

审慎推荐-B (维持)

首创股份 600008.SH

目标估值: 7.00 元

当前股价: 6.29 元

2010 年 8 月 17 日

主业稳定增长，等待房地产贡献利润

基础数据

上证综指	2672
总股本(万股)	220000
已上市流通股(万股)	220000
总市值(亿元)	138
流通市值(亿元)	138
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	15	-19	-9
相对表现	3	-8	3



相关报告

1、《首创股份(600008) - 水务龙头，稳健前行》2010/7/24

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

上半年，受益于经济回暖和水价上调，公司自来水和污水处理收入大幅增长。此外，公司拓展产业链，水务建设利润率也大幅上涨。目前，公司经营业绩稳步增长，PB 为 2.7 倍，我们维持“审慎推荐”的投资评级。

- **上半年实现归属净利润 1.24 亿元，每股收益 0.06 元。**公司上半年实现营业收入 10.2 亿元，营业成本 6.0 亿元，营业利润 0.93 亿元，同比分别增加 26%、24%和 220%；归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元，同比增加 31%；折合每股收益 0.06 元，比去年同期增加 0.02 元，业绩稳步增长。
- **二季度净利润同比环比均增长，单季度每股收益与上年同期持平。**公司二季度实现营业收入 5.7 亿元，营业利润 0.7 亿元，净利润 1.1 亿元。同比分别增长 32%、16%和 11%，环比分别增长 26%、193%和 79%，二季度实现每股收益 0.04 元，与上年同期持平，是一季度的两倍。
- **受益于经济回暖和水价上调，自来水和污水处理收入大幅增长。**公司上半年实现主营业务收入 9.86 亿元，同比增长 28%。收入增长一方面是受益于经济回暖，工业用水量回升，污水处理量和自来水供应量随之增加；另一方面则是由于部分下属水务公司水价上调。公司上半年还新纳入临沂水务公司，增加了部分收入。但公司上半年收入并不含房地产，预计下半年房地产开发将带来大量收入，此外，公司还将有一批水务项目投产，保障业绩稳步增长。但同时，公司下半年将面临生产成本与水价矛盾的压力。
- **产业链拓展，水务建设成新利润增长点。**公司上半年水务建设实现营业收入 0.41 亿元，营业利润率 33.3%，比上年增加 20.64 个百分点，成为公司新的利润增长点。公司持股 90%的首创爱华目前主要承接首创股份的工程项目，未来，首创爱华向外拓展承接外部工程后，将带来水务建设更大的增长。
- **公司防御性较好，维持“审慎推荐-B”评级。**我们预计公司 2010~2012 年每股收益为 0.25、0.27、0.29 元，按照当前价格计算，PE 仅为 25 倍，PB 为 2.7 倍。作为国内水务龙头企业，公司股价下跌空间有限，防御价值明显，我们维持审慎推荐的投资评级，目标价暂定为 7.0 元。

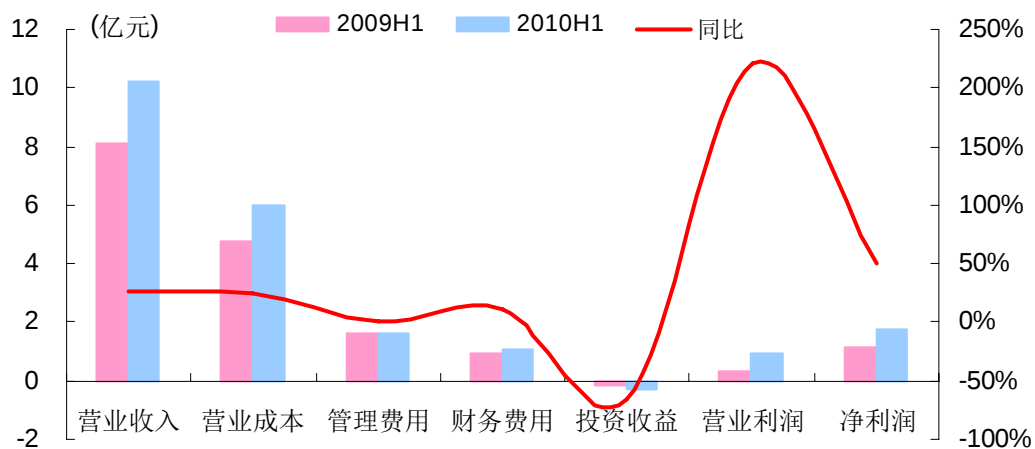
风险提示：水价调整不到位，生产成本增幅超预期，房地产收入确认滞后。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1734	2638	2921	3241	3606
同比增长	23%	52%	11%	11%	11%
营业利润(百万元)	168	390	551	611	680
同比增长	-56%	132%	41%	11%	11%
净利润(百万元)	261	447	550	590	636
同比增长	-49%	72%	23%	7%	8%
每股收益(元)	98.00	0.20	0.25	0.27	0.29
PE	103.0	30.9	25.1	23.4	21.7
PB	104.0	2.8	2.7	2.6	2.5

