



2009 年 3 月 31 日

城市公用事业

业绩回顾

黄文龙

联系人

huangwl@cicc.com.cn

陶薇

分析师

taovivian@cicc.com.cn

推荐

城投控股(600649.CH)

08 年业绩符合预期，下调 09 年盈利预测

主要财务信息

(人民币百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,011	1,202	2,488	3,215	2,722	6,790
(+/-)	4%	19%	107%	29%	-15%	149%
营业成本	595	669	1,604	2,196	1,747	4,031
(+/-)	13%	12%	140%	37%	-20%	131%
营业毛利	415	528	825	910	883	2,530
(+/-)	-7%	27%	56%	10%	-3%	187%
净利润	377	598	773	1,271	779	1,459
(+/-)	-9%	59%	29%	64%	-39%	87%
摊薄每股收益	0.16	0.26	0.34	0.55	0.34	0.63
(+/-)	-9%	59%	29%	64%	-39%	87%
每股股息	0.10	0.08	0.16	0.10	0.06	0.11
(+/-)	100%	-18%	100%	-39%	-39%	87%
市盈率	68.2	43.0	33.3	20.2	33.0	17.6
市净率	4.2	3.9	2.4	2.5	2.3	2.0
总资产回报率(%)	5.8	8.2	3.6	7.2	4.4	7.4
净资产回报率(%)	6.2	9.2	7.3	12.3	6.9	11.3

股票信息

	A share
当前股价(元)	11.19
股票代码	600649.CH
日成交量(百万股)	31.4
52周最高价/最低价(元)	15.46/5.91
总市值(百万元)	11,269
发行股数(百万股)	2,298
其中:流通股(百万股)	1,114
主要股东(持股比例)	上海市城市建设投资开发总公司(51.61%)

最近股价走势

	近一周	一个月	三个月	年初至今
600649.CH	+6.88	+20.84	+35.80	+35.80
上证指数	+1.40	+13.21	+29.51	+21.83
A股城市公用事业指数	+7.23	+23.58	+49.72	+49.72

52 周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/4/28 1 季度业绩发布

08 年业绩完全符合预期:

城投控股公告 2008 年业绩，实现营业收入 32.15 亿元，同比增长 29%；实现归属母公司净利润 12.71 亿元，同比增长 64%。完全摊薄后 0.55 元的每股收益比之前 0.54 元的预测略高 1.8%，符合预期。

- 正面因素：原水业务、污水处理业务和油品销售业务的利润率基本保持了稳定。
- 负面因素：房产销售、和环保处理业务的营业利润率受房价下跌和原材料价格上涨的影响出现了一定的下滑。

发展趋势:

公司大量的非经常性盈利在 2009 年难以持续；由于露香园项目的推迟，2009 年房地产业务会面临较大的下降压力；上海市大规模配套商品房建设计划有望为公司带来新的利润增长点。

盈利预测调整:

考虑到公司的露香园项目预计会推迟到 2010 年发售，2009 年房地产行业的收入和利润会大幅低于我们此前的预期，我们分别将公司 09 年和 2010 年的每股收益分别下调 40%和 7%，至 0.34 元和 0.63 元。

估值与建议:

尽管目前城投控股股价在我们的估值区间上限附近，已经反映了其现有业务价值，但是考虑到其未来污水处理资产注入的可能性和其环境业务在引入战略投资者后广阔的发展前景，我们仍然维持其推荐的投资评级。

