

# 首创股份(600008)/4.52 元

## ——补贴收入稳定、水务利润待体现

王旭东

86-021-68407681

[wangxd8@ccs.com.cn](mailto:wangxd8@ccs.com.cn)

公用事业·供水供气

估值区间: 3.92-5.07 元

中性 A (拟再调高评级)

首创股份是全国性布局的水务公司, 全国性水价呈上调趋势, 在此背景下, 首创股份的研究价值也得以提升。为此, 对首创股份作了调研, 并对其水务子公司进行了条理化研究。

- **首创股份全国性布局的优势与不足。** 优势: 水务运作与管理经验。不足: 一线城市的自来水公司也较强势。
- **各水务子公司情况趋好:** 水务水利润增长或有待体现 (详见正文)。
- **水务业是收入和利润增长的来源:** 水务业收入和利润的增长主要来源于新收购水务子公司和水价上调。预测水务业收入 05、06、07 年依次增长 150%、80%、40%、20%。
- **费用率微降:** 随着水价的上涨, 边际成本下降的, 预测 06 年营业费用率 = 05 管理费用率 \* (1-5%), 以此类推。
- **财务费用快速增长问题:** 从长期看, 首创股份的水务利润应该能够超过财务费用的增长, 但这一点判断需要进一步加以观察确证。
- **风险因素:** 因为收益模式或水价的预期与实际情况差异, 造成水务项目的预期收益率低于预期, 甚至不能覆盖融资成本的风险。
- **评级:** 暂给予中性 A 的评级。未来若具备以下两条件之一, 提高评级至谨慎推荐 A:
  - 1、股价再度下跌至估值下限 3.92 元;
  - 2、水务子公司利润增长加速, 水务利润的增长开始覆盖甚至超过财务费用的增长。

上证指数: 1090

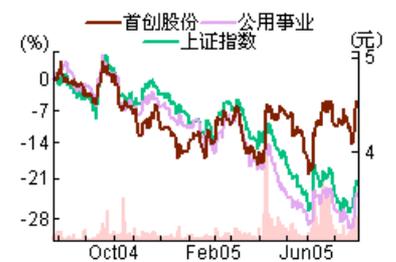
### 股本数据

A 股总股本(万)	2200000
流通 A 股(万)	60000
流通市值(亿)	27.12

### 股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	7.4	13.8
6 个月(%)	2.2	17.0
1 年(%)	-12.2	9.2
52 周波动(元)	复权: 3.73-5.09	

### 股价走势



资料来源: 招商证券

### 相关研究

《首创股份调研简报 050629》  
6/30/2005

### 主要财务指标

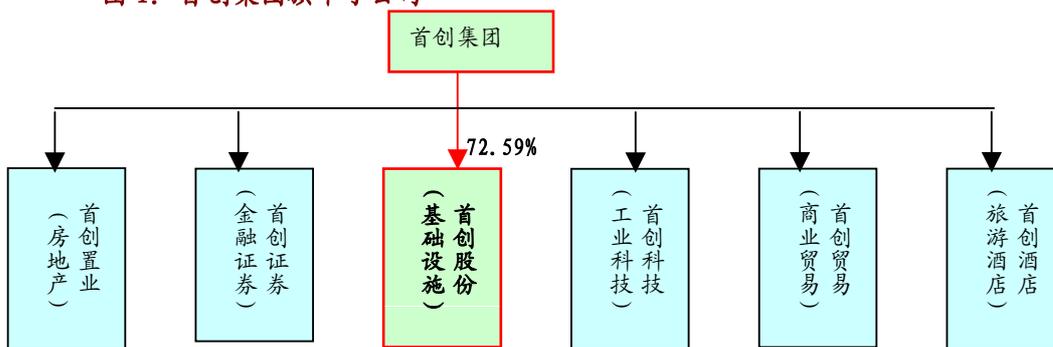
会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	31,275	42,233	56,845	69,996
同比增长率(%)	33.5%	35.0%	34.6%	23.1%
营业利润(万元)	1,997	2,133	5,372	9,189
同比增长率(%)	-51.9%	6.8%	151.9%	71.0%
净利润(万元)	49,046	45,851	48,904	52,490
同比增长率(%)	21.5%	-6.5%	6.7%	7.3%
主营利润率(%)	64.8%	56.9%	54.0%	53.6%
营业利润率(%)	6.4%	5.1%	9.5%	13.1%
净利润率(%)	156.8%	108.6%	86.0%	75.0%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.22	0.21	0.22	0.24
每股净资产(元)	1.93	1.99	2.06	2.13
净资产收益率(%)	11.6%	10.5%	10.8%	11.2%
每股股息(元)	0.06	0.15	0.15	0.17
股息收益率(%)	1.4%	3.4%	3.6%	3.9%
负债率(%)	40.7%	30.1%	32.8%	34.7%
P/E(倍)	19.3	20.6	19.3	18.0
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA(倍)	70.6	51.3	38.6	31.2

