

2010年9月21日

首创股份，600008

做大做强水务主业，探索水地联做模式

评级：增持（首次）

投资要点：

■ **国内水务龙头，外延式扩张优势明显。**通过一系列收购兼并、BOT、合资等多种手段，公司迅速占领水务市场，目前控股及参股的水务项目30多个，投资达到1200万吨/日的水处理能力和2000多万人口的服务规模；同时，凭借着灵活资本运作能力、高效的水务项目管理能力及突出的水务产业整合能力、合作共赢的投资理念，公司已发展成为国内水务行业增长快、规模大、影响力强的龙头企业。

■ **公司厂网一体最受益水价上调，土地开发逐步进入回报期。**公司下属的大部分水务公司都拥有或租赁当地的输、配水管网，最大程度受益于水价长期渐进式的上涨。随着北京市经济贸易的蓬勃发展和通州新城区的快速扩张，公司新大都饭店和京通快速路收入将会稳步增长。公司与海口市土地储备整理中心合作的西海新区一级土地开发项目进入回报期。

■ **公司投资与运营并重，做大与做强并举，积极抢占资源同时重视产业价值链业务建立。**公司清晰的发展战略、专业的管理团队、先进技术工程经验和强大投融资能力使得公司的主导水务产业得到了较快的发展。而水务建设和土地开发将成为公司未来潜在的业绩增长点。公司未来仍有望保持平稳增长，我们看好公司长期发展前景。

■ **盈利预测与估值：**预计公司2010~2012年净利润水平有望实现6.30、7.14和7.94亿元，同比增长22.12%、13.39%和11.04%。预计公司2010~2012年实现每股收益0.24、0.28和0.31元。

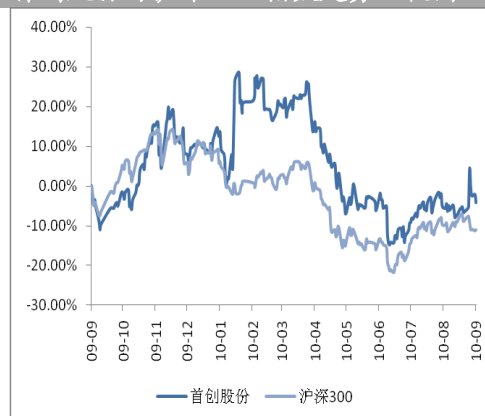
盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2591	3082	3588	4157
同比（%）	62.96	18.92	16.44	15.83
净利润（百万元）	516	630	714	794
同比（%）	45.64	22.12	13.39	11.04
毛利率（%）	38.37	40.46	41.19	41.76
每股收益（元）	0.20	0.24	0.28	0.31
P/E	30.6	25.5	21.9	19.8
P/B	2.75	2.35	2.16	1.97

分析师 薛辉蓉
执业证书 S0600200010060
编号
联系电话 021-63122951
邮箱 xuehr@gsjq.com.cn

联系人 李雅娜
联系电话 021-63122950
邮箱 liyn@gsjq.com.cn

首创股份与沪深300指数走势比较图



市场数据	2010年9月21日
总股本（亿股）	22
流通A股（亿股）	22
收盘价（元）	6.13
6个月换手率（%）	79.29

财务数据	2010Q2
主营业务收入（亿元）	10.21
净利润（亿元）	1.72
摊薄每股收益（元）	0.06
每股净资产（元）	2.16

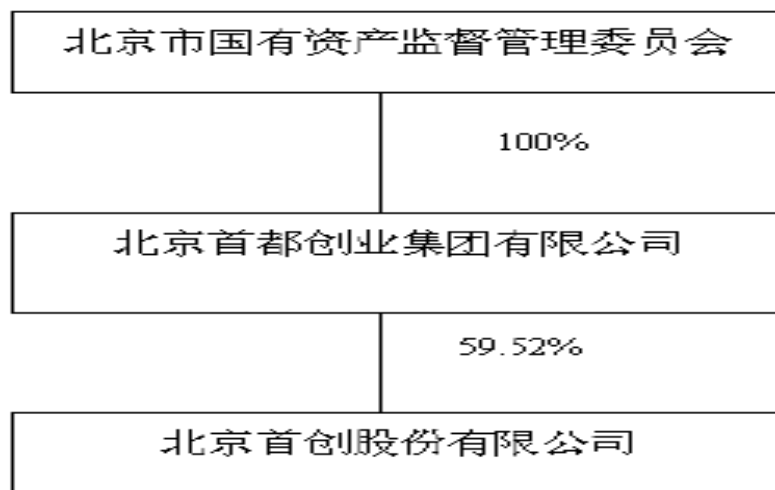
目录

1. 公司简介	3
2. 行业分析	4
2.1. 行业盈利模式：成本 + 合理利润率	4
2.2. 城市供水行业未来供需稳定，行业整体仍亏损	4
2.3. 污水处理市场快速发展，行业开始扭亏	5
2.4. 水价长期低位运行，污水处理费上调空间较大	5
2.5. 水务环境产业将成为国家战略性新兴产业	6
2.6. 水务市场的竞争趋于激烈	6
3. 公司业务分析	7
3.1. 供水业务毛利率回升，污水处理产能逐步释放	8
3.2. 京通快速路通行费保持稳定增长	10
3.3. 饭店经营业务量小，对公司业绩影响不大	10
3.4. 水务建设成为新的利润增长点	10
3.5. 探索水地联做模式，土地开发业务稳步推进	11
4. 财务状况分析	12
4.1. 成长能力	12
4.1.1. 收入稳定增长	12
4.1.2. 未来增长将来自于水务和工程地产	12
4.2. 盈利能力	13
4.2.1. 综合盈利能力略有回落	13
4.2.2. 09 年度毛利率略有下降	13
4.2.3. 期间费用控制良好带动利润增长快于收入增长	14
5. 盈利预测	14
5.1. 各业务板块盈利预测	14
5.2. 公司整体指标预测	16
6. 估值	17
7. 投资建议	17
8. 风险提示	18
8.1. 行业定价风险	18
8.2. 成本上涨风险	18
8.3. 市场开拓风险	19
8.4. 经营风险	19

