



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月8日

城市公用设施

研究部

黄文龙

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010042

huangwl@cicc.com.cn

审慎推荐

首创股份 (600008.SH)

业绩略低于预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,734	2,638	3,037	3,610	4,104
(+/-%)	0.0	52.1	15.1	18.9	13.7
毛利	713	977	1,175	1,380	1,572
(+/-%)	0.0	37.0	20.3	17.4	13.9
营业利润	168	390	485	582	708
(+/-%)	0.0	132.3	24.3	19.9	21.8
归属母公司的净利润	261	447	483	590	681
(+/-%)	0.0	71.5	7.9	22.2	15.4
每股收益 (元)	0.12	0.20	0.22	0.27	0.31
(+/-%)	0.0	71.5	7.9	22.2	15.4
每股净资产 (元)	2.13	2.23	2.33	2.48	2.66
市盈率	57.9	33.8	31.3	25.6	22.2
市净率	3.2	3.1	2.9	2.8	2.6
净资产收益率 (%)	5.6	9.1	9.4	10.8	11.7

股票信息

股票代码	600008.CH
股票价格	¥6.87
目标价格	¥7.89
日成交量 (百万股)	15.9
52周最高价/最低价	¥8.28/5.25
流通股 (百万股)	875
总股本 (百万股)	2,200
总市值 (百万元)	15,114
大股东	北京首都创业集团有限公司 (59.51%)

最近估值走势

	近一周	近一月	近三月	年初至今
600008.CH	-1.3	0.0	1.5	2.1
上证指数	1.7	0.4	6.0	7.1
中金城市公用事业板块指数	2.7	5.3	n.a.	2.4

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况:

首创股份 2010 年全年实现销售收入 30.37 亿元, 同比增长 15.1%; 税后净利润 6.00 亿元, 与我们的预期相一致; 归属于母公司所有者的净利润 4.83 亿元, 同比增长 7.9%, 低于我们的预期 5.19 亿元约 7.6%, 主要原因是少数股东权益占税后净利润比率由 2009 年的 13.3% 上升到 19.5%。实现每股收益 0.22 元。

2010 年水务分部营业收入达到 21.66 亿元, 同比增长 20.33%。由于报告期内部分下属水务公司完成了水价上调, 并且部分 BOT 项目竣工运营, 水务分部盈利能力上升, 毛利率由 2009 年的 30.2% 上升至 34.1%。

受益于管理提升, 京通高速年内实现营业收入 3.14 亿元, 同比增长 19.18%, 实现利润总额 1.93 亿元, 同比增长 23.37%。

土地开发业务年内实现营业收入 4.84 亿元, 同比减少 3.0%。实现利润总额 1.74 亿元, 同比减少 21.4%。

同时, 公司于 2010 年切入垃圾处理业务, 分别与湖南醴陵、吉首市政府签订为期 25 年的垃圾填埋场 TOT 项目。

评论:

首创股份于 2011 年 3 月 30 日成为港股上市公司新环保能源的第一大股东, 我们预期公司后续将把新环保能源作为拓展固废处理业务的平台, 深度介入固废处理业务, 从而成为集固废处理、污水处理、自来水供应、收费公路、土地开发于一身的综合性企业。

估值与建议:

考虑到少数股东权益占税后净利润比例升高, 我们分别调低 2011、2012 年盈利预测 5%、5% 至 0.27 元及 0.31 元, 对应增速分别为 22.2% 及 15.4%。当前股价对应 2011、2012 年市盈率分别为 25.6 及 22.2 倍。目标价 7.89 元, 对比当前股价有 15% 的上升空间。维持“审慎推荐”评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2010 年业绩分析

