

首创股份(600008)/4.8元

——水务收入增但毛利降

王旭东
86-21-68407681
wangxd8@ccs.com.cn

公用事业·供水供气

估值区间: 3.99-5.18元

中性-A(拟再调高评级)

首创股份8月9日公布了05年半年报,水务业务收入增但毛利降,水务利润增长不能覆盖财务费用增长,经综合分析,尚未能达到上篇报告报说的调高评级的条件,据此撰写本报告。

- **8月9日中报:** 主营业务收入、主营业务利润、净利润同比增长率分别为58.56%、44.53%、-2.63%。
- **上半年经营特点:** (1)、水务收入增加,主营构成新增污水处理收入;(2)、毛利率下降--水价偏低、制水成本提高。(3)、净利润同比下降--毛利率下降,财务费用增加速度超过主营利润的增加速度。
- **下半年收入增量来源分析:** (1)、秦皇岛自来水项目--正式签约,拟运营;(2)、深水集团--污水价格05年7月1日大幅上调;(3)、淮南首创--自来水价格05年7月1日上调。
- **风险因素:**
 - 1、水务子公司所在地水价不能如预期(当初进行收购时算内部收益率所假设的水价)上调;
 - 2、水务利润的增长不能超过财务费用的增长。
- **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3.99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: 1065

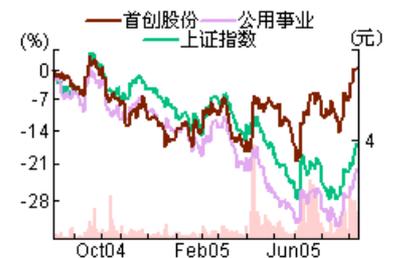
股本数据

A股总股本(万)	2200000
流通A股(万)	60000
流通市值(亿)	28.8

股价表现

	绝对值	相对上证
3个月(%)	10.09	8.01
6个月(%)	10.34	21.50
1年(%)	1.27	22.64
52周波动(元)	复权: 3.73-5.09	

股价走势



相关研究

《首创股份-补贴稳定、水务利润待体现》

7/30/2005

《首创股份调研简报 050629》

6/30/2005

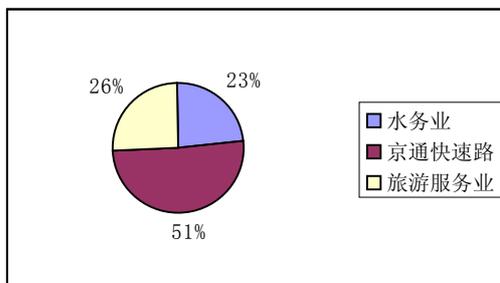
主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	31,275	45,333	60,998	75,206
同比增长率(%)	33.5%	45.0%	34.6%	23.3%
营业利润(万元)	1,997	3,687	4,559	6,929
同比增长率(%)	-51.9%	84.7%	23.6%	52.0%
净利润(万元)	49,046	47,247	48,047	50,259
同比增长率(%)	21.5%	-3.7%	1.7%	4.6%
主营利润率(%)	64.8%	62.4%	54.8%	50.3%
营业利润率(%)	6.4%	8.1%	7.5%	9.2%
净利润率(%)	156.8%	104.2%	78.8%	66.8%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.22	0.21	0.22	0.23
每股净资产(元)	1.93	2.00	2.06	2.13
净资产收益率(%)	11.6%	10.8%	10.6%	10.7%
每股股息(元)	0.06	0.15	0.15	0.16
股息收益率(%)	1.4%	3.5%	3.5%	3.7%
负债率(%)	40.7%	36.3%	38.5%	40.0%
P/E(倍)	19.3	20.0	19.7	18.8
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA(倍)	70.6	43.8	35.2	30.2