图表 1: 08 年业绩分析

百万人民币	季度数据			年度数据			中金点评
	3Q08	4Q08	QoQ	2007	2008	YoY	
营业收入	1,012	972	-4%	2,488	3,215	29%	公司 08 年营业收入比我们预期的低 14%。 水务业务：与我们预期基本持平，保持稳定。 环境业务：低于预期，主要是由于环境集团下滑的地产业务剥离。 房地产业务：以配套房为主的房地产业务保持较快增长，与我们的预期基本一致。
水务	n.a	n.a	n.a	1,203	1,184	-2%	
环境业务	n.a	n.a	n.a	776	715	-8%	
房地产销售	n.a	n.a	n.a	509	1,316	158%	
营业成本	630	732	16%	1,604	2,196	37%	
毛利	346	182	-47%	825	910	10%	公司在报告期内转让了多项投资的股权，多数为一次性收益。 根据披露，转让股权带来的损益占到税前利润的三成以上。
毛利率	34%	19%	n.a	33%	28%	n.a	
营业费用	(10)	-1002%	1%	(52)	(33)	-36%	
管理费用	(50)	-6851%	38%	(229)	(210)	-8%	
财务费用	(18)	-155%	-92%	(74)	(42)	-43%	
投资收益	490	15941%	-67%	504	1,021	102%	符合之前预期
营业利润	752	247	-67%	961	1,608	n.a	
税前利润	749	277	-63%	987	1,653	67%	
所得税	166	(679)	-509%	(224)	(363)	62%	
有效税率	22%	-245%	n.a	23%	22%	n.a	
归属母公司净利润	572	218	-62%	773	1,271	64%	
净利润率	57%	22%	n.a	31%	-11%	n.a	
摊薄每股净收益（元）	0.25	0.09	-62%	0.34	0.55	64%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 公司 08 年投资收益明细

出售对象（百万元）	本年度出售前对净利润贡献	出售价格	出售损益
上海新建设发展有限公司	160	777	214
巴士股份约 5 千万股	-	307	275
上海新蓝天置业发展有限公司 29% 股权	11	102	71
上海环境置业投资发展有限公司 100% 股权	-2	154	1
上海环城再生能源有限公司 40% 股权	11	360	191
合计	181	1,699	751

资料来源：公司数据，中金公司研究部

08 年净利润符合预期

城投控股公告 2008 年业绩，实现营业收入 32.15 亿元，同比增长 29%；实现归属母公司净利润 12.71 亿元，同比增长 64%。完全摊薄后 0.55 元的每股收益比之前 0.54 元的预测略高 1.8%，符合预期。

其中：

水务业务收入同比小幅下滑 2%，维持平稳，符合预期。

环境业务收入同比下滑 8%，略低于预期，主要是因为环境集团下属置业子公司的股权转让。

房地产业务主要是配套房等项目结算带动收入同比增长 158%，符合预期。

公司宣布每股派发 0.1 元的现金红利，股息支付率为 18%。

各分行业分析

从各行业的层面看，原水业务、污水处理业务和油品销售业务的利润率基本保持了稳定，而房产销售、和环保处理业务的营业利润率受房价下跌和原材料价格上涨的影响出现了一定的下滑。

图表 3：主要业务收入成本摘要

百万元	营业收入	YoY	营业成本	YoY
原水销售	534	1%	256	-3%
污水处理	290	4%	166	4%
房地产销售	1,316	158%	922	185%
油品销售	328	19%	323	18%
工程收入	168	-18%	68	-33%
环保处理收入	296	-13%	228	-4%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

多项资产出售的投资收益和其出售前的利润贡献了公司 2008 年大多数利润。

值得注意的是，公司在 2008 年出售了多项资产，令公司 08 年投资收益高达 10 亿元，利润中大部分为一次性损益，如果除去一次性的非经常性损益，公司 2008 年的净利润实际只有 5.3 亿元人民币。往前看 2009 年，估计环境集团转让 40% 股权的交易能实现 2.5 亿元或更高的投资收益，旗下各附属公司估计还能贡献约一个亿的投资收益，是否还有其他投资收益就要看公司如何处置旗下资产了。

上海市大规模配套商品房建设为公司带来机会

为配合大规模的旧城改造项目，我们相信上海市将会出台规模空前的配套商品房和经济适用房建设规划，预计要在未来 2-3 年新建 800-1,000 万平方米的配套商品房，城投控股作为上海市国资委的下属企业，在获得配套商品房的合同方面有天然的优势，我们期待该规划能够为城投控股带来新的利润增长点。

下调 09 年盈利预测但维持推荐的投资评级

考虑到公司的露香园项目预计会推迟到 2010 年发售，2009 年房地产行业的收入和利润会大幅低于我们此前的预期，我们分别将公司 09 年和 2010 年的每股收益分别下调 40% 和 7%，至 0.34 元和 0.63 元。

尽管目前城投控股股价已经反映了其现有业务价值，但是考虑到其未来污水处理资产注入的可能性和其环境业务在引入战略投资者后广阔的发展前景，我们仍然维持其推荐的投资评级。