(百万元)	半年数据			年度数据			中金评论
	1H2010	2H2010	YOY%	2009	2010	YOY%	
营业收入	1,021	2,015	97.3%	2,638	3,037	15.1%	首创股份2010年全年实现销售收入30.37亿元, 同比增长15.1%
营业成本	596	1,211	103.3%	1,610	1,807	12.2%	
毛利润	426	804	89.0%	1,028	1,230	19.7%	2010年水务分部营业收入达到21.66亿元, 同比增长20.33%。由于报告期内部分下属水务公司完成了水价上调, 并且部分BOT项目竣工运营, 水务分部盈利能力上升, 毛利率由2009年的30.2%上升至34.1%。
毛利率	42%	40%		39%	41%		
营业税金及附加	13	42	223.1%	51	54	7.7%	归属于母公司所有者的净利润4.83亿元, 同比增长7.9%, 低于我们的预期5.19亿元约7.6%, 主要原因是少数股东权益占税后净利润比率由2009年的13.3%上升到19.5%。实现每股收益0.22元。
销售费用	23	26	14.0%	44	49	13.6%	
销售费用/销售收入	2%	1%		2%	2%		
管理费用	162	263	62.0%	332	425	27.8%	
管理费用/销售收入	16%	13%		13%	14%		
财务费用	106	98	-7.2%	188	204	8.7%	
营业利润	93	392	323.0%	390	485	24.3%	
营业利润率	9%	19%		15%	16%		
利润总额	212	530	150.2%	660	742	12.4%	
利润率	21%	26%		25%	24%		
所得税	39	103	161.0%	144	142	-1.2%	
所得税率	19%	19%		22%	19%		
净利润	124	358	188.6%	447	483	7.9%	
净利润率	12%	18%		17%	16%		
总股本	2,200	2,200		2,200	2,200		
每股收益	0.06	0.16	188.6%	0.20	0.22	7.9%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

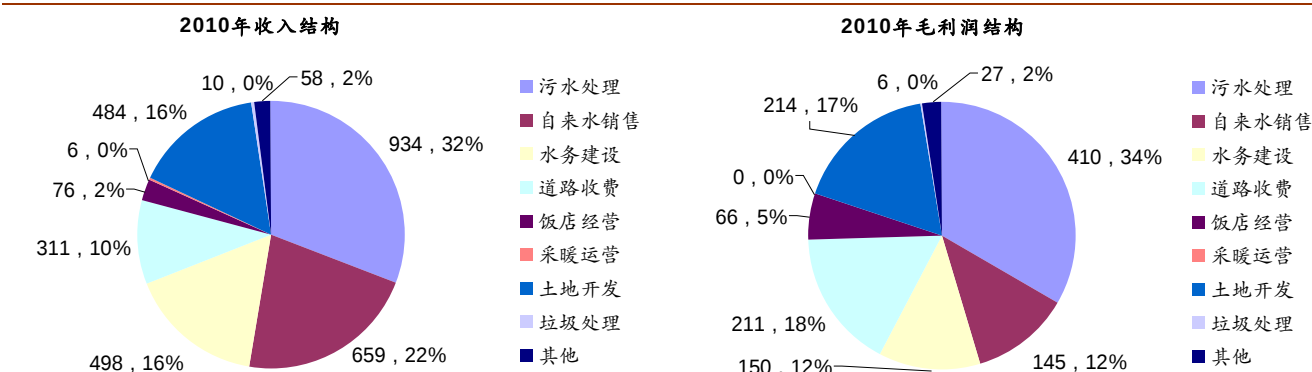
图表 2: 盈利预测调整

百万人民币	2009A	2010A	2011E	2012E
收入				
调整后	2,638	3,037	3,610	4,104
调整前	2,638	3,037	3,842	4,380
调整金额			-231	-276
调整百分比			-6%	-6%
毛利润				
调整后	977	1,175	1,380	1,572
调整前	977	1,175	1,435	1,634
调整金额			-54	-61
调整百分比			-4%	-4%

	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润				
调整后	447	483	590	681
调整前	447	483	621	721
调整金额			-31	-40
调整百分比			-5%	-5%
基本每股收益 (元)				
调整后	0.20	0.22	0.27	0.31
调整前	0.20	0.22	0.28	0.33
调整金额			(0.01)	(0.02)
调整百分比			-5%	-5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究