1. 公司简介

首创股份（以下简称“公司”）由北京首都创业集团有限公司、北京市国有资产经营公司、北京旅游集团有限责任公司、北京市综合投资公司及北京国际电力开发投资公司于 1999 年 8 月共同发起设立，2000 年 4 月发行上市。北京首都创业集团有限公司持有公司 59.52% 的股权，是公司控股股东。首创集团作为北京市国资委所属的大型国有独资企业，主营以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发为核心的房地产业和以投行并购业务为核心的金融服务三大主业，资本实力雄厚。公司的发展得到政府和公司股东的大力支持。

图 1：首创股份与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：东吴证券研究所

首创股份主要从事基础设施产业特别是水务产业的投资、运营和管理，主要业务涵盖城市自来水生产、供水、排水等各个生产和供给领域，为国内的水业公司提供资金、技术和经营管理服务。公司将发展方向定位于中国水务市场，专注于城市供水和污水处理两大领域的投资。目前，公司控股及参股的水务项目 30 多个，达到 1200 万吨/日的水处理能力（包括自来水供应和污水处理），服务人口总数超过 2000 万，分布区域主要为北京、深圳、青岛、湖南、徐州、安徽等城市。

城市供水和污水处理是社会生产和生活所必需的服务，需求弹性较小，公司经营和盈利能力具有连续性和稳定性的特点，没有明显的周期性和季节性特征。不同的地区在水资源量、人口规模和经济发展水平等方面都各不相同，水务项目表现出一定的区域性特征。

2. 行业分析

2.1. 行业盈利模式：成本 + 合理利润率

自来水：自来水的生产和供应以原水为材料加工产品（自来水），通过供水管网销售给城市用户，并从中获得生产和服务的利润，因而是典型的生产服务类行业。城市终端水价中的自来水供水价格，采用“成本 + 合理利润率”的定价方式。不同种类用水的水资源费相同但终端供水价格不同，也就意味着不同种类用水的自来水供水价格不同，一般情况下高于居民生活用水价格的其他种类用水将会使供水企业获得高盈利。

污水处理：污水处理和回用通过技术处理排水管网的污水，使之符合一定的标准，完成水资源的有效循环或者达到水的回收再利用。城市终端水价中的污水处理费通过单独核算的运营成本加上合理的利润来实现企业的盈利。

2.2. 城市供水行业未来供需稳定，行业整体仍亏损

尽管早在 1998 年的《城市供水价格管理办法》中已经规定了城市自来水价格“成本 + 合理利润率”的盈利模式，净资产利润率的参考标准在 6%~12% 之间。但从行业整体经营情况看，大部分企业都没有达到此盈利水平。近年来，受电价、原材料、人工等费用加速上涨的影响，供水行业毛利率不断下降。但同期政府对水质要求却在提高，从要求符合 35 项化验指标提高到 106 项指标，及水源质量不断恶化，以上因素共同推高制水成本。2009 年以来，我国城市平均居民生活用水价格上涨，促进行业毛利率重新回升，企业亏损面收窄，但行业整体仍然处于亏损状态。2009 年 1~11 月供水行业累计收入 682.37 亿，利润总额-3.56 亿。

表 1：供水行业近三年盈利能力财务数据

	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
	毛利率	毛利率	毛利率	利润率	利润率	利润率
2 月	20.24%	17.75%	18.95%	-7.05%	-9.15%	-6.53%
5 月	22.84%	21.78%	21.43%	-3.97%	-6.32%	-2.47%
8 月	25.14%	22.98%		-1.71%	-2.60%	
11 月	23.09%	26.81%		-0.79%	-0.52%	

资料来源：WIND，东吴证券研究所

我国自来水行业已进入成熟阶段，自来水总体需求将保持平稳增长态势。据估计，“十一五”期间，我国人口在庞大的基数上还将增加 4%；经济总量将增长 40% 以上；城市化进程将加快，预计到 2050 年，城市化率将达到 70%。由于人口的增加、城市化的深入及工业生产的增长，预计城市水务行业的总体需求将保

持平稳增长状态。1996~2008 年，我国城市供水总量总体变化不大，年复合增长率为 0.7%。预测我国未来几年的城市供水量将基本保持平稳，行业收入的增长主要来自于城市水价的提升。

2.3. 污水处理市场快速发展，行业开始扭亏

我国污水处理行业处于成长阶段。据我国住房和城乡建设部估计“十一五”期间，我国城镇的污水处理设施建设投资额有 3300 多亿元，年均约 660 亿元，污水处理行业尚处于建设、成长阶段。污水处理行业的主要推动因素是污水处理率的提高、污水处理价格的上涨。我国城市污水处理率由 2004 年的 45 %提高到 2009 年的 73%，污水处理价格由 2000 年的 0.23 元/吨上涨到 2009 年的 0.74 元/吨。在上述两个因素推动之下，城市污水处理行业销售收入快速增长，销售产值由 2003 年的 2.63 亿元增加到了 2009 年前 11 月的 93.16 亿元，近三年污水处理行业销售年均增长率约为 59.15%。

2009 年 1~11 月污水处理行业累计收入 93.16 亿，同比增长 97.42%，毛利率从年初的 14.85%回升至 22.85%，城市平均污水处理价格从年初的 0.7 元上涨至 0.74 元是毛利率回升的重要因素，当期行业实现利润总额 3.08 亿，行业已经扭亏。

表 2：污水处理行业近三年盈利能力财务数据

供水行业	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
	毛利率	毛利率	毛利率	利润率	利润率	利润率
2 月	13.27%	14.85%	17.23%	-8.09%	-3.88%	1.24%
5 月	15.13%	19.13%	17.52%	-3.37%	0.19%	5.66%
8 月	19.11%	20.47%		0.62%	3.33%	
11 月	25.82%	22.85%		1.49%	3.31%	

资料来源：WIND，东吴证券研究所

发达国家污水处理率达到 90%以上，我国污水处理率还有很大的提升空间。在环保、减排成为趋势的背景下，我国污水处理率将迅速提升，从而推动污水处理行业继续保持快速增长。

2.4. 水价长期低位运行，污水处理费上调空间较大

从水价构成看，各部分都未体现真正价值。首先是水资源费，我国除北京水资源费占综合水价的 30%以外，其他大多城市都在 10%以下，有些地方更是象征性的 1%收费，未体现出水的稀缺性。其次是自来水价格，相比污水处理行业盈利能力的逐年提升，自来水行业近几年盈利逐年下降，09 年全年亏损。除了运行成本的上升，涉及投资建设领域，无论是通过 TOT 获得已有的自来水项目还是 BOT 新建自来水项目，其巨大的折旧都加大