## 一、全国水务龙头企业

首创股份（04 年合并总资产 71.6 亿）和首创置业（香港上市）都是首创集团（02 年总资产 312 亿）十分重要的上市子公司，首创集团的产业布局见图 1：

图 1：首创集团旗下子公司



资料来源：首创集团网站，首创股份网站，招商研究所整理

从 01 年起，首创集团就选择公用事业中有市场化运作潜力的水务行业作为重点发展方向，其至今向水务业发展的历程如表 1：

表 1：首创股份发展战略调整历程

2000 年	发行 3 亿 A 股并上市；
2001 年	适时地进行了战略调整，明确了以水务市场的投资和运营管理为公司发展战略； 成功收购高碑店污水处理厂一期工程； 与威立雅水务签署战略合作协议；
2002 年	投资设立马鞍山首创水务有限责任公司； 积极拓展中国东部地区水务市场，达成多个合作意向；
2003 年	与威立雅水务合资成立首创威水投资有限公司； 携手北京市排水集团成立北京京城水务有限责任公司；
2004 年	成立余姚首创水务，徐州首水务，青岛首创水务，进入浙江、江苏、山东水务市场。
2005 年	成立淮南有限责任公司。继续以北京为产业基地，依托中国证券市场强大的资本平台，运用直接投资、重组、购并、BOT、TOT 等多种形式投资城市基础设施产业，努力成为在中国领先的基础设施投资和管理公司，为城市现代化建设做出相应贡献。

资料来源：历年年报和公司网站、调研、招商研究所整理

由于年报披露的主营收入结构仅“公用事业基础”和“旅游服务业”两类，不能反映首创已经将主营方向向水务逐步转型的事实，因此，我们将首创主营分为“高速公路”（不再扩张）、“旅游服务业”（不再扩张）、“水务”（高速扩张）。

因为并表企业全部是水务类子公司，本文将母公司与并表收入之差额可以理解为水务收入，处理之后的首创主营业务构成及毛利情况如表 2，由表可见，水务收入占主营

收入的比例比由 03 年的 6.3% 升至 04 年的 23.3%。

**表 2: 主营业务构成及毛利**

	03 年			04 年		
	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利
京通快速路	16165	5592	65.40%	15831	4649	70.60%
旅游服务业	5779	595	89.70%	8138	621	92.40%
水务业	1476	585	60.40%	7306	4348	40.50%

资料来源：招商证券研发中心

## 二、首创水务业子公司情况

首创股份成为布局全国性水业务业的龙头公司，在国内水务市场运作有其优势：

- 1、有丰富的水务运作经验，控股、参股地方水务公司后，可提高资产重组后的公司的运营水平和盈利能力。比如：
  - (1)、运营不佳的城市自来水管网的漏水率（水损率）可能高达 45%，而经首创股份经营管理后，可将漏水率降低至 10% 的水平，减少了水资源的浪费，同时也降低了首创水务子公司的主营成本。
  - (2)、首创实行先进的管理（包括电脑化管理），可以提高管理效率。
- 2、首创股份是北京国资委的公司，比较了解政府在水务方面的想法和政策，也是首创的优势所在。
- 3、部分地区工业用户在自备井现象，规范化运作后，也对首创股份当地水务子公司的供水量上升有帮助。

另一方面，首创股份在全国的水务业扩张也有并不具备优势甚至劣势的地方：

- 1、虽然与法国通用的合作可以一定程度上弥补此不足，首创股份水务业运营的技术水平还不及国际级大公司。
- 2、北京、上海等一线城市的自来水公司也较强势，因此，一线市场基本上不是首创的重点发展市场。

首创股份水务布局将重点选在两块可以扬长避短：

- (1)、江浙沪的二线城市，这此地方水务市场有达到一定的市场化程度且首创有优势；
- (2)、以通用合作的通用首创为平台开拓西北市场（有合资的优势）。

调研中也就首创股份新的水务类子公司的投资计划和情况进行了了解：秦皇岛自来

水项目已于二季度正式运作，另有新的项目在酝酿阶段。首创股份的水务业务全部是通过水务子公司完成的，下面就其已有的水务子公司进行分析。

### （一）、水务业务（自来水及污水处理）----并表子公司

#### 1、马鞍山首创水务有限责任公司

**合作模式：**2002年首创股份和马鞍山自来水公司合资成立首创马鞍山水务有限责任公司，其中首创股份出资7200万元，占60%股份。

**资产规模：**注册资本1.5亿元，资产规模2.26亿元，

**项目情况及水务能力：**首创股份将通过该公司全面介入马鞍山市自来水行业，形成制水、供水一条龙服务。该子公司主要负责运营沿江自上而下南、中、北分布的城市水厂三座，即一水厂、二水厂和三水厂，并着手投资建设四水厂，四个水厂设计总供水能力为45万吨/日，目前实际总供水能力为21万吨/日。

**经营情况：**该了公司04年净利润1368万元（4月份开始收水费年度经营数据），另取得马鞍山政府水价补贴162万元。05年水价调整到位，将不再有政府补贴。预计如果其它经营条件与04年一样的话，该子公司05年可取得利润=1368/3\*4=1824万元。

考虑到首创股份在经营管理上作了提高，大大降低漏水率等因素，05年马鞍山首创实现的利润应该大于1824万元。

**表 3： 马鞍山水价调整情况（供水价格）**

年份	工业	居民	经营服务	特种
2003-2004. 3. 31	1. 2	0. 9	1. 55	0
2004. 4. 1-2005	1. 53	1. 03	2. 13	4. 53

