

分析师:

汪洋

wang_yang@xyzq.com

S0190512070002

增持 (维持)

首创股份 (600008)

研究助理:

王文灿

wangwencan@xyzq.com.cn

孟维维

mengweiwei@xyzq.com.cn

业绩符合预期, 静候非公开发行获批

2014年10月30日

投资要点

事件:

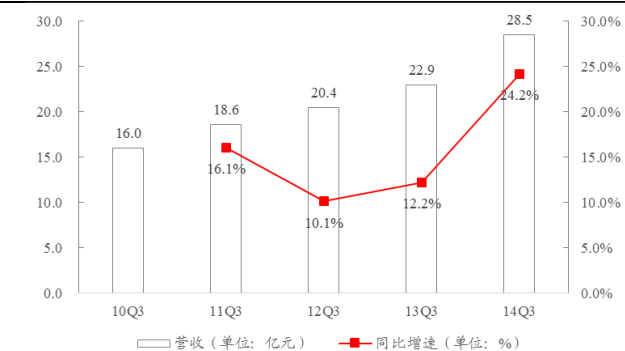
10月30日晚间, 首创股份发布2014年三季报。前三季度, 公司实现营收28.48亿元, 同比增长24.19%; 归属母公司股东净利润2.21亿元, 同比增长1.19%; 扣非后实现归属母公司股东净利润2.08亿元, 同比下降7.27%。对此, 我们的点评如下:

点评:

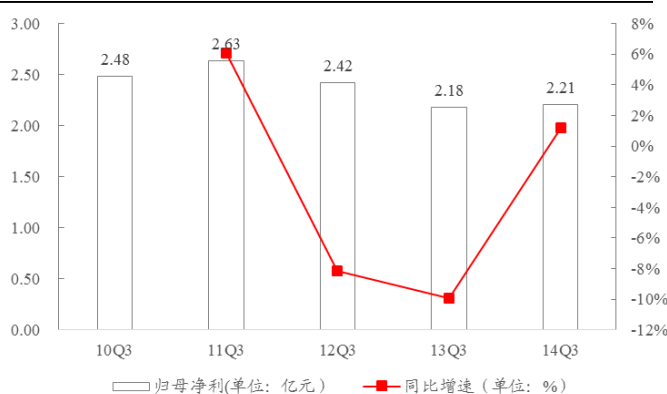
营收稳定增长, 业绩符合预期。前三季度, 公司实现营收28.48亿元, 同比增长24.19%; 归属母公司股东净利润2.21亿元, 同比增长1.19%; 扣非后实现归属母公司股东净利润2.08亿元, 同比下降7.27%。第三季度, 公司实现营收10.43亿元, 同比增长20.19%; 归母净利润9097万元, 同比增长1.46%。

- 1) **环保工程业务放量, 带动公司营收实现快速增长:** 水务、固废等低毛利率环保工程建设业务的放量, 因而也导致销售毛利率下滑6.32pct, 达到38.77%。
- 2) **费用管控明显:** 报告期内公司加强集团化项目管理平台的建设, 推动管理升级。前三季度管理费用率下滑2.39pct, 在管理费用下滑的带动下, 期间费用率同比下滑1.3pct, 至29.52%。
- 3) **净利增长慢于营收增长的原因在于:** 产品毛利率的下滑; 处置非流动资产损失达7875万元, 而去年同期仅有2661万元。

图、首创营业收入



图、首创归母净利润



数据来源: 公司公告、兴业证券研究所

数据来源: 公司公告、兴业证券研究所

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

预计非公开发行方案四季度获证监会批准。2014年8月22日，公司收到北京市国资委批复，原则同意首创股份非公开发行不超过33,247.57万股，共募集20.55亿元的方案。非公开方案主要投向在污水处理项目、自来水供应项目和垃圾处理项目。我们预计该非公开发行方案将在今年四季度获批。非公开方案的获批一方面有助于减轻公司财务费用；同时16个项目将逐成公司未来几年的新增产能，有望逐步提升公司业绩。

表 1、首创环境非公开发行募投项目

项目名称	总投资（万元）	拟使用募集额（万元）
一、污水处理类项目		
湖南省常德市皇木关污水处理工程	11,259	11,259
湖南省张家界市永定城区杨家溪污水处理厂二期工程	6,949	6,949
湖南省常德市污水处理工程项目	3,500	3,500
安徽省阜阳市泉北污水处理厂工程	14,687	14,687
安徽省淮南市淮南首创水务第一污水处理厂提标改造工程	2,600	2,338
山东省临沂市沂南县第二污水处理厂项目	6,500	4,900
山东省临沂市苍山县第二污水处理厂项目	4,497	3,600
山东省济宁市微山县污水处理厂项目	8,000	6,720
山东省临沂市第二污水处理厂扩建工程	8,904	8,904
浙江省嵊州市嵊新污水处理厂一期提标改造工程	8,631	4,402
小计	75,527	67,259
二、供水类项目		
江苏省徐州市区区域供水中心水厂（刘湾水厂）改扩建工程	49,998	39,998
安徽省淮南市山南新区自来水厂项目	20,342	12,550
安徽省铜陵市第五水厂一期工程	19,001	12,022
小计	89,341	64,570
三、垃圾处理项目		
湖南省岳阳市岳阳县生活垃圾无害化填埋场项目	7,000	7,000
湖南省凤凰县城镇生活垃圾处理工程项目	5,000	5,000
小计	12,000	12,000
补充流动资金及归还银行贷款		61,641
合计		205,470