了固定制水成本。因此若不能通过水价上涨弥补该部分成本，将导致社会资本的止步。资本的逐利性决定价格机制完善是前提。最后是污水处理费，一方面，污水处理厂也同样需要考虑投资建设带来的折旧；另一方面，国外水价结构中，环境水价占整个水价的 1/2，这是因为每吨污水处理成本与每吨供水成本大致相当。我国污水处理定价偏低，污水处理费上调空间较大。从相对值看，截至 2009 年 8 月底，我国各主要城市污水处理费占总水价的比例平均约为 28.43%，而美国自来水费中 55% 以上是污水处理费，英国水价中污水处理费也占到 51%。与英美相比，我国污水处理费还有 1 倍以上的涨价空间。总体上看，我国水价构成各部分都有上升的空间。污水处理价格相对于国外明显偏低。这种行业发展趋势，对以污水处理为主要业务并且具有相当规模的首创股份，会产生重大而积极的影响。

2.5. 水务环境产业将成为国家战略性新兴产业

随着中国城市化率的迅速提高，城市人口激增，用水人口也呈现持续增长趋势，为水务行业提出投资建设需求，城镇供水设施建设投资需求将因此高达上千亿元；随着国家“节能减排”国策的制定和环保力度的加大，未来五年，仅仅为提高工业废水处理率和城市市政污水处理率，就将有数千亿元的新增投资，将会促进污水处理行业的快速发展；同时当前国家经济刺激计划，带来水务行业发展利好，国家将继续依靠投资来带动增长，注重节能减排，促进低碳经济发展的刺激计划，水务环境产业将成为国家战略性新兴产业，未来三年我国水务行业的发展还将享受国家政策性资金投入、政策扶持等利好待遇，这是国内水务企业继续发展壮大、转型拓展的良好契机。

2.6. 水务市场的竞争趋于激烈

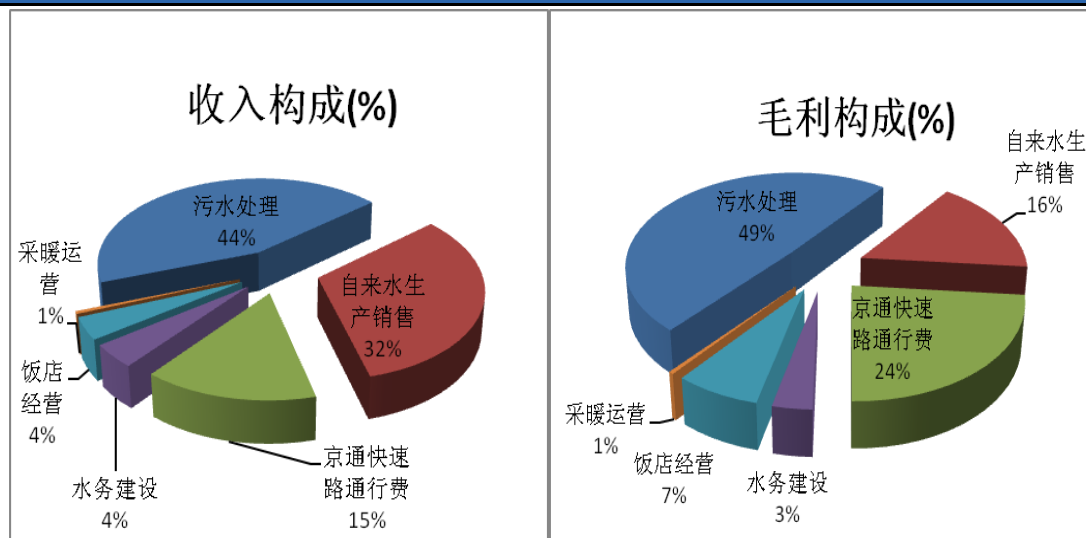
我国的水务行业还处于成长期，市场集中度偏低，地域垄断特征明显。近几年，越来越多的企业看好水务行业的发展前景，一批民营、设备、工程企业利用灵活的机制和日益增强的融资能力迅速崛起。一批国内外资本性公司依靠其投融资和财务管理能力，成为水务市场上活跃的资本力量。地域性传统大型国有水务企业，如深圳水务集团，依赖政府背景、水务资产规模和运营技术优势，改革重组，突破地域限制，加入市场竞争。相比国内水务企业，以威立雅、苏伊士为代表的外资跨国水务公司在资金、技术方面相对具有明显的优势。今后，随着市场化的发展，外资水务企业在竞争中仍将是国内水务企业的主要挑战者。

企业成长方式将以外延式兼并、收购为主。2004 年 7 月国务院发布的《关于投资体制改革的决定》，指出“允许社会资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域”，打破了我国水业投资以往单一的政府投资体制。2010 年 5 月，国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（简称“新 36 条”）更加大了开放领域。过去几年，我国水务市场外资水务巨头、国企、民营资本竞相争夺水务项目，收购、兼并风起云涌。随着更多的地区加快水业改制步伐，首创股份这种资金充沛和运营能力强的优势企业将有望获得更多的成长机会。2010 年 1 月公司子公司首创香港配售“新资本” 1.36 亿股后持股比例达到 16.67%，“新资本”是一家在香港联交所主板上市 15 年的投资公司，首创香港成为“新资本”最大股东，有利于公司打造海外融资平台，拓宽融资渠道。未来也将进一步加快公司项目并购步伐，甚至为大型的战略整合奠定良好的基础。

3. 公司业务分析

公司主业为自来水生产销售和污水处理，京通快速路收费、饭店经营等。公司污水处理和自来水供应业务合计占公司收入的 75%左右。其中污水处理收入和毛利贡献占比 50%左右，是公司主要利润来源；自来水生产销售业务收入占比约 30%以上，但毛利贡献相对较少；通行费部分收入额较为稳定，毛利贡献在四分之一左右；饭店经营毛利率高，但收入量少，对公司业绩影响较小。水务建设则是未来潜在的增长点。公司主营构成如下：