资料来源：中国水星

#### 2、 通用首创水务投资有限公司（比例合并）

**合作模式：**03年5月，与法国“威立雅水务”合资设立首创威水投资有限公司，这是目前国内水务界第一个与外商合资成立的投资性公司，开创了中外水务合作新模式。目前该合资公司已更名为“通用首创水务投资有限公司”。首创股份占50%股份。

**资产规模：**注册资本2亿美元，资产规模32.3亿元。

**项目情况及水务能力：**是投资性公司，目前主要有宝鸡创威、深水集团、和渭南水务三个子公司。

**经营情况:** 04 年净利润 -3100 万元。虽然深水集团 04 年就已经实现微利 (约 200 万元), 但深水集团等需的投资资金量比较大, 通用首创的财务费用压力会持续 (初期财务费用增长快是水务行业的投资待性), 而且由于首创通用的财务压力, 预计通用首创 2010 前无法分红。

### (1)、宝鸡创威水务有限责任公司

**合作模式:** 宝鸡供水项目是通用首创投资的第一个项目, 02 年 11 月 7 月正式签定了合作协议。通用首创占 60% 股份。

**资产规模:** 注册资本 1155 万欧元。

**项目情况及水务能力:** 宝鸡水厂目前日处理能力为 17 万吨, 合资后通过改扩建, 宝鸡自来水公司水厂的能力将达到 23 万立方米, 进一步扩大了宝鸡市的供水能力。

**经营情况:** 目前无具体经营数据, 04 年 4 月水价有过一次大幅提升。宝鸡的管网部分也进入宝鸡创威水务, 宝鸡创威水务应该拥有终端收费权。

值得一提的是: 另有宝鸡威创运营有限公司负责宝鸡创威水务的运营管理 (注册资本 716 欧元), 首创股份占 44% 股份, 该公司经营稳定, 首创在宝 A 鸡的水务活动主要还是通过首创通用之子公司 “宝鸡创威水务” 进行。

**表 4. 宝鸡水价调整情况 (终端水价)**

年份	工业	居民	经营服务	特种
-2001.6.20	1.50	1.10	2.00	2.2
2001.6.21-2004.4.21	1.60	1.30	2.20	3.00
2004.4.22-2005	1.95	1.70	2.60	4.30

资料来源: 中国建设报/中国水业、教育报

### (2)、深圳水务 (集团) 有限公司

**合作模式:** 04 年 8 月, 深圳市水务 (集团) 有限公司成立, 首创通用、法国通用水务公司和深圳市投资管理公司将分别持有 40%、5% 和 55% 的股权, 首创通用出资额是 29.429 亿元, 这是中国水务市场最大的投资案例。

**资产规模:** 注册资本 21 亿元, 资产规模 68 亿元。

**项目情况及水务能力:** 深圳水务集团是深圳市最大的综合水务运营商, 承担了深圳经济特区 90% 以上的供水任务及近 99% 的污水处理任务。自来水生产能力达 167 万吨/日, 污水处理能力达 122 万吨/日, 经营规模在全国同行中处于前列。集团在抓紧整合深圳本地供排水业务的同时, 积极拓展异地水务投资业务, 先后成功投资了深圳南澳、深圳坪地、河南焦作和江苏常州等多个水务项目。

**经营情况:** 04 年净利润约 200 万元 (02 年的主营业务收入数据是主营业务收入 11.81 亿元, 04 年的主营收入应该大于 11.81 亿元)。但值得注意的是深水集团短期内的总资产收益率过低, 远低于通用首创的融资成本, 造成通用首在深水集团上的收益不能覆盖融资成本, 这应该是年通用首创 04 年亏损 (利润是为-3100 万元) 的重要原因。

据威立雅 (首创通用投资有限公司的外方股东) 与兴业银行作出的估算, 该项目的平均收益率达到 10.5%。目前深水集团的实际 收益率水平与 10.5% 存还有很大的差距。04 年 8 月, 深圳终端由 1.6 元上调为 1.9 元, 但深圳作为缺水城市, 水价仍偏低, 有水价提升空间。深水集团的盈利能力有望提高, 但提高的幅度和速度有待观察。

**表 5、深圳市水价调整情况 (终端水价)**

年份	工业	居民	经营服务	特种
2003.1.1-2004.8	2.00	1.6	2.55	3.7
2004.8-2005	2.25	1.9	2.95	7.5

资料来源: 深圳新闻网

**(3)、渭南水务项目合作模式:** 4 年 7 月, 通用首创与渭南市自来水公司联合投资 2.48 亿元人民币 (折算为首创投资 1.02 亿元), 合作进行渭南市区供水项目的开发, 合同期限为 22 年。

**项目情况及水务能力:** 该项目的实施, 将使渭南市区自来水供水能力由现在平均日供水 4.23 万立方米递增到 2010 年的 16 万立方米, 可逐步缓解渭南市区供水紧张的局面, 改善渭南市区的供水质量。

**经营情况:** 尚未正式成立, 目前尚无关于渭南水务项目的详细信息。

**表 6、渭南市水价调整情况 (终端水价)**

年份	工业	居民	经营服务	特种
2003-2004.7.31	1.55	1.36	2.06	3.76
2004.8.1-2005	1.95	1.8	2.50	4.50