图表 3: 2010 上年收入、利润结构



资料来源: 公司数据, 中金公司研究

图表 4: 历史及预测财务数据

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
利润表 (百万元)					
收入	1,734	2,638	3,037	3,610	4,104
(+/-)		52%	15%	19%	14%
毛利	713	977	1,175	1,380	1,572
(+/-)		37%	20%	17%	14%
营业利润	168	390	485	582	708
(+/-)		132%	24%	20%	22%
税前利润	434	660	742	841	971
(+/-)		52%	12%	13%	15%
减去: 所得税费用	79	144	142	161	186
少数股东权益	93	68	117	90	104
归属母公司净利润	261	447	483	590	681
(+/-)		72%	8%	22%	15%
每股收益 (元)	0.119	0.203	0.219	0.268	0.310
(+/-)		72%	8%	22%	15%
现金流量表 (百万元)					
经营现金流量	349	773	654	1,227	970
投资现金流量	-414	-598	-1,017	166	-523
融资现金流量	131	-172	69	49	-390
财务比率					
利润率					
毛利率	41%	37%	39%	38%	38%
息税折旧摊销前利润率	48%	40%	38%	35%	35%
息税前利润率	37%	32%	31%	29%	30%
税前利润率	25%	25%	24%	23%	24%
净利率	15%	17%	16%	16%	17%
周转比率					
总资产周转率	13%	18%	18%	21%	23%
流动性比率					
现金比率	0.6	0.6	0.4	0.6	0.6
流动比率	1.2	1.4	1.2	1.4	1.4
杠杆比率					
净负债权益比率	25%	42%	49%	24%	21%
总资产负债率	44%	48%	53%	53%	53%
利息支出保障倍数	3.0X	4.5X	4.6X	4.8X	5.0X
杜邦分析					
净利润率	15%	17%	16%	16%	17%
总资产周转率	13%	18%	18%	21%	23%
杠杆率	2.8	2.9	3.3	3.2	3.1
净资产收益率	6%	9%	9%	11%	12%

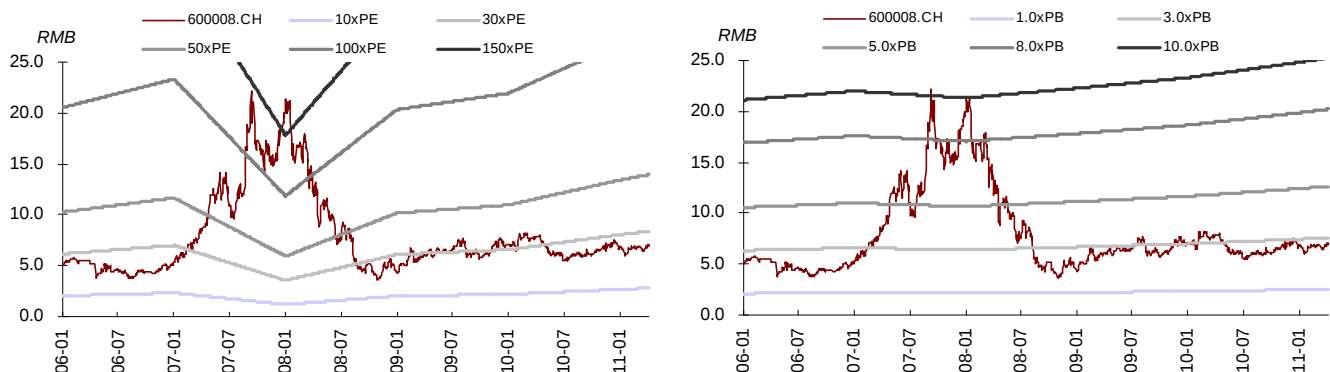
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