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

收购苏州嘉净环保，开拓农村水务市场。公司拟投资12750万元，收购苏州家境环保51%的股权。上述方案待有关部门批准通过。嘉净环保致力于村镇分散污水处理，项目已遍及江苏、上海、浙江、云南、福建等10多个省份，300多个行政村，近2000个自然村，处理规模从几百吨到上千吨不等。原计划于2014年年底在创业板上市，标的资产质量较高。公司将联合下属子公司首创爱华和嘉净环保，开拓双方的优势区域，并在业务上协同发展，合力开拓农村水务，形成公司未来新的增长点。

投资建议：维持增持评级。我们按照增发后的总股本计算，预测首创股份2014-2016年EPS为0.25、0.30、0.36元，对应PE为26、22和18倍。我们认为：公司现阶段主营业务稳健，且随着公司非公开发行方案逐步释放出的产能，未来业绩存在较大的改善空间。维持**增持**评级。

风险提示：非公开发行方案未获通过

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	9708	11338	12406	14194
货币资金	3265	3306	3404	3025
交易性金融资产	6	7	7	7
应收账款	1367	1484	1717	2091
其他应收款	861	981	1130	1396
存货	2529	3734	4008	5061
非流动资产	14618	15080	16000	16830
可供出售金融资产	57	61	60	60
长期股权投资	1505	1464	1478	1473
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4629	4748	5340	5834
在建工程	686	798	499	349
油气资产	0	0	0	0
无形资产	6036	6506	7024	7526
资产总计	24327	26418	28406	31024
流动负债	7523	8418	8900	10009
短期借款	2480	2593	2555	3004
应付票据	35	80	80	80
应付账款	749	1655	1950	2384
其他	4259	4090	4315	4541
非流动负债	6963	7686	8538	9347
长期借款	4041	4716	5584	6387
其他	2922	2970	2954	2959
负债合计	14486	16103	17438	19355
股本	2200	2200	2200	2200
资本公积	1651	1651	1651	1651
未分配利润	1460	1721	2081	2503
少数股东权益	3747	3967	4196	4422
股东权益合计	9840	10315	10968	11668
负债及权益合计	24327	26418	28406	31024

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	601	633	757	896
折旧和摊销	531	524	564	612
资产减值准备	20	-32	23	13
无形资产摊销	265	254	258	256
公允价值变动损失	0	-0	-0	-0
财务费用	390	363	404	464
投资损失	-300	-213	-242	-232
少数股东损益	247	220	229	226
营运资金的变动	-1161	-191	-690	-1468
经营活动产生现金流量	107	1181	1078	500
投资活动产生现金流量	749	-923	-1163	-1216
融资活动产生现金流量	-166	-217	182	338
现金净变动	687	41	97	-379
现金的期初余额	0	3265	3306	3404
现金的期末余额	0	3306	3404	3025

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4231	4517	5254	6389
营业成本	2551	2758	3250	3974
营业税金及附加	128	125	150	181
销售费用	68	72	84	102
管理费用	617	648	736	862
财务费用	390	363	404	464
资产减值损失	20	10	10	10
公允价值变动	-0	-0	-0	-0
投资收益	300	213	242	232
营业利润	757	753	862	1028
营业外收入	380	330	347	341
营业外支出	43	31	35	34
利润总额	1094	1053	1173	1336
所得税	245	200	188	214
净利润	848	853	986	1122
少数股东损益	247	220	229	226
归属母公司净利润	601	633	757	896
EPS(元)	0.27	0.29	0.34	0.41

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	25.1%	6.8%	16.3%	21.6%
营业利润增长率	22.2%	-0.5%	14.4%	19.3%
净利润增长率	3.4%	5.2%	19.6%	18.4%
盈利能力				
毛利率	39.7%	38.9%	38.1%	37.8%
净利率	14.2%	14.0%	14.4%	14.0%
ROE	9.9%	10.0%	11.2%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	59.5%	61.0%	61.4%	62.4%
流动比率	1.29	1.35	1.39	1.42
速动比率	0.95	0.90	0.94	0.91
营运能力				
资产周转率	18.3%	17.8%	19.2%	21.5%
应收帐款周转率	322.7%	302.9%	314.2%	321.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.27	0.29	0.34	0.41
每股经营现金	0.05	0.54	0.49	0.23
每股净资产	2.77	2.89	3.08	3.29
估值比率(倍)				
PE	27.4	26.0	21.7	18.4
PB	2.7	2.6	2.4	2.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。