资料来源: 中国水务网、中国供水节水报

### 3、余姚首创水务有限责任公司

**合作模式:** 首创股份同余姚市城市建设投资发展有限公司成立合资水务公司, 首创股份占 80%。

**资产规模:** 注册资本 5000 万元, 资产规模 1.05 亿元。

**项目情况及水务能力:** 合资公司将收购余姚市现有的全部四座水厂, 日供水能力 21

万吨。

**经营情况：**04 年净利润 577 万元。

余姚市管网部分目前并不在“余姚首创水务”中，因此还不是终端收费模式，主要是按协议价格收费，水价上涨对收入和利润的影响比较间接。

余姚行政上隶属于宁波宁，由于没有余姚的水价信息，表 7 反映的是宁波市水价调整情况。

**表 7、宁波市水价调整情况（终端水价）**

年份	工业	居民	经营服务	特种
2003-2004.12.31	1.55	1.2	约 2.00	约 3.76
2004.1.1-2005	2.25	1.65	2.50	6.00

资料来源：浙江在线

#### 4、徐州首创水务有限责任公司

**合作模式：**04 年 12 月 3 日，与徐州市自来水公司共同组建，首创股份占 80% 股权。

**资产规模：**注册资本 1.8 元，资产规模 1.88 亿元。

**项目情况及水务能力：**徐州首创拥有 30 年的特许经营权，合资公司成立后拟以现金 1.20 亿元人民币收购徐州水司的剩余净资产。收购完成后，合资公司依法拥有张集水厂以及徐州水司原有的三座水厂，届时总供水能力将达到 55 万吨/日。

**经营情况：**04 年净利润 -40 万元。

管网部分进入了“徐州首创水务”，终端水价的上涨将使徐州首创水务直接受益。

徐州水务一季度未并表，中报有可能参与并表。

**表 8、徐州市水价调整情况（终端水价）**

年份	工业	居民	经营服务	特种
2002-2003.2.28	--	1.4	--	--
2003.3.1-2004.3.31	2.55	1.9	2.55	4.7
2004.4.1-2005	2.88	2.2	2.88	5.12

资料来源：徐州市政府网站、同济水网

#### 5、淮南首创水务有限责任公司

**合作模式：**04 年 12 月，与淮南市供水有限公司共同组建“淮南首创”。首创股份出资 1.02 亿元，拥有 88% 股权。

**资产规模：**注册资本约 1.16 亿元，资产规模 2.36 亿元。

**项目情况及水务能力：**对淮南市的供排水依法实施特许经营，特许经营权为 30 年。

淮南首创第一阶段整合东部地区（主要是居民和政府办公用）：现有淮南水司现有水厂三座，日供水能力 27.5 万吨。淮南市排水公司拥有污水处理能力 10 万吨也进入淮南首创水务。

第二阶段收购整合西部地区（主要是工业用水）。目前在淮南煤矿的供水公司是由市政府授权经营，东部的工业大户用水量大于居民用水量。为保护水资源，一些企业的自备井也将受政府管制关闭。

**经营情况：**05 年一季度已经开始运营，公司公告称，根据对水量、水价、成本等因素假设判断而进行的投资测算，预计淮南项目自 2005 年正式运营开始后，经营期内项目的内部收益率（IRR）为 8.31%。

管网公司进入“淮南首创水务”，淮南首创水务拥有终端收费权，将受益终端水价之上涨。

**表 9、淮南市水价调整情况（终端水价）**

年份	工业	居民	经营服务	特种
2004-2005.6.30	0.9	0.76	1.3	1.5
2005.7.1-	1.2	0.99	2.0	2.5

资料来源：水信息网之《淮南市率先运用经济杠杆鼓励市民节约用水》

## 6、秦皇岛自来水项目

**合作模式：**04 年 12 月提出议案：与秦皇岛水司共同组建“秦皇岛首创”。首创股份第一期拥有 50% 股权（第二期再受让不低于 1% 的股权）。

**资产规模：**注册资本约 2.8 亿元。

**项目情况及水务能力：**秦皇岛市自来水总公司目前日供水能力 45 万立方米，有 5 座地表水厂，2 个地下水源，管网总长为 503.4 公里，最近四年的年平均售水量 8000 万吨。

**经营情况：**公司公告称：经过初步测算，该项目在经营期限内平均内部收益率（IRR）为 10.90%。

05 年 6 月 30 签了合资协议，开始正式运作

**表 10、秦皇岛市水价调整情况（终端水价）**

年份	工业	居民	经营服务	特种
2001-2002.7.31	1.12	0.70	1.13	8.4
2002.8.1-2005	1.42	1.03	1.46	15