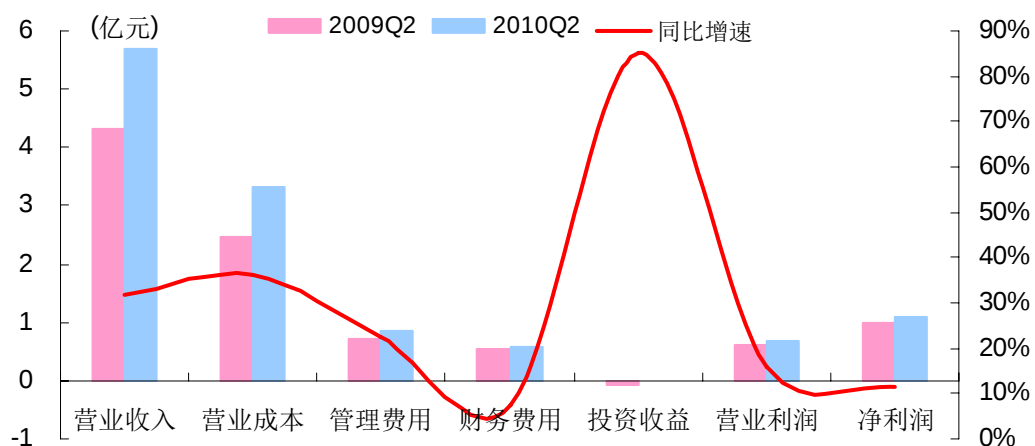
资料来源：招商证券

图1: 首创股份上半年经营指标同比变动比较



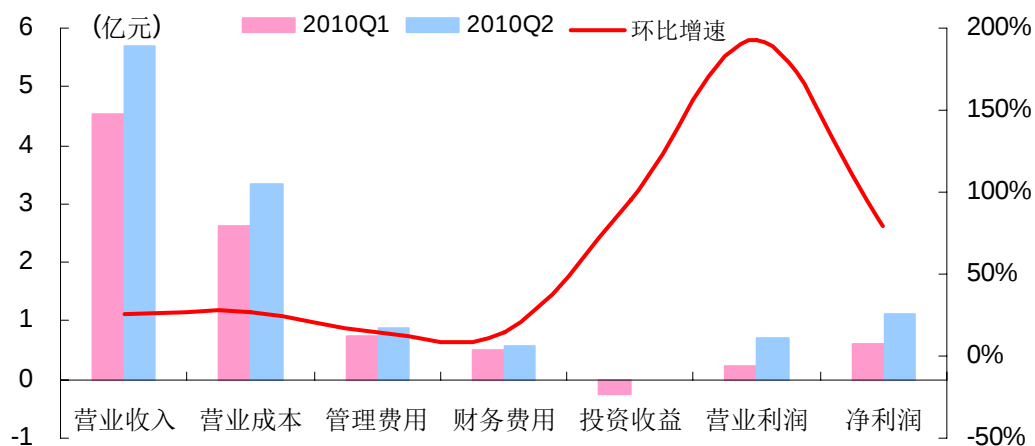
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 首创股份二季度经营指标同比变动比较