图 2：2010 年上半年首创股份主营业务构成（单位：%）



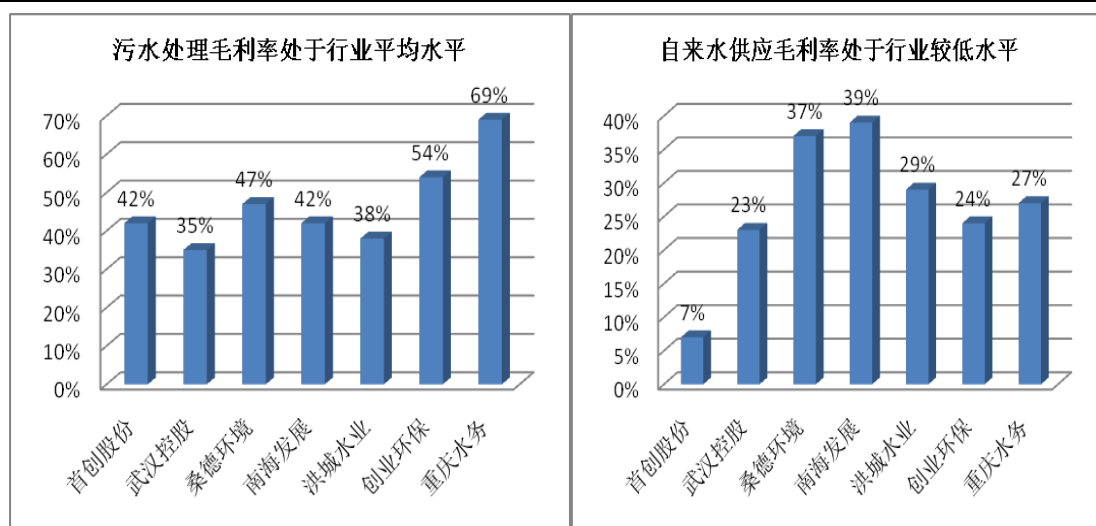
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.1. 供水业务毛利率回升，污水处理产能逐步释放

2010 年上半年公司水务主业实现营业收入 8.31 亿元，比上年同期增加 1.81 亿元；实现利润总额 1.33 亿元，比上年同期增加 4,737 万元。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。

公司上半年自来水销售取得了收入和毛利率的双重增长。其中，销售业务收入增长 51%，达 3.19 亿元；毛利率提升 18.72 个百分点，达 21.22%。我们认为公司自来水业务的毛利率回升至正常水平，主要是受益于各地的水价上调以及公司内部设施工艺改造和技术提升。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。通过管网改造有效降低自然漏损率；通过加强管理来提高水费回收率；通过控制人数逐步减轻水厂人员负担较重问题。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。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，未来仍有继续降低的空间。

图 3：2009 年首创股份水务毛利率水平（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

一般水务企业与政府的合作模式采用固定水价，所生产的自来水卖给拥有管网的当地自来水公司，再由自来水公司向终端用户销售。与此不同的是，公司下属的大部分水务公司都拥有或租赁当地的输、配水管网，直接面向终端用户供水和收取水费，这样将最大程度受益于水价长期渐进式的上涨。2009 年以来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。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；正在进行水价上调听证的有深圳、余姚、马鞍山等城市。

表 3：公司控股自来水厂资产基本情况

公司名称	注册资本 (万元)	控股比 例	供水能力 (万吨/ 日)	当地自 来水均 价(元/ 吨)	投产时间
秦皇岛首创水务有限责任公司	28,375.09	50.00%	39	2.06	已投产
余姚首创水务有限公司	21,000.00	95.24%	22	1.9	已投产
徐州首创水务有限责任公司	18,000.00	80.00%	55	2.06	已投产
马鞍山首创水务有限责任公司	15,000.00	60.00%	45.5	1.23	已投产
淮南首创水务有限责任公司	11,600.00	87.93%	27	1.1	已投产
铜陵首创水务有限责任公司	8,700.00	70.00%	22.5	1	已投产

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

今年下半年公司还有设计能力为 62.5 万吨/日的控股污水处理厂将建成投产，分别在深圳燕川、福永、公明、山东东营、江西九江、河北定州、北京东坝等地区。2011、2012 年公司仍有污水处理项目陆续投产。

表 4：公司控股污水处理厂资产基本情况

公司名称	注册资本 (万元)	控股比 例	污水处理 能力(万 吨/日)	当地污 水处理 费(元/ 吨)	投产时间
北京京城水务有限责任公司	402,084.36	51.00%	210	1.47	已投产
湖南首创投资有限责任公司	50,000.00	100.00%	51.5	0.8	已投产
深圳首创水务有限责任公司	22,731.00	100.00%	37.5	1.1	2010 年
呼和浩特首创春华水务有限责任 公司	16,800.00	80.00%	30	0.95	已投产
淮南首创水务有限责任公司	11,600.00	87.93%	10	0.7	已投产
安庆首创水务有限责任公司	7,200.00	100.00%	12	0.8	已投产
临沂首创水务有限公司	6,600.00	70.00%	15	1	已投产
安阳首创水务有限公司	5,120.00	100.00%	10	0.8	已投产
九江市鹤问湖环保有限公司	4,800.00	65.00%	10	0.8	2010 年
东营首创水务有限公司	4,600.00	50.00%	4	0.8	2010 年
北京首创东坝水务有限责任公司	3,661.23	80.00%	2	1.47	2010 年
定州市中诚水务有限公司	2,400.00	50.00%	4	1.1	2010 年
太原首创污水处理有限责任公司	1,000.00	95.00%	20	0.8	2011 年
安阳首创水务有限公司	5,120.00	100.00%	5	0.8	2011 年
郑州首创水务有限公司	6,700.00	100.00%	10	0.8	2012 年

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前参控股水务产能有 1200 万吨，产能利用率为 70% 左右，预计未来三年投资约 60 亿，新增 300 万吨产能，在 2012

年总产能达到 1500 万吨。未来几年公司将继续进行管网改造工程提高利用率、降低渗漏率；同时加速向中小城镇的水务扩张，不断提升公司市场占有率。随着城市人口的增加，自来水的需求也会相应提升，公司自来水管厂的利用率还有较大的提升空间。随着部分管网改造工程的完成，公司水厂产能利用率逐年上升。随着国内外经济的企稳回升，今年公司部分水厂所在地区的给排水需求将会有明显的反弹。我们预计公司 2010 年水务业绩增长将至少达到 30%，2011~2012 年年均增长约为 15%。