				EPS				P/E				P/B				ROE(%)				Dividend yield(%)			
	Currency	Ticker	Share price	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
A share water companies																							
*		SHANGHAI CHENT-A	CNY	600649	CH equity	8.66		0.37	0.43	0.49	n.a	23.4	20.1	17.9	n.a	1.7	n.a	n.a	n.a	7.4	n.a	n.a	n.a
		NANHAI DEVELOP	CNY	600323	CH equity	16.65		0.38	2.06	0.60	0.60	43.6	8.1	27.9	27.9	4.5	3.0	2.7	2.7	10.3	36.6	9.8	9.8
		SOUND ENVIRONM	CNY	000826	CH equity	27.30		0.35	0.60	0.83	0.83	77.4	45.6	33.0	33.0	10.4	8.9	7.4	7.4	13.4	19.5	22.4	22.4
		BEIJING CAP CO-A	CNY	600008	CH equity	6.87		0.22	0.22	0.27	0.31	31.3	31.3	25.6	22.2	3.1	2.9	2.8	2.6	9.6	9.4	10.8	11.7
		JIANGXI HONGCH-A	CNY	600461	CH equity	17.58		0.15	0.36	0.55	0.61	117.4	48.8	32.0	28.8	4.8	n.a	n.a	n.a	4.3	n.a	n.a	n.a
		TIANJIN CAP-A	CNY	600874	CH equity	7.10		0.19	0.21	0.23	n.a	37.4	33.8	30.9	n.a	2.9	n.a	n.a	n.a	8.0	n.a	n.a	n.a
		CHENGDU XINGRO-A	CNY	000598	CH Equity	19.15		0.53	0.76	0.85	n.a	36.1	25.1	22.5	n.a	5.6	n.a	n.a	n.a	(18.9)	13.2	12.8	n.a
		CHONGQING WATE-A	CNY	601158	CH Equity	8.90		0.24	0.28	0.29	0.34	37.7	32.2	30.8	26.3	5.4	3.8	3.7	3.6	14.2	11.8	12.1	13.7
Average												50.5	30.6	27.6	27.6	4.8	4.6	4.2	4.1	6.0	18.1	13.6	14.4
Median												37.6	31.7	29.4	27.9	4.7	4.4	3.3	3.2	8.8	13.2	12.1	12.7
H share water companies																							
*		BJ ENT WATER	HKD	371	HK equity	2.52		0.03	0.08	0.13	0.18	89.6	30.3	19.2	14.0	3.0	2.6	3.6	2.9	7.3	13.2	18.7	20.4
		GUANGDONG INVEST	HKD	270	HK equity	4.00		0.33	0.39	0.42	0.44	12.1	10.3	9.4	9.1	1.3	1.3	1.2	1.1	12.0	12.7	12.5	12.3
		CHINA WATER AFFA	HKD	855	HK equity	2.91		0.09	0.23	0.28	0.32	31.0	12.5	10.4	9.1	1.5	1.3	1.3	1.2	6.1	11.8	12.9	13.3
		CHINA EVERBRIGHT	HKD	257	HK equity	3.85		0.11	0.17	0.21	0.26	33.8	22.8	18.7	14.8	2.6	2.4	2.3	2.0	12.4	11.5	12.2	13.3
		SOUND GLOBAL LTD	CNY	967	HK equity	4.50		n.a	0.30	0.35	0.39	n.a	14.9	12.7	11.5	n.a	2.6	2.2	n.a	16.5	19.4	18.7	17.6
Average												41.6	18.1	14.1	11.7	2.1	2.0	2.1	1.8	10.9	13.7	15.0	15.4
Median												32.4	14.9	12.7	11.5	2.1	2.0	2.2	1.6	12.0	12.7	12.9	13.3
International water companies																							
		Hyflux	THB	HYF	SP equity	2.19		0.11	0.11	0.13	0.15	20.8	19.7	16.8	14.9	3.7	3.1	2.7	2.2	14.0	15.1	15.2	16.7
		SOUND GLOBAL LTD	CNY	SGL	SP equity	0.75		0.22	0.30	0.35	0.39	17.2	12.8	11.0	1.9	2.6	2.2	1.8	n.a	16.5	19.4	18.7	17.6