资料来源：秦皇岛晚报

## （二）、水务业务（自来水及污水处理）----权益法子公司

### 7、北京京城水务有限责任公司

**合作模式:** 03年7月,与北京城市排水集团合资成立京城水务,首创股份占股49%。

**资产规模:** 注册资本40.2亿元。

**项目情况及水务能力:** 拥有高碑店污水处理厂、酒仙桥污水处理厂共计120万吨/日的污水处理厂能力,占北京市现有污水处理能力的81%。

**经营情况:** 04取得补贴收入1.2亿元,如果按市场化运作的话,京城水务的收益还要高于1.2亿元。但目前不大会改变收支两条线的运营格局,目前取得补贴收放的运营格局不变。

### 8、青岛首创瑞海水务有限公司

**合作模式:** 04年2月,与青岛市市排水管理处、青岛开投环保投资有限公司共同出资设立“青岛首创瑞海水务”,首创股份拥有40%股权。

**资产规模:** 注册资本8400万元,资产规模约2亿元。

**项目情况及水务能力:** 收购的李村河污水处理厂设计日处理污水8万立方米,全套设备引进国外。

**经营情况:** 青岛首创水务一季度已经实现盈利500万元。

管网公司未进青岛首创,主要做污水处理。

### 9、威海城市供水项目

**合作模式:** 与山东省威海市自来水公司、东方水务投资有限公司签署协议,成立中外合资水务公司,其中首创股份占注册资本的51%。

**资产规模:** 注册资本440万美元(折合人民币为3640万元),资产规模约628.25万美元(折合人民币5200万元)。

**项目情况及水务能力:** 水务公司收购自来水公司下属的全部两座水厂,目前供水能力为13万吨/日。

**经营情况:** 目前仍在谈判阶段,尚未正式运作。

根据上述分析,可以将首创股份水务类投资情况归纳为表11和表12:

**表 11: 首创股份制水供水及污水处理产能统计**

子公司名称	股权比例	核算方法	总制水供水/权益能力 (万吨/日)	总污水处理/权益能力 (万吨/日)
马鞍山首创水务	60.0%	合并	45/27 (含四厂)	
深圳水务(集团)40%	50%*40%=20%	对通用首创 比例合并	167/33.4	122/24.4
通用首创50%宝鸡威创88%	50%*88%=44%		23/10.1	
渭南项目以50%计	50%*50%=25%		4.2/2.1	
余姚首创	80.0%	合并	21/16.8	
徐州首创	80.0%	合并	55/44	
淮南首创	88.0%	合并	27.5/24.2	10/8.8
秦皇岛自来水项目	大于50%	尚未成立	45/大于22.5	
北京京城水务	49.0%	权益法		120/58.8
青岛首创瑞海水务	40.0%	权益法		8/3.2
威海城市供水项目	51.0%	尚未成立	13/6.6	
合计			400.7/185.6	260/95.3

资料来源: 04 年年报, 公司网站, 调研, 招商证券研发中心整理

**表 12: 首创水务子公司 04 年收益情况**

子公司名称	股权比例	核算方法	04 年末投资成本 (万元)	04 年投资收益/并表利润 (万元)	附注:
马鞍山首创水务	60.0%	合并	9000 万元	净利润 1368 万元(合并)	03、04 年分别取得政府补贴 684 万元和 160 万元, 计入补贴收入
通用首创	50.0%	比例合并	5.86 亿元	净利润-3100 万元(比例合并)	
余姚首创	80.0%	合并	4000 万元	净利润 577 万元(合并)	含宝鸡威创和深圳水务(集团)
徐州首创	80.0%	合并	1.44 亿元	净利润 -40 万元(合并)	
淮南首创	88.0%	合并	1.02 亿元	05 年一季开始运营	
秦皇岛自来水项目	大于 50%	尚未成立	--	05 年二季度开始运营	
北京京城水务	49.0%	权益法	19.7 亿元	132 万元	03、04 年分别取得政府补贴 6000 万元和 1.2 亿元, 计入补贴收入。
青岛首创瑞海水务	40.0%	权益法	3421 万元	6 万元	
威海城市供水项目	51.0%	尚未成立	--	尚未成立	
合计				合并利润-1195 万元, 投水务补贴收入 1.8 亿元 投资收益 138 万元	

资料来源: 04 年年报, 公司网站, 调研, 招商证券研发中心整理

首创股份水务类投资收益则体现在三块:

(1)、大部分水务子公司都是并表企业。进行从目前看: 除补贴收入非市场化收益外, 收益在增长, 但尚占利润总额的比例并不大。这要取决于与地方政府沟通, 上调水价的情况。未来变化趋势有待进一步跟踪观察。

(2)、权益水务子公司计投资收益, 从目前看: 除补贴收入非市场化收益外, 收益也不明显。也要取决于与地方政府沟通, 上调水价的情况。未来变化趋势有待进一步跟踪观察。

(3)、在市场化运作前(水价合理上调),来自地方政府的补贴收入是水务投资的重要利润来源。

### 三、其它非水务子公司情况

首创非水务类子公司 情况如表 13:

表 13、 首创非水务子公司情况

子公司名称	股权比例	核算方法	04 年末投资成本 (万元)	04 年投资收益(万 元)
北京绿化隔离地区基础设施开发建设有限公司	51.3%	权益法	20405	-4.8
中关村信息工程股份有限公司	15.0%	成本法	7500	112.5
北京科技园建设建设股份有限公司	23.1%	成本法	30000	1200
天伦度假发展有限公司	16.7%	成本法	0	-24.2
北京汽车投资有限公司	3.0%	成本法	7793	1826.7
首创(新加坡)有限公司	100.0%	权益法	0	-34.4
总计			65698	3075.8