3.2. 京通快速路通行费保持稳定增长

公司全资拥有京通快速路，并经北京市市政府批准拥有 30 年收费经营权。北京京通快速路西起北京市朝阳区八王坟，东至通州区京榆路全长 18.4 公里。该路按城市快速路标准建设，为全立交、全封闭、收费式快速路，并配有国内先进水平的交通工程系统。根据北京市人民政府京政函[1999]38 号文件规定，公司自 1998 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日止，由北京市政府对京通快速路因客观因素造成的损失每年给予补贴。其中，1998 年至 2001 年间每年补贴 3.6 亿元；2002 年起，以年补贴收入 3.6 亿元和 1997 年京通快速路过路费收入 0.8 亿元为基数，按照以下公式计算补贴额：当年补贴额 = 3.6 亿元 - (上年过路费收入 - 0.8 亿元) × 70%。

2010 年来，京通快速路进一步加强运营管理、提高服务质量，保证了良好的路况，加之随着北京汽车保有量的增加，踏青、郊游客流上升，通行费收入逐年上升。上半年京通路实现营业收入 14,722.74 万元，比上年同期增加 2,585.70 万元；实现利润总额 9,249.63 万元，比上年同期增加 1,772.86 万元。预计未来该业务仍将保持 10%左右的年增长率。

3.3. 饭店经营业务量小，对公司业绩影响不大

公司饭店经营业务主要指新大都饭店经营，新大都饭店是一家四星级饭店，地处北京市西城区百万庄。上半年新大都饭店加强了与网络公司的合作，提高了入住率，同时拓展业务方式，实现营业收入 3,956.33 万元，比上年同期增加 360.42 万元。预计未来该业务仍将保持 8%左右的年增长率。

3.4. 水务建设成为新的利润增长点

在水务工程建设方面，公司持股 90%的首创爱华市政环境工程公司以雄厚的技术与总承包实力为依托，具备各种供排水设施的工程建设、组织实施能力。上半年首创爱华加大了水务建设

工程的规划、设计、施工业务规模，公司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。考虑到公司在建项目较多，我们预计下半年该业务将大幅提升，而按照以往经验，收入确认有可能集中在第四季度。首创爱华目前主要承接首创股份的工程项目，公司有很多水厂需要维修改造同时也需要新建很多水厂，这项业务在未来几年内具有持续性，将成为公司稳定的增长点。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。预计未来水务建设工程业务有 15%~20% 的年均增长率，成为公司新的利润增长点。

3.5. 探索水地联做模式，土地开发业务稳步推进

近年来公司初步涉足房地产开发业务，主要为海口市土地一级开发业务及葫芦岛、贵州、重庆等地的二级开发业务。其中公司与海口市土地储备整理中心（简称“储备中心”）合作的西海新区一级土地开发项目进展顺利，公司受海口市政府和规划局委托进行西海岸新区长流起步区城市设计、同时区域的市政道路开始招标工作。

公司海口市一级土地开发项目的具体情况：公司 2007 年 4 月与储备中心签订了《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（市、县政府所得不得低于 30% 的比例）。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。2009 年下半年项目已经进入回报期，开始有土地成交记录。2009 年海口市西海岸区域的土地开发业务贡献收入近 5 亿元，贡献营业利润 2.53 亿元。2010 年上半年此块业务未贡献收入及利润。考虑到公司获得土地开发成本低，而 2010 年初海南国际旅游岛获批，土地升值明显，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，但预计 2010 年底该地块也能给公司带来跟去年相当的利润。

目前公司下属多个老城区水厂可能拆迁到郊区，重估价值很可能远高于土地的账面价值，公司水务资产具有很大的增值空间。另外，公司在与地方政府的合作中提出了“水地联做”的经营模式，即公司无偿地改善当地水环境增加土地附加值，同时也

会获得部分土地的一级开发权。公司未来地产业务定位是做土地一级开发，“水地联做”的经营模式是公司一个巨大的潜在资产增值源。公司 2010 年地产业绩存在较大的弹性，预计未来公司地产开发有 10%~15% 的年均增长率。

4. 财务状况分析

公司 2009 年实现营业收入 26.38 亿元，同比增长 52.1%；实现归属于母公司股东净利润 4.47 亿元，同比增长 71.53%；实现每股收益 0.203 元。公司 2010 年上半年实现营业收入 10.21 亿元，同比增长 26.31%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元，同比增长 30.96%；实现基本每股收益 0.056 元。

4.1. 成长能力

4.1.1. 收入稳定增长

由于近年来公司业务快速扩张，公司近三年来收入均保持了稳定的增长。2008 年，由于财务费用高企以及股票投资损失，公司利润水平未能同步增长。2009 年，公司不断强化运营管理能力建设，克服了因金融危机影响造成的部分地区工业用水减少带来的负面影响，加之新增水务项目开始运营，海口土地开发进入回报期，公司收入和利润出现较大幅度的增长。

表 5：首创股份财务数据

	2010H1	2009	2008	2007
营业总收入(万元)	102,127.88	263,792.06	173,429.17	141,065.41
同比增长(%)	26.31	52.1	22.94	17.25
利润总额(万元)	21,181.32	65,988.43	43,357.04	67,588.00
同比增长(%)	39.51	52.2	-36.34	24.68
归属母公司股东的净利润(万元)	12,420.32	44,745.39	26,085.29	51,030.19
同比增长(%)	30.96	71.54	-49.17	12.93