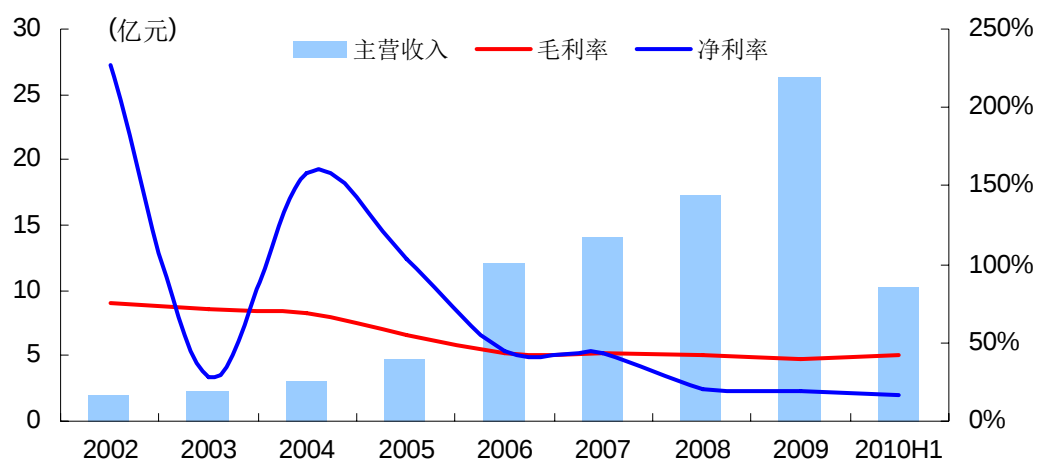
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 首创股份二季度经营指标环比变动比较



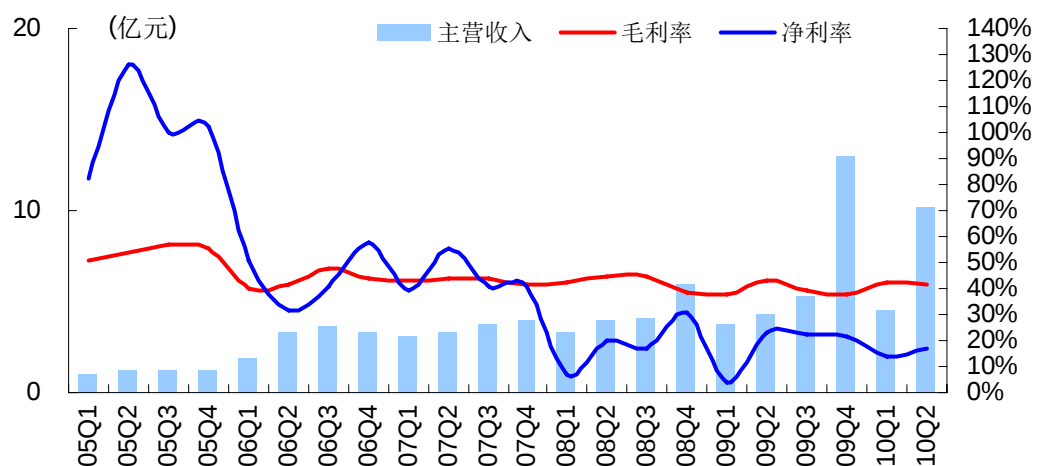
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4：首创股份年度收入和利润率指标比较