资料来源: 04 年年报, 公司网站, 调研, 招商证券研发中心整理

04 年 9 月与北京首联基业房地产开发有限公司共同以现金出资方式设立一投资管理公司, 其中首创股份投资 3.96 亿元(占 99%), 专门对公司非主业资产进行整合。从 04 年年报看, 首创已经完全天伦度假发展有限公司和首创(新加坡)有限公司这两个非核心业务子公司。

05 年 5 月 27 日公告: 首创股份将北京绿化隔离地区基础设施开发建设有限公司 52.28%、北京科技园建设建设股份有限公司 23.08%的股权、中关村信息工程股份有限公司 15%的股权转让给北京水星公司。

首创股份将会进一步整合退出非水务行业, 突出水务业务。

### 四、补贴收入基本稳定

#### 1、京通快速路补贴收入:

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按照以下公式计算补贴额:

$$\text{当年补贴额} = 3.6 \text{ 亿元} - (\text{上年过路费收入} - 0.8 \text{ 亿元}) * 70\%$$

京通快速路 03 年、04 年的通路收入分别是 1.61 亿元和 1.58 亿元。据调研京通快速路的路费收入增长有限，但补贴收入会比较稳定。值得注意的是：首创股份拥有京通快速路主路、主桥的全部资产，约 13.9 亿元，收费期限是 30 年。04 年获路费收入 1.58 亿元(毛利 1 亿多)和补贴收入 3.03 亿元，按投资额 13.9 亿元算，总资产回报率近 30%。

据调研，京通高速路和京城水务补贴原来有 5% 的税，05 年可能予以减免，此有利于提高补贴收入。

## 2、北京京城水务有限责任公司投资回报:

如果京城水务市场化运作的话，实际收益将高于补贴收放。目前补贴收入仍是京城水务的主要收入来源，因此其补贴收放预计将会稳定。

## 3、马鞍山市政府水价补贴等

在马鞍山首创水务有限责任公司（简称合资公司）与马鞍山市自来水公司之间的结算水价尚未到位的情况下，马鞍山市财政将对本公司予以补贴，直到合资公司的净水销售的结算水价调整到位。05 年底净水销售的结算水价调整到位，05 年后将无补贴。

## 五、关于财务费用增长的讨论

随着水务规模的扩张，财务费用增长较快，在水价如预期上涨前，出现 05 年一季度出现收入上升但利润下降的情况。从微观看，出现 05 年一季度出现收入上升的现象，一方面是因为子公司所在地水价上涨有一个时间过程，另一方面是因为投资已经发生，财务费用不可避免。具体来说微观原因有：

1. 深水集团近几年不能达到预期收益率，深圳水价是否继 04 年 8 月涨价后再度上涨是值得关注的因素。
2. 京城水务收益率偏低(约 6%)，是否能够通过谈判或实现市场化运作提高这收益率水平值得关注，不过据调研这一可能性短期内不大。
3. 徐州首创、淮南首创等水务子公司的财务费用也是在 04 年底或 05 年一季开始体现。
4. 秦皇岛自来水项目将于 05 年二季度开始实际运作，新的项目也在洽谈运作中，这些尚未在一季度财务费用中体现的因素还要进一步加大财务费用压力。

以上因素都制约利润增长速度落后于财务费用增长速度。

从长期看，水务行业的特点决定其需要长期持续的大规模资金投入，在水务行业投资的早期阶段，需要大量的资本投资，尤其是水价上涨不足或尚未上涨时，短期出现收

入增长小于财务增长的现象是正常的。而且，目前（05 年一季度）首创的资产负债率为 39.8%，还远低于国际公用事业股的负债率水平，首创股份的负债和财务费用的增加空间还比较大。

首创股份获国开行 43.7 亿综合授信贷款额度（利率约 6%），目前已用 4 亿元，中长期资金来源充足。另外，首创股份七月公告（8 月 11 日召开临时股东大会审议）拟发 10 亿短期融资券（估计成本在 3.5% 左右，低于原先近 6% 的长期借款成本，有利于降低首创股份的融资成本）。

首创股份资金来源没有问题，问题的关键也不在于负债的增加，而在于：所投资项目的实际收益率（而不是预期收益率）是从长期角度覆盖并超过财务费用率。从长期看，首创股份的水务利润应该能够超过财务费用的增长，但这一点判断需要进一步加以观察确证。

## 六、股权分置问题：

首创集团占 72.59% 股权，非流通比例大，有较大的比价谈判空间，合理的对价补偿有利于提高首创的估值水平。

## 七、风险因素

（1）补贴收入占利润总额很大比例。

（2）公司拥有 30 年收费权，至 2017 年时此项收费权并未终止，但补贴取消、收费取消等风险因素都会使公司在京通高速项目上的收费至 2017 年后缩水。而且，2017 时，通过折旧公司计有大量回收的现金，但京通高速路项目的总资产回报率近 30%，这部分现金是否能找到相应高回报的项目，具有很大的不确定性。