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.1.2. 未来增长将来自于水务和工程地产

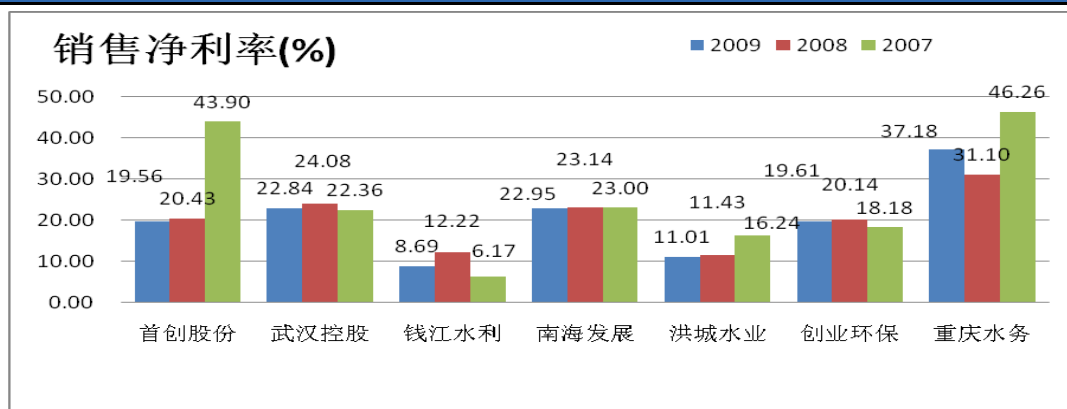
水务收入的增长主要来自新增项目投产和水价上涨带来的内生增长。公司目前参控股水务产能有 1200 万吨，预计未来三年在建项目投产新增 300 万吨产能，在 2012 年总产能达到 1500 万吨。同时，公司还加速向中小城镇的水务扩张，不断提升公司市场占有率。而水价的上调已成为长期趋势。在水务工程建设方面，首创爱华承接首创股份的工程项目以及向外拓展承接外部工程后，将带来水务建设更大的增长。另外，公司在与地方政府的合作中提出了“水地联做”的经营模式，目前海口土地一级开发

进展顺利。下一步公司将充分应用自身掌握的成熟的项目运作经验，在其他地区复制这一经营模式。我们预计工程地产业务未来将有较大的增长潜力。

4.2. 盈利能力

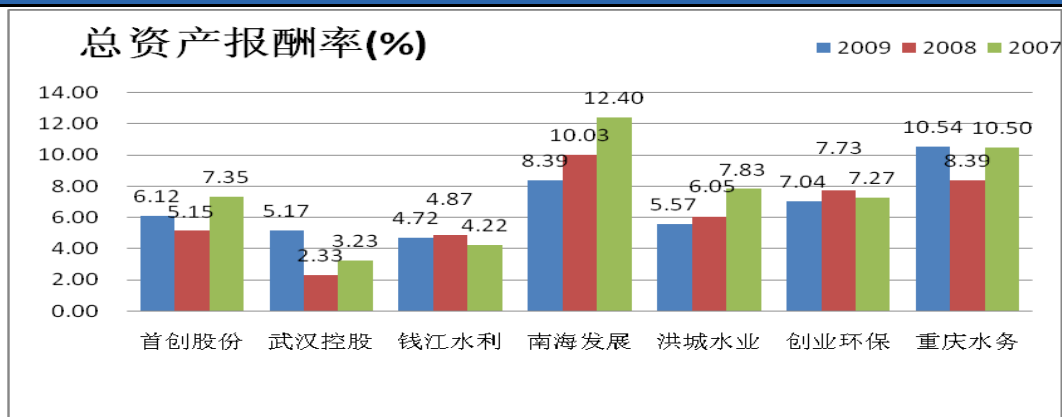
4.2.1. 综合盈利能力略有回落

图 4：首创股份盈利能力略有回落



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 5：首创股份盈利能力略有回落



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2007 ~ 2009 年公司净利率分别达到 43.9%、20.43% 和 19.56%，略有回落。公司净利率低于重庆水务、南海发展和武汉控股，与创业环保基本相当。公司总资产报酬率处于行业中等水平。

4.2.2. 09 年度毛利率略有下降

表 6：近三年首创股份分业务毛利率数据

毛利率	2010H1	2009	2008	2007
污水处理(%)	47.09	42.44	45.16	45.27
自来水生产销售(%)	21.22	6.75	19.92	20.75
京通快速路通行费(%)	68.46	66.64	67.44	69.04

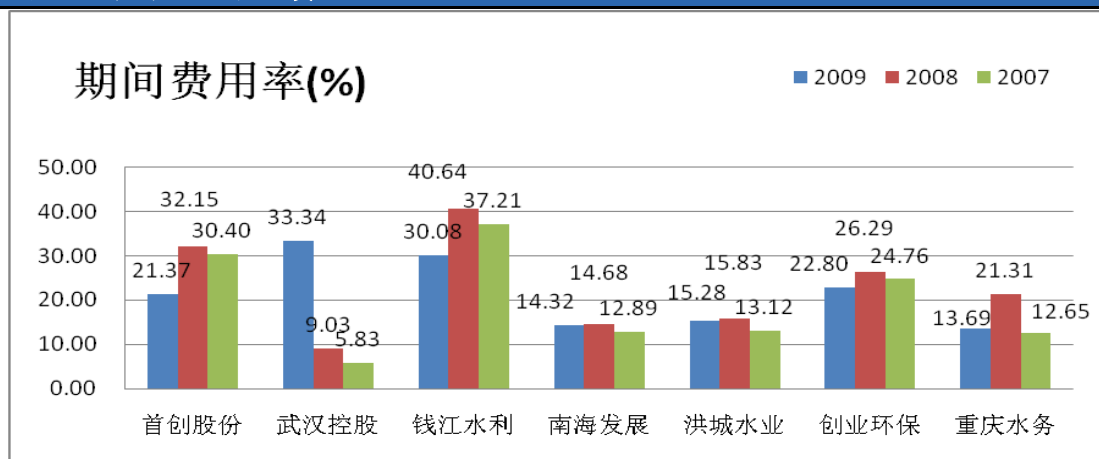
水务建设(%)	33.33	28.77		
饭店经营(%)	74.81	88.53	91.84	80.15
采暖运营(%)	-175.63	-35.1	-17.03	10.07
房地产开发(%)		50.56		
综合毛利率(%)	41.67	38.96	42.01	43.16

资料来源：东吴证券研究所

公司 2009 年综合毛利率为 38.96%，较上一年同期下降了 3.05 个百分点，主要是由于受产能利用率不足及成本上升影响，污水处理和自来水生产毛利率下降较多；同时，公司新增水务建设和土地开发业务。公司 2010 年上半年各项业务毛利率已恢复至正常水平。我们预计全年的综合毛利率将保持在目前水平。下半年，由于水价上涨带来的自来水销售毛利率水平上升将维持；但是由于其它业务下半年费用结算通常较多，污水处理和工程建设业务的毛利率可能较上半年略有下降。下半年海口土地开发业务存在超预期可能。