一、上半年经营情况分析—水务收入增但毛利降、净利润未增

图 1-1: 04 年主营构成及毛利



资料来源: 年报、半年报, 招商研发中心整理

图 1-2: 05 年中期主营构成及毛利

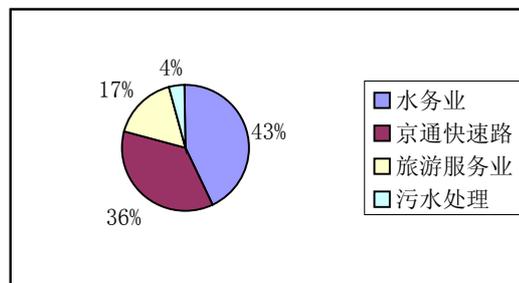


表 1 首创股份毛利变动情况

	03 年	04 年	05 年中期
京通快速路	70.1%	70.6%	70.19%
旅游服务业	89.7%	92.4%	91.81%
污水处理	--	--	30.53%
水务业	60.4%	40.5%	24.60%

资料来源: 年报、半年报, 招商研发中心整理

从主营构成和毛利情况看, 有三个特点:

1、水务收入增加

04 年 12 月首创新增了徐州首创和淮南首创两个水务子公司, 并在 05 年中报将徐州首创和淮南首创纳入并表子公司范围, 是自来水销售同比增长达 235% 的主要原因。这也是首创股份大力扩大水务业务经营策略的体现。

2、水务毛利下降

水务毛利从 04 年的 40.5% 降为 05 年中期的 24.6%, 主要原因是:

(1)、部分城市水价偏低;

(2)、部分水厂设备陈旧、管网老化严重, 需要加大技术改造资金的投入, 明显提高了水厂的制水成本。

3、新增污水处理主营构成

淮南首创 (污水处理能力 10 万立方米/日) 等有污水处理能力子公司通过并表, 使首创股份 05 年中期主营构成新增了污水处理业务。但目前首创子公司主要还是以自来水生产为主, 所以污水处理在主营构成中的比例还很小。

表 2 经营成果同比情况

项目	04 年 1-6 月	05 年 1-6 月	增减比例 (%)
主营业务收入 (万元)	13907	22050	58.56%
主营业务利润 (万元)	9034	13057	44.53%
净利润 (万元)	25373	22953	-2.63%

资料来源：半年报

首创的净利润未能随主营收入同比增加，主要原因是：

- (1)、毛利率下降；
- (2)、财务费用增加速度超过主营利润的增加速度；
- (3)、净利润有很大一块是来自于补贴收入，此补贴收入不随主营收入增加而增加。

二、主要水务子公司分析-盈利未见增长，但随水价上调有潜力

首创主要水务子公司 05 年中期经营情况见表 3。因为前述的子公司所在地水价普遍偏低及技改提高制水成本等原因，首创股份主要水务子公司 05 年上半年利润普遍没有增长甚至部分下降。

公司公告称：他们将根据周边水价现状和当地水务公司制水成本提交水价申请，并与当地政府有关部门加强沟通，争取早日将水价调整到合适水平。从水价上调的大背景看，随着水价上调，水务子公司的盈利有一定增长潜力。

表 3 首创主要水务子公司 05 年中期经营情况

子公司名称	股权比例	核算方法	04 年净利润/投资收益 (万元)	05 中期净利润/投资收益 (万元)	附注
马鞍山首创水务	60.0%	合并	1368	483	
余姚首创	80.0%	合并	577	257	
徐州首创	80.0%	合并	-40 万元	567	
淮南首创	88.0%	合并	05 年一季开始运营	-380	淮南市水价自 05 年 7 月 1 日起综合水价调整为 1.944 元/米。
北京京城水务	49.0%	权益法	12000 万元 (补贴收入)	6000 万元 (补贴收入)	
通用首创	50.0%	比例合并	-1550	-3465	深圳污水处理费 05 年 7 月 1 日起上涨为 1.05 元/立方米。