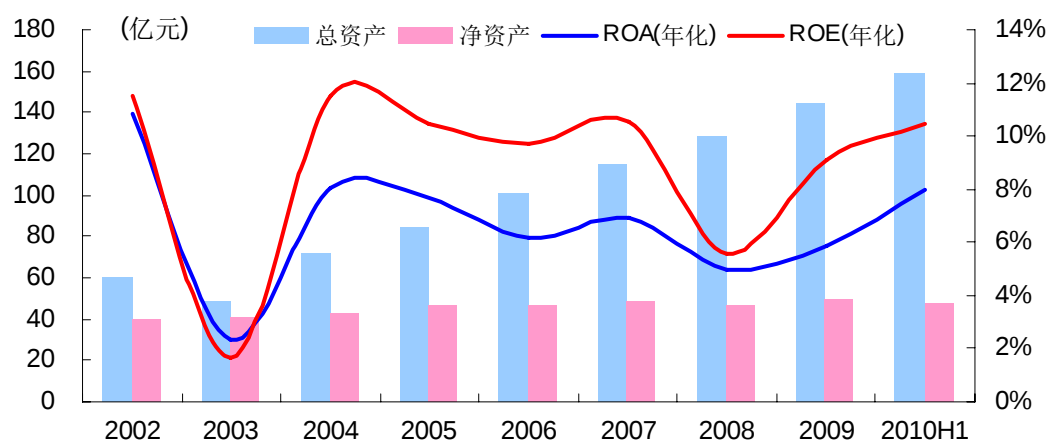
数据来源：公司公告，招商证券整理

图5：首创股份季度营业收入和利润率指标比较



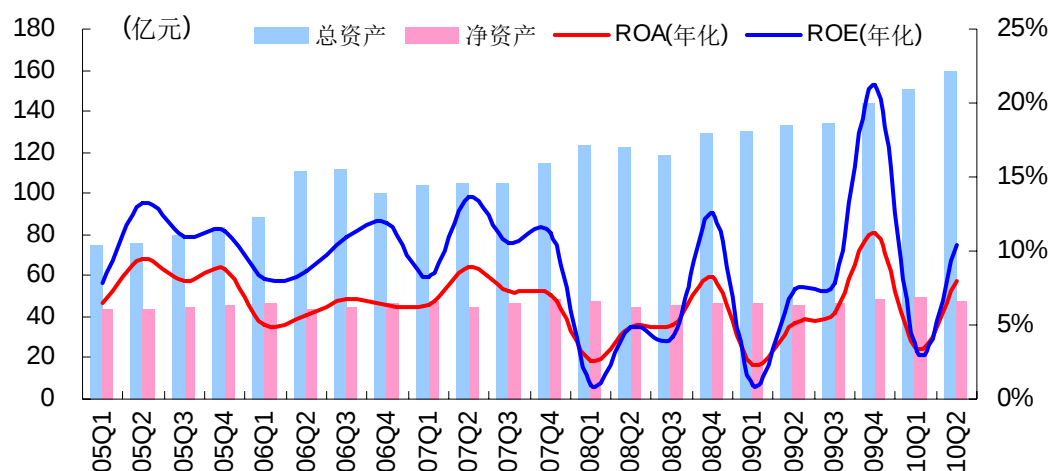
数据来源：公司公告，招商证券整理

图6：首创股份年度资产收益率指标比较



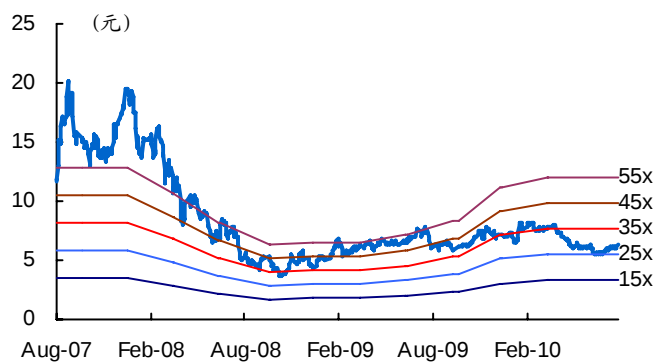
数据来源：公司公告，招商证券整理

图7：首创股份季度资产收益率指标比较



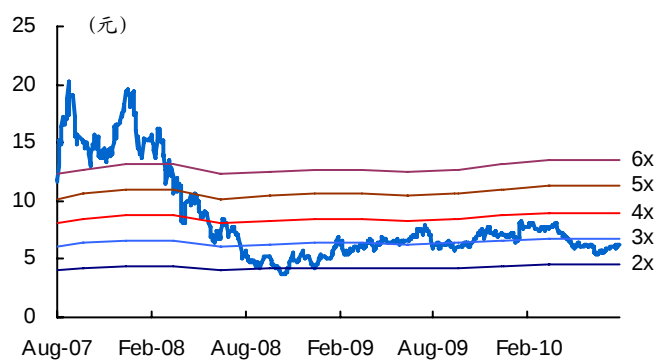
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：首创股份历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图9：首创股份历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4211	5502	5951	7188	8672
现金	2115	2334	2803	3692	4780
交易性投资	134	26	25	25	25
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	151	454	286	318	353
其它应收款	415	564	643	713	793
存货	436	689	727	809	902
其他	-28467	1436	1467	1632	1818
非流动资产	8692	8943	8122	7656	7110
长期股权投资	1106	1050	1050	1050	1050
固定资产	3601	3565	3201	3061	2807
无形资产	3206	3584	3226	2903	2613
其他	-51442	743	645	642	641
资产总计	18	14445	14072	14845	15782
流动负债	3431	3869	2920	2968	3056
短期借款	1415	1418	1400	1400	1400
应付账款	278	343	345	384	428
预收账款	175	320	345	384	428
其他	-14528	1787	830	800	800
长期负债	2270	3090	3363	3763	4263
长期借款	1823	2642	2912	3312	3812
其他	-1	447	451	451	451
负债合计	43	6959	6283	6731	7319
股本	2200	2200	2200	2200	2200
资本公积金	1617	1621	1621	1621	1621
留存收益	874	1080	1300	1536	1790
少数股东权益	2511	2586	2668	2757	2852
母公司所有者权益	4691	4900	5121	5357	5611
负债及权益合计	90	14445	14072	14845	15782

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	349	827	1028	1304	1280
净利润			550	590	636
折旧摊销			772	708	651
财务费用			176	192	209
投资收益			0	0	0
营运资金变动			-604	-274	-310
其它			133	88	93
投资活动现金流	-414	-429	-4	-240	-100
资本支出			-100	-240	-100
其他投资			96	0	0