（3）因为收益模式或水价的预期与实际情况差异，造成水务项目的预期收益率低于预期，甚至不能覆盖融资成本的风险。

## 八、财务假设

### （一）、主营收入和主营成本

水务业是首创股份收入和利润增长的来源，水务业收入和利润的增长的三点：

- (1) 新增水务项目（以新的水务子公司的形式）；
- (2) 水务子公司所在地水价的上涨；
- (3) 水务子公司产能及供水量的增长。比于首创通过新收购水务子公司的扩张增量来说，由于已收购水务子公司的产能在收购时就确定的，相这是次要的因素。

综合以上三点因素，对首创股份的主营收入及毛利预测如下：

- (1) 京通快速路和旅游服务业零增长，毛利维持不变；
- (2) 水务业收入 05、06、07 年依次增长 150%、80%、40%，08-14 年增长 10%，2014 年后为自然增长率。
- (3) 水务行业毛利率 05 年 40%，06、07 年后依水价上调情况分别上调为 44%、47%，07 年水利业毛利后稳定在 48%。

表 14、首创主营业务收入及成本预测

	04 年		05 年			06 年			07 年		
	营业收入	毛利	营业收入	增长率	毛利	营业收入	增长率	毛利	营业收入	增长率	毛利
京通快速路	15831	70.6%	15831	0.0%	70.0%	15831	0.0%	70.0%	15831	0.0%	70.0%
京都大酒店	8138	92.4%	8138	0.0%	90.0%	8138	0.0%	90.0%	8138	0.0%	90.0%
水务业	7306	40.1%	18265	150.0%	40.0%	32877	80.0%	44.0%	46028	40.0%	47.0%
总计	31275	69.2%	42234	35.0%	60.9%	56846	34.6%	57.8%	69997	23.1%	57.2%

资料来源：招商证券研发中心

### （二）、主要经营性财务指标预测

随着水价的上涨，公司水务收入增长，边际成本是下降的，此效应这在 05 年一季度报表中已有所体现。值得注意的是公司收购增加的水务收入并不能使边际成本下降。

04 年下半年和 05 年一季度全国性上调水价（较大幅度），05 年的营业费用率和管理费用率将大幅下降，在一季度报表的基础上加 1%，将 05 年的营业费用率和管理费用率分别保守假设为 7.86% 和 28.36%。

考虑水价上涨因素使边际成本下降，预测营业费用率和管理费用率以 5% 的速率下降，即 06 年营业费用率=05 管理费用率\*（1-5%），以此类推。

表 15、主要经营性财务指标预测

会计年度：	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
主营收入增长率	33.54%	35.04%	34.60%	23.13%	13.15%	10.46%	10.89%
主营成本/主营收入	30.85%	39.12%	42.17%	42.80%	43.29%	44.11%	44.89%
营业费用/销售收入	10.22%	7.86%	5.50%	4.95%	4.70%	4.47%	4.24%
管理费用/销售收入	34.23%	28.36%	24.10%	21.69%	20.61%	19.58%	18.60%

资料来源：招商证券研发中心

### （三）、公司负债（财务费用）

04 年增加负债水平激增约 15 亿元，应在一段时间内满足扩张需求，04 年及 05 年一季首创股份的总负债水平略有减少大幅增加，预计一季度后的财务费用会略降。

另外值得注意的是：首创拟发 10 亿元短期融资券，融资成本大致在 3.5%，有利于降低融资成本。

#### (四)、投资收益

根据前四年经营情况和首创将收缩非水务类投资的情况，我们预计非水务子投资收益将收缩稳定在 2000 万元/年。

#### (五)、补贴收入

表 16、首创补贴收入预测 (万元)

补贴收入预测	03 年	04 年	05 年	06 年	07 年
京通快速路补贴收入	32717	30285	31000	31000	31000
京城水务投资回报	9000	12000	12000	12000	12000
其它水务补贴	648	162	0	0	0

资料来源：招商证券研发中心

## 九、DCF 估值与评级

按前述财务假设条件，DCF 估值区间为：3.92-5.07 元（见表 20 敏感性分析），价值中枢为 4.50 元，目前市价 4.49 元基本合理。

表 17、首创股份盈利预测

会计年度：	2003	2004	2005	2006
主营收入	23420.46	31274.60	42233.46	56845.28
同比增长率	15.26%	33.54%	35.04%	34.60%
EBITDA	9925.58	13405.43	18455.91	24520.35
EBIT	4588.01	7434.66	9255.14	14410.51
净利润	40351.61	49045.92	45851.43	48903.56
同比增长率	-12.38%	21.55%	-6.51%	6.66%
主营业务利润率	66.25%	64.78%	56.88%	54.03%
净利率	172.29%	156.82%	108.57%	86.03%
EPS	0.18	0.22	0.21	0.22
P/E	23.44	19.29	20.63	19.34
P/B	2.13	2.23	2.16	2.09
净资产收益率	9.08%	11.55%	10.46%	10.79%
总股本(万股)	110000	110000	110000	110000

资料来源：招商证券研发中心

表 18、DCF 估值所用参数

计算加权平均资本成本 (WACC)	数值
无风险利率	3.90%
真实利率	3.00%
隐含通胀率	0.87%
Equity Beta	0.95
风险溢价	8.00%
权益成本 Ke	11.48%
债务溢价	1.68%
法定税率	33.00%
债务成本	3.74%
当期债务权益比 D/E	27.58%
WACC	9.81%
名义长期增长率	2.00%