资料来源：年报。半年报，招商研发中心

05 年下半年及 06 年有三个水务子公司会对水务利润增量有贡献：

1、秦皇岛自来水项目—下半年新增

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：

(1)、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%。

(2)、05年6月30签了合资协议，05年7月15日支付给秦皇岛市公用事业局首批净资产转让款7077万元，目前（050809），该公司尚在设立中。

表 4、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

2、深水集团—污水价格 05 年 7 月 1 日上调

根据深价管函〔2005〕15号文件规定自2005年7月起深圳市污水处理收费综合水平统一调整为1.05元/立方米。此次污水处理费的大幅上调将大大提升深水集团的盈利能力，进而改善通用首创因为财务费用压力过大而亏损加大的不利局面。

表 5：深圳市污水处理价格变动

时间段	污水价格（元/立方米）
-2002.9.30	0.3
2002.10.1-2005.6.31	0.585
2005.7.1-	1.05

资料来源：新浪广东 <http://gd.news.sina.com.cn>

3、淮南首创——自来水价格 05 年 7 月 1 日上调

依照淮南市物价准价服〔2005〕54号文，淮南市水价自2005年7月1日起调整，调整后综合水价为1.944元/立方米。

表 6、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》

此次水价上调有利于提高淮南首创的下半年业绩，预计水价上调后将扭转上半年亏损 380 万元的不利局面。淮南首创目前拥有制水能力 27.5 万吨/日和污水处理能力 10 万吨/日，是比较重要的并表子公司。

另外，分地区主营收入构成中陕西水务收入下降 50%是因为宝鸡威创由全部合并改为比例合并所致，实际首创在宝鸡的水务收入情况与 04 年相当。

4、非水务子公司——正在重组退出中

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。

由于目前北京水星是股份公司以 99%股权控股的子公司，前述几个剥离至北京水星的非水务子公司尚未脱离股份公司，故进一步的退出还待北京水星的进一步运作。

三、税收减免增利润，财务费用上升快

根据《关于北京市车辆通行费营业税问题的通知》，上半年收到减免的营业税、城建税及教育附加费共 1966 万元，这主要是来自于京通高速路的税收优惠。预计税收减免后，来自于京通高速路的利润略增。

05 年中期财务费用同比增加 148.8%，增加速度超过主营收入和主营利润的增加速度（分别是 58.56%和 44.53%），主要原因分析如下：

1. 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。
2. 通用首创向国家开发银行 20 亿元的 18 年长期借款（2004 年 9 月 22 日开始）。
3. 马鞍山等水务子公司新水厂及技改资金部分以银行贷款投入。
4. 此外，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。

以上因素在一段时间内，都已经且将持续造成：财务费用增长速度快于主营利润的增长速度。

但从长期看，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 年中期）首创的资产负债率为 41%，还远低于国际公用事业股的负债率水平，首创股份仍有一定的负债和财务费用增加空间。

另外，面对财务费用的大幅增长，首创股份也存在一些有利因素，比如：

(1)、深圳市污水处理费的大幅上涨，有利于缓解通用集团财务费用增长与利润增长不相称的局面；

(2)、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）是能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。

四、估值及投资评级

在前篇报告的基础上，结合半年报分析，微调财务预测，得出DCF估值区间为：3.99-5.18元（见表20敏感性分析），目前市价4.8元基本合理。

表7、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%	16781	6.0%	0.702	16949	1.0%	0.7	17118	1%	70.0%
京都大酒店	8138	92.4%	8464	4.0%	0.918	8802	2.0%	0.9	8978	2%	90.0%
污水处理			1824		0.3053	2371	30.0%	0.3153	3083	30%	33.0%
自来水产销	7306	40.1%	18265	150.0%	0.28	32877	80.0%	0.36	46028	40%	40.0%
总计	31275	69.2%	45333	45.0%	0.55634	60999	34.6%	0.53065	75207	23%	52.5%

资料来源：招商证券研发中心

表8、首创股份盈利预测

会计年度:	2003	2004	2005	2006
主营收入	23420.46	31274.60	45332.80	60998.15
同比增长率	15.26%	33.54%	44.95%	34.56%
EBITDA	9925.58	13405.43	21603.17	26896.33
EBIT	4588.01	7434.66	12402.39	16786.49
净利润	40351.61	49045.92	47247.31	48047.29
同比增长率	-12.38%	21.55%	-3.67%	1.69%
主营业务利润率	66.25%	66.25%	64.78%	62.41%
净利率	172.29%	156.82%	104.22%	78.77%
EPS	0.18	0.22	0.21	0.22
P/E	23.44	19.29	20.02	19.69
P/B	2.13	2.23	2.15	2.09
净资产收益率	9.08%	9.08%	11.55%	10.76%
总股本(万股)	110000	110000	110000	110000

资料来源：招商证券研发中心

表 9、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 K_e	11.48%
债务溢价	1.68%
法定税率	33.00%
债务成本	1.68%
当期债务权益比 D/E	78.38%
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 10、DCF 估值敏感性分析

	长期增长率					
	4.35	1.00%	2.00%	3%	4%	5%
WACC	7.8%	5.05	5.45	6.00	6.85	8.30
	8.8%	4.55	4.82	5.18	5.69	6.48
	9.8%	4.16	4.35	4.60	4.93	5.41
	10.8%	3.84	3.99	4.16	4.40	4.71
	11.8%	3.59	3.70	3.83	3.99	4.21

资料来源：招商证券研发中心

投资评级：继续给予中性-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 3.99 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。

资产负债表				
会计年度:	2003	2004	2005	2006
货币资金	65345.85	110350.46	67357.86	93089.56
应收帐款	418.04	1684.49	2441.69	3285.45
其他应收款	749.70	2390.86	2290.76	3082.36
预付帐款	60.13	10539.97	11920.08	20231.04
存货	599.40	1569.33	2533.31	3606.08
待摊费用	29.11	10.84	36.25	48.78
流动资产合计	67202.22	126545.95	86579.95	123343.27
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
固定资产净额	139604.49	156971.19	162424.64	165697.01
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
无形资产及其他资产合计	10778.72	10778.72	10591.86	10289.63
资产总计	516303.26	715713.38	689470.60	737776.08
短期借款	48000.00	150000.00	0.00	0.00
应付帐款	368.31	1602.34	3340.18	4754.64
预收帐款	1057.79	2335.07	3444.05	4902.48
应付工资	1098.27	1119.73	1681.49	1810.04
应付福利	299.26	358.21	558.65	601.35
应付股利	2.82	2.82	0.00	0.00
应交税金	507.95	2118.95	1183.26	1183.26
其他应付款	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	824.11	863.05
流动负债合计	55570.94	166393.51	35278.62	43361.71
长期借款	8700.00	110911.44	200911.44	225911.44
长期负债合计	8700.00	110911.44	200911.44	225911.44
负债合计	64270.94	277304.95	236190.06	269273.15
少数股东权益	7777.16	13738.35	14298.35	14914.35
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	58620.41	73226.79
股东权益合计	444255.16	424619.01	438982.19	453588.57
负债和股东权益总计	516303.26	516303.26	715713.38	689470.60

利润表				
会计年度:	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	23420.46	31274.60	45332.80	60998.15
减: 主营业务成本	6771.91	6771.91	9648.26	20112.38
主营业务税金及附加	1132.43	1132.43	1365.86	-3071.39
主营业务利润	15516.13	20260.49	28291.81	33451.71
加: 其他业务利润	72.77	72.77	1075.68	526.29
营业费用	2763.32	3196.98	3561.24	3354.31
管理费用	8237.56	10704.53	12854.46	13837.20
财务费用	437.65	5437.68	8714.94	12227.08
营业利润	4150.35	1996.98	3687.46	4559.41
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	49844.47	50736.92
减: 所得税	1483.02	2525.31	2037.16	2073.63
减: 少数股东损益	-33.06	-33.06	578.34	560.00
净利润	40351.61	49045.92	47247.31	48047.29

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	61450.47	62971.68
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	-81599.07	-15667.99
现金期末余额	58263.67	67357.86	93089.56	36496.02
现金期初余额	65345.85	110350.46	67357.86	9753.50
现金净增加额	-7082.18	-42992.60	25731.69	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 ±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。