		EASTERN WATER RE	THB	EASTW	TB equity	6.05		0.55	0.62	n.a	n.a	11.0	9.8	n.a	n.a	1.5	1.4	n.a	n.a	14.0	15.1	15.2	16.7
		TALIWORKS CORP	MYR	C1	MK equity	1.24		0.07	0.10	n.a	n.a	17.3	12.5	n.a	n.a	1.1	1.1	n.a	n.a	6.6	8.9	8.3	n.a
		SALCON BHD	MYR	SALC	MK equity	0.65		0.05	0.06	0.06	n.a	14.2	10.1	10.8	n.a	1.0	0.9	n.a	n.a	6.9	8.4	9.0	n.a
		PBA HOLDINGS BHD	MYR	PBAH	MK equity	1.00		0.08	0.10	n.a	n.a	12.7	10.1	n.a	n.a	0.5	0.5	n.a	n.a	4.1	5.0	5.2	n.a
		AQUAS ANDINAS-A	CLP	AQUAS/A	CI equity	235.00		16.97	18.20	n.a	n.a	13.8	12.9	n.a	n.a	2.4	n.a	n.a	n.a	17.0	n.a	n.a	n.a
		SABESP	BRL	SBSPP	BZ equity	46.69		7.16	5.71	5.39	6.17	6.5	8.2	8.7	7.6	0.9	0.8	0.8	n.a	18.0	10.9	11.6	9.9
		EYDAP WATER	EUR	EYDAP	GA equity	n.a		0.11	0.24	0.35	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	1.4	n.a	n.a	n.a	
		SEVERN TRENT	GBP	SVT	LN equity	14.54		1.06	0.90	1.01	1.09	13.8	16.2	14.4	13.4	3.8	3.4	3.1	2.8	26.4	21.6	21.6	20.9
		PENNON GRP PLC	GBP	PNN	LN equity	6.26		0.40	0.37	0.43	0.48	15.7	16.9	14.7	13.2	3.3	3.1	2.8	2.6	22.1	18.4	20.0	21.5
		NORTHUMB WATER	GBP	NWG	LN equity	3.24		0.24	0.25	0.30	0.32	13.7	12.8	10.9	10.2	4.5	4.4	3.6	3.2	43.3	37.4	37.0	34.2
		AMERICAN WATER W	USD	AWK	US equity	28.72		1.53	1.68	1.82	1.94	18.8	17.1	15.8	14.8	1.2	1.2	1.1	1.1	n.a	7.6	7.8	7.5
		SOUTHWEST WATER	USD	SWWC	US Equity	n.a		0.17	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	3.5	n.a	n.a	n.a
		CALIF WATER SRVC	USD	CWT	US Equity	38.06		1.81	2.17	2.31	n.a	21.0	17.5	16.5	n.a	1.8	n.a	n.a	n.a	8.8	10.0	10.3	n.a
		AQUA AMERICA INC	USD	WTR	US equity	23.03		0.91	0.97	1.06	1.15	25.3	23.6	21.7	20.1	2.7	2.5	2.4	2.3	10.9	10.6	11.0	11.8
		AMER STATES WATE	USD	AWR	US equity	36.20		1.78	2.12	2.24	n.a	20.3	17.0	16.2	n.a	1.8	n.a	n.a	n.a	9.0	10.2	10.5	n.a
		MIDDLESEX WATER	USD	MSEX	US equity	19.29		0.96	0.95	0.99	n.a	20.1	20.3	19.5	n.a	1.7	n.a	n.a	n.a	9.0	n.a	n.a	n.a
		CONN WATER SVC	USD	CTWS	US equity	26.17		1.14	1.20	1.24	n.a	23.0	21.8	21.2	n.a	2.0	n.a	n.a	n.a	8.8	n.a	n.a	n.a
		SINO-ENVIRONMENT	CNY	SINE	SP equity	n.a	(0.13)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	(5.0)	n.a	n.a	n.a
Average												16.8	15.3	15.2	n.a	2.2	2.1	2.3	2.4	12.4	14.2	14.4	17.4
Median												17.2	16.2	15.8	n.a	1.8	1.8	2.6	2.5	9.0	10.8	11.3	16.7

资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED