销售，由于海南省土地拍卖价格较高，预计这块业务会给公司带来较大利润贡献。
- **京通快速路收费和新大都饭店稳定运营，成为公司业绩的“安全垫”。**京通快速路的通行能力已经基本上达到饱和，以 2009 年营业收入 2.6 亿元计算，当年能够获得政府补贴 2.34 亿元。新大都饭店正常情况下能够实现盈亏平衡，2009 年受全球金融危机影响，出现 2000 多万元的亏损，我们认为只是短期现象。这两项业务，尤其是京通快速路收费项目，每年为首创股份提供了约 4 亿元的税前利润，缴纳所得税后能够贡献每股收益约 0.14 元。这为公司的业绩提供了“安全垫”，即使其他业务遇到经营困难，也可以保证公司的业绩有一定的保证，为投资提供了安全边际。

- **可转债发行已经开始与证监会沟通,发行后为项目建设提供资金保证。**公司 2009 年 1 月 6 日召开股东大会审议通过《关于公司公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券方案的议案》,拟募集资金 18 亿元。2010 年这项融资变更为通过可转换公司债券融资。此次融资投向位于深圳、呼和浩特、郑州等市的水务项目,投产后可增加每天 125 万吨的污水处理能力。
- **业绩稳定增长,首次给予“审慎推荐”的投资评级。**在前述假设条件下,我们预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.25、0.27、0.29 元,按照 2010 年 25 倍市盈率计算,公司合理价值 6.25 元。公司业绩稳定增长,防御性强,我们首次给予“审慎推荐”的投资评级。
- **公司存在潜在的业绩爆发点。**在稳健发展之余,公司业绩也有可能出现爆发式增长,促发因素来自于以下三个方面:(1)污水处理费大幅提高。如果污水处理费提高 10%,公司每股收益有可能增加 50%~100%。(2)房地产项目销售提速。如果公司合作开发的海口市 4000 多亩土地在 2 年内甚至 1 年内全部销售完成,公司业绩有可能翻倍。(3)首创爱华的业务大幅增长。首创爱华在小股东华北设计院的支持下,在水务建设市场具有竞争力,一旦对外项目打开局面,发展空间很大。

图 1: 首创股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 首创股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。