资料来源：招商证券研发中心

表 19、首创自由现金流

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
自由现金流	35260.2	33192.5	35786.7	37884.8	38772.7	37809.7	40257.2	38331.3	36140.1	25198.3

资料来源：招商证券研发中心

表 20、DCF 估值敏感性分析

	长期增长率					
	4.27	1.00%	2.00%	3%	4%	5%
	7.8%	4.95	5.32	5.85	6.66	8.04
WACC	8.8%	4.46	4.72	5.07	5.55	6.30
	9.8%	4.09	4.27	4.51	4.83	5.28
	10.8%	3.79	3.92	4.09	4.31	4.61
	11.8%	3.54	3.64	3.77	3.93	4.13

资料来源：招商证券研发中心

投资评级：目前给予中性 A 的评级。未来若具备以下两条件之一，提高至谨慎推荐 A：

- 1、股价再度下跌至估值区间下限即 3.92 元；
- 2、水务子公司利润增长加速，水务利润的增长开始覆盖甚至超过财务费用的增长。

附表：财务报表预测

资产负债表				
会计年度：	2003	2004	2005	2006
货币资金	65345.85	110350.46	9753.50	36496.02
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	418.04	1684.49	2274.75	3061.77
其他应收款	749.70	2390.86	2134.14	2872.50
预付帐款	60.13	10539.97	7997.74	15145.42
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	599.40	1569.33	2081.06	3019.70
待摊费用	29.11	10.84	33.77	45.46
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00

其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	67202.22	126545.95	24274.97	60640.87
长期投资合计	297088.62	415232.32	420232.32	425232.32
固定资产净值	139604.49	156971.19	162424.64	165697.01
减：固定资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产净额	139604.49	156971.19	162424.64	165697.01
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1629.21	6372.06	9944.06	13516.06
固定资产合计	141233.70	163343.25	172368.69	179213.07
无形资产	10662.47	10416.90	10069.67	9722.44
长期待摊费用	116.25	174.96	219.97	264.97
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他资产合计	10778.72	10591.86	10289.63	9987.41
资产总计	516303.26	715713.38	627165.63	675073.68
短期借款	48000.00	150000.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	368.31	1602.34	2743.89	3981.49
预收帐款	1057.79	2335.07	2829.21	4105.30
应付工资	1098.27	1119.73	1566.53	1792.24
应付福利	299.26	358.21	520.45	595.44
应付股利	2.82	2.82	0.00	0.00
应交税金	507.95	2118.95	1183.26	1183.26
其他应交款	7.22	14.43	8.53	8.53
其他应付款	3220.34	8144.07	4238.36	4238.36
预提费用	1008.98	697.89	767.76	844.75
流动负债合计	55570.94	166393.51	33857.99	41749.36
长期借款	8700.00	110911.44	140911.44	165911.44
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	8700.00	110911.44	140911.44	165911.44
负债合计	64270.94	277304.95	174769.43	207660.80
少数股东权益	7777.16	13738.35	13838.35	13988.35
股本	110000.00	110000.00	110000.00	110000.00
资本公积金	270733.85	270361.78	270361.78	270361.78
留存收益	63521.31	44257.23	58196.06	73062.74
股东权益合计	444255.16	424619.01	438557.84	453424.53
负债和股东权益总计	516303.26	715713.38	627165.63	675073.68

**利润表**

会计年度:	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	23420.46	31274.60	42233.46	56845.28
减：主营业务成本	6771.91	9648.26	16521.89	23973.91
主营业务税金及附加	1132.43	1365.86	1689.34	2160.12
主营业务利润	15516.13	20260.49	24022.23	30711.24

加：其他业务利润	72.77	1075.68	526.29	526.29
营业费用	2763.32	3196.98	3317.76	3125.94
管理费用	8237.56	10704.53	11975.62	13701.08
财务费用	437.65	5437.68	7122.31	9038.19
营业利润	4150.35	1996.98	2132.82	5372.32
加：投资收益	-4639.49	7750.61	3751.00	3751.00
补贴收入	42365.02	42447.01	42406.01	42426.51
营业外收入	62.49	51.77	0.00	0.00
减：营业外支出	136.80	96.80	0.00	0.00
利润总额	41801.57	52149.57	48289.84	51549.83
减：所得税	1483.02	2525.31	2338.41	2496.27
减：少数股东损益	-33.06	578.34	100.00	150.00
净利润	40351.61	49045.92	45851.43	48903.56

**现金流量表**

会计年度：	2003	2004	2005	2006
经营活动产生的现金流量净额	51289.54	55754.08	61281.94	61389.59
投资活动产生的现金流量净额	-344.43	-146142.70	-22844.00	-21572.00
筹资活动产生的现金流量净额	-130243.38	83306.44	-139034.91	-13075.06
现金期末余额	65345.85	58263.67	9753.50	36496.02
现金期初余额	144644.15	65345.85	110350.46	9753.50
现金净增加额	-79298.30	-7082.18	-100596.96	26742.52

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

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。本报告版权归招商证券所有。