4.2.3. 期间费用控制良好带动利润增长快于收入增长

图 6：首创股份期间费用控制较好



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司期间费用率逐年下降，控制力度有所加强。公司 2009 年期间费用率仅为 21.37%，处于历史上最低水平，较上年同期下降了 10.78 个百分点，销售费用率、管理费用率和财务费用率均有下降，期间费用控制良好是在毛利率有所下滑情况下，利润增长快于收入增长的主要原因。公司期间费用率下降是公司由投资布局向运营管理的战略转型、规模效应显现和成本控制加强的综合作用结果。

5. 盈利预测

5.1. 各业务板块盈利预测

表 7：首创股份分业务收入增长预测

单位: 万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入						
污水处理	57342	64153	77847	90303	117393	146742
自来水供应	44429	62644	45825	66905	73595	80954
京通快速路	23193	23567	26033	28636	31500	34650
饭店经营	4303	8267	6648	7645	8257	8917
采暖运营	176	400	598	658	743	855
水务建设			52235	60070	69081	79443
房地产开发			49968	53965	58283	64111
合计	129443	159031	259154	308182	358852	415672
主营业务收入增长率						
污水处理		11.88%	21.35%	16.00%	30.00%	25.00%
自来水供应		41.00%	-26.85%	46.00%	10.00%	10.00%
京通快速路		1.61%	10.47%	10.00%	10.00%	10.00%
饭店经营		92.11%	-19.58%	15.00%	8.00%	8.00%
采暖运营		126.89%	49.61%	10.00%	13.00%	15.00%
水务建设				15.00%	15.00%	15.00%
房地产开发				8.00%	8.00%	10.00%
合计		22.86%	62.96%	18.92%	16.44%	15.83%

资料来源：东吴证券研究所

表 8：首创股份分业务毛利率变化预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率						
污水处理	45.27%	45.16%	42.44%	44.00%	45.00%	46.00%
自来水供应	20.75%	19.92%	6.75%	23.00%	24.00%	25.00%
京通快速路	69.04%	67.44%	66.64%	67.50%	68.00%	68.50%
饭店经营	80.15%	91.84%	88.53%	85.00%	88.00%	90.00%
采暖运营	10.07%	-17.03%	-35.10%	-30.00%	-25.00%	-20.00%
水务建设			28.77%	30.00%	31.00%	32.00%
房地产开发			50.56%	48.00%	47.00%	45.00%
综合毛利率	42.22%	40.79%	38.37%	40.46%	41.19%	41.76%

资料来源：东吴证券研究所

表 9：首创股份分业务毛利及占比预测

单位: 万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务利润						
污水处理	25959	28971	33038	39733	52827	67501
自来水供应	9219	12479	3093	15388	17663	20239
京通快速路	16012	15894	17348	19330	21420	23735
饭店经营	3449	7592	5885	6498	7266	8026

采暖运营	18	(68)	(210)	(197)	(186)	(171)
水务建设	0	0	15028	18021	21415	25422
房地产开发	0	0	25264	25903	27393	28850
合计	54657	64868	99447	124676	147798	173601
主营业务利润占比 (%)						
污水处理	47.49	44.66	33.22	31.87	35.74	38.88
自来水供应	16.87	19.24	3.11	12.34	11.95	11.66
京通快速路	29.30	24.50	17.44	15.50	14.49	13.67
饭店经营	6.31	11.70	5.92	5.21	4.92	4.62
采暖运营	0.03	-0.11	-0.21	-0.16	-0.13	-0.10
水务建设	0.00	0.00	15.11	14.45	14.49	14.64
房地产开发	0.00	0.00	25.40	20.78	18.53	16.62
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：东吴证券研究所

5.2. 公司整体指标预测

收入稳步增长：预计公司 2010~2012 年收入水平有望实现 30.82、35.89 和 41.57 亿元，同比增长 18.92%、16.44%和 15.83%。

盈利较快增长：预计公司 2010~2012 年净利润水平有望实现 6.30、7.14 和 7.94 亿元，同比增长 22.12%、13.39%和 11.04%。

表 10：首创股份利润表主要指标预测

单位：百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	141,065.41	173,429.17	263,792.06	308,182.01	358,851.75	415,671.98
二、营业总成本	124,575.56	158,155.66	223,351.60	255,620.39	295,742.98	342,663.34
营业成本	80,186.65	100,567.91	161,013.48	183,505.80	211,053.96	242,070.72
营业税金及附加	1,001.01	1,540.88	5,057.78	4,622.73	5,382.78	6,235.08
销售费用	3,029.67	3,422.48	4,351.90	5,239.09	6,100.48	7,066.42
管理费用	27,861.39	31,162.45	33,215.20	40,063.66	46,650.73	54,037.36
财务费用	11,990.33	21,165.71	18,814.07	21,572.74	25,837.33	32,422.41
资产减值损失	506.50	296.23	899.18	616.36	717.70	831.34
三、营业利润	37,987.63	16,794.02	39,014.00	51,761.62	62,308.77	72,208.64
加：营业外收入	30,405.94	27,755.62	27,863.98	28,000.00	28,000.00	28,000.00
减：营业外支出	805.57	1,192.60	889.55	1,000.00	1,000.00	1,000.00
四、利润总额	67,588.00	43,357.04	65,988.43	78,761.62	89,308.77	99,208.64
减：所得税	5,657.23	7,930.52	14,393.64	15,752.32	17,861.75	19,841.73
五、净利润	61,930.77	35,426.52	51,594.79	63,009.30	71,447.02	79,366.91
减：少数股东损益	10,900.58	9,341.23	6,849.40	9,451.39	10,717.05	11,905.04
归属于母公司所有者的净利润	51,030.19	26,085.29	44,745.39	53,557.90	60,729.97	67,461.87
六、每股收益	0.23	0.12	0.20	0.24	0.28	0.31