筹资活动现金流	131	-180	-554	-176	-91
借款变动			-51	370	500
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-330	-354	-382
其他			-173	-192	-209
现金净增加额	66	218	470	888	1089

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1734	2638	2921	3241	3606
营业成本	1006	1610	1725	1920	2139
营业税金及附加	15	51	29	32	36
营业费用	34	44	58	65	72
管理费用	312	332	380	421	469
财务费用	212	188	176	192	209
资产减值损失	3	9	0	0	0
公允价值变动收益	-13	1	0	0	0
投资收益	28	-15	0	0	0
营业利润	168	390	551	611	680
营业外收入	278	279	280	280	280
营业外支出	12	9	10	10	10
利润总额	434	660	821	881	950
所得税	79	144	189	203	218
净利润	354	516	633	678	731
少数股东损益	93	68	82	88	95
母公司所有者净利润	261	447	550	590	636
EPS (元)	0.12	0.20	0.25	0.27	0.29

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	23%	52%	11%	11%	11%
营业利润	-56%	132%	41%	11%	11%
净利润	-49%	72%	23%	7%	8%
获利能力					
毛利率	42.0%	39.0%	40.9%	40.8%	40.7%
净利率	15.0%	17.0%	18.8%	18.2%	17.6%
ROE	5.6%	9.1%	10.7%	11.0%	11.3%
ROIC	3.0%	3.8%	4.6%	4.8%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	44.2%	48.2%	44.7%	45.3%	46.4%
净负债比率	25.5%	30.4%	30.9%	31.7%	33.0%
流动比率	1.2	1.4	2.0	2.4	2.8
速动比率	1.1	1.2	1.8	2.1	2.5
营运能力					
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	3.7	2.9	2.4	2.5	2.5
应收帐款周转率	13.5	8.7	7.9	10.7	10.7
应付帐款周转率	5.4	5.2	5.0	5.3	5.3
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.20	0.25	0.27	0.29
每股经营现金	0.16	0.38	0.47	0.59	0.58
每股净资产	2.13	2.23	2.33	2.43	2.55
每股股利	0.11	0.12	0.15	0.16	0.17
估值比率					
PE	53.0	30.9	25.1	23.4	21.7
PB	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	24.7	18.2	9.4	9.3	9.1

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。