资料来源：东吴证券研究所

6. 估值

表 11: 可比公司估值

公司	代码	收 盘 价	EPS			P/E		BPS	P/B
			09A	10E	11E	10E	11E	10E	10E
兴蓉投资	000598.SZ	18.4	-0.38	0.52	0.64	35.57	28.75	2.01	9.15
桑德环境	000826.SZ	23.85	0.35	0.49	0.70	48.61	34.04	3.06	7.79
武汉控股	600168.SH	8.88	0.16	0.23	0.27	38.41	33.48	3.62	2.45
钱江水利	600283.SH	10.73	0.19	0.29	0.35	37.33	30.31	3.50	3.07
南海发展	600323.SH	15.95	0.38	1.36	0.62	11.70	25.54	4.73	3.37
洪城水业	600461.SH	13.97	0.15	0.54	0.65	25.68	21.35	5.75	2.43
创业环保	600874.SH	6.51	0.17	0.20	0.22	32.12	29.06	2.35	2.77
重庆水务	601158.SH	7.39	0.24	0.27	0.29	27.68	25.15	2.28	3.24
平均						32.14	28.46		4.28

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

目前 A 股市场水务行业相对估值为 32 倍, 按照 9 月 21 日首创股份收盘价 6.13 元计算, 其 2010 年 PE 估值为 25.5 倍, 明显低于其它水务公司估值, 公司长期投资价值已经凸现。采用 A 股可比公司 2010 年市盈率均值 32 作为估值参照, 我们认为公司的合理估值区间在 2010 年的 28~32 倍市盈率, 按照 2010 年预测 EPS0.24 元, 即每股 6.72~7.68 元。

公司价值的提升机会将来自于新增投资项目和水价上涨, 水务行业可以在水价调整中增加盈利能力。但是应该看到, 水务行业是公用事业, 其盈利只能获得相对的合理利润, 很难取得超额盈利。而目前地产调控政策落实力度加大和宏观经济增长趋势减缓等因素, 导致资本市场资金面流动性收紧和宏观基本面预期下降。尽管公司在水务行业板块中估值具有较高的安全性, 短期内仍缺乏股价表现的催化剂。

7. 投资建议

公司的发展目标是打造出一个具有完整产业链、规范运作、效益优良的民族水务领先企业。公司未来发展的总体策略是通过三阶段发展、逐级提升公司价值。

1) 投资布局阶段: 通过投资和兼并收购等多种方式, 开拓市场、做大规模, 加快确立公司在国内水务市场的实际控制力和市场占有率, 实现主营业务收入的快速增长;

2) 运营管理阶段: 延伸公司水务产业价值链, 进一步强化运营管理, 提升管理效率, 在产能不断扩大的基础上, 做强公司实

力，实现公司效益的快速增长；

3) 资本运作阶段：以水务资产为依托，借助国内国际资本市场的优势，通过资产重组整合、资本运营和金融创新等手段，实现股东价值最大化，有效防范可能影响公司长远发展的先天性矛盾和风险，打造具有世界影响力的民族水务领先企业。

目前公司处于发展的第一到第二个战略阶段过渡期，投资与运营并重，做大与做强并举，积极抢占资源同时重视产业价值链业务建立，全面进行核心竞争能力的建设，强化管理增效，提高盈利水平和可持续发展能力。

作为国有控股的水务龙头，公司拥有广泛的社会资源和品牌影响力，与国家建设部、发改委、国家环保总局、中国水协和国际水协等政府部门和非政府组织建立了良好的合作关系。公司通过与法国威立雅水务、日本住友商事、美国贸易发展署、美国博威工程公司、北京市城市排水集团以及有实力的市政设计院、市政工程公司和设备制造商等建立强大战略联盟，打造专业化的水务运营管理平台。同时，公司还通过与国内外著名的金融机构和投资机构的协作组建多元化的融资平台。公司清晰的发展战略、专业的管理团队、先进技术工程经验和强大投融资能力使得公司的主导水务产业得到了较快的发展。公司未来仍有望保持平稳增长，我们看好公司长期发展前景。

预测公司 2010~2012 年营业收入分别为 30.82、35.89 和 41.57 亿元；EPS 分别为 0.24 元、0.28 元和 0.31 元；对应目前 PE 分别为 25.5、21.9 和 19.8 倍。公司未来业绩稳定增长，新建项目投产和土地一级开发是否能带来超预期的业绩增长值得观察。考虑到水价上调及资产收购方面因素，公司存在阶段性交易型机会。我们给以公司“增持”投资评级。

8. 风险提示

8.1. 行业定价风险

各级地方政府对水费的调节会综合考虑地方经济承受能力，对水费价格的调节管理严格。涉及居民用水水费的价格调节，需经过物价部门召开听证会，公司必须严格按照相关规定执行，自主性不强。调价建议的提出到调价的实施需通过听证、审批等程序，具有一定的时滞，这对公司盈利能力具有一定影响。

8.2. 成本上涨风险

水务行业的主要成本是电力、人员工资和原料等。近年来，

随着国家对水资源的重视，水资源费和原水费逐步上调以及电费、各种管材、原材料费用逐渐升高等原因增加了公司的生产成本。随着国家供水水质新标准的实施，以及对污水排放标准的提高，对公司水处理设施提出了更高的要求，对公司形成了一定的经营压力。

8.3. 市场开拓风险

目前公司在市场拓展上已经取得了一定的成就，在投资项目选择上也经过了严格的论证和评价决策流程，但是由于信息的不对称以及在项目实施过程中诸如水价调整等不可控风险的客观存在，将可能给公司市场拓展及项目投资带来一定的风险。上述风险如果无法正确应对，将可能导致公司无法取得合理的投资和经营回报。同时，我国水务行业存在着地域分割、地方保护主义等一些不利于市场化改革的因素，水务行业的市场化程度有待提高。这种局面使公司进入异地水务市场的难度加大，将直接影响公司业务扩张的速度。

8.4. 经营风险

公司目前控、参股水务企业超过 30 家。尽管公司已经形成了一套较为完整的内部管理制度，但由于各分支机构在地理位置分布、人文差异、企业文化融合上，将可能产生管理和控制风险，影响公司正常的生产经营；公司收购的部分自来水厂为历史较长的国有企业，由于历史原因，存在设备陈旧、管网老化、自来水输送管网漏损率偏高等问题，如不能有效消化历史包袱，将会影响公司利润。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>