图表 4：主要盈利预测假设

估值下线	估值方法	2009年盈利预测 (人民币亿元)		净资产 (人民币亿元)	对应股价 (人民币元)	%
水务业务	20x 2009年预测每股收益	3.9	25	98	4.24	47.7
环境业务	20x 2009年预测每股收益	2.1	25	53	2.28	25.7
房地产开发业务	2009年6月预测净资产值-20%折价			54	2.37	26.6
合计				204	8.90	100

估值上线	估值方法	2009年盈利预测 (人民币亿元)		净资产 (人民币亿元)	对应股价 (人民币元)	%
水务业务	25x 2009年预测每股收益	3.9	30	117	5.09	48.4
环境业务	25x 2009年预测每股收益	2.1	30	63	2.74	26.1
房地产开发业务	2009年6月预测净资产值-10%折价			61	2.67	25.4
合计				241	10.51	100

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 盈利预测调整汇总

(人民币百万)	2008	2009E	2010E
房地产业务收入			
调整前	1,256	3,537	4,945
(+/- %)		182%	40%
调整后	1,316	735	4,614
(+/- %)		-44%	528%
调整幅度 (%)	4.7	-79.2	-6.7
营业收入			
调整前	3,722	5,517	7,084
(+/- %)		48%	28%
调整后	3,215	2,722	6,790
(+/- %)		-15%	149%
调整幅度 (%)	-13.6	-50.7	-4.1
投资收益			
调整前	837	500	499
(+/- %)		-40%	0%
调整后	1,021	350	0
(+/- %)		-66%	-100%
调整幅度 (%)	22.0	-30.0	-100.0
净利润			
调整前	1,249	1,288	1,570
(+/- %)		3%	22%
调整后	1,271	779	1,459
(+/- %)		-39%	87%
调整幅度 (%)	1.8	-39.6	-7.1
EPS (元)			
调整前	0.54	0.56	0.68
调整后	0.55	0.34	0.63
调整幅度 (%)	1.76	-39.6	-7.1

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：财务数据摘要

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
损益表 (百万元)							
营业收入	971	1,011	1,202	2,488	3,215	2,722	6,790
(+/-)		4%	19%	107%	29%	-15%	149%
水务业务	971	1,011	1,194	1,203	1,184	1,241	545
(+/-)		4%	18%	1%	-2%	5%	-56%
环境集团					715	746	279
(+/-)						4%	-63%
置地集团					1,316	735	-
(+/-)						-44%	-100%
减：营业成本	526	595	669	1,604	2,196	1,747	4,031
(+/-)		13%	12%	140%	37%	-20%	131%
水务业务	526	595	665	690	672	723	276
(+/-)		13%	12%	4%	-3%	8%	-62%
环境集团					602	599	151
(+/-)						-1%	-75%
置地集团					922	425	-
(+/-)						-54%	-100%
营业毛利	445	415	528	825	910	883	2,530
(+/-)		-7%	27%	56%	10%	-3%	187%
毛利率	46%	41%	44%	33%	28%	32%	37%
水务业务	445	415	529	510	512	518	269
(+/-)		-7%	27%	-4%	0%	1%	-48%
环境集团					113	148	128
(+/-)						31%	-13%
置地集团					658	309	2,034
(+/-)						-53%	558%
减：销售费用	0	0	12	52	33	28	70
管理费用	28	32	61	229	210	105	441
财务费用	0	2	-7	74	42	138	171
加：投资收益	65	81	164	504	1,021	350	-
营业利润	483	464	626	961	1,608	961	1,847
(+/-)		-4%	35%	53%	67%	-40%	92%
营业利润率		46%	52%	39%	50%	35%	
加：营业外收支	6	-3	96	27	45	53	53
利润总额	489	461	722	987	1,653	1,014	1,899
(+/-)		-6%	56%	37%	67%	-39%	87%
减：所得税	73	70	120	224	363	223	417
少数股东权益	0	-	4	-10	19	13	24
归属母公司所有者的损益	416	377	598	773	1,271	779	1,459
净利润率	43%	37%	50%	31%	40%	29%	21%
(+/-)		-9%	59%	29%	64%	-39%	87%
摊薄每股盈利	0.18	0.16	0.32	0.28	0.55	0.34	0.63
(+/-)		-9%	93%	-13%	100%	-39%	87%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: A 股水务公司估值表

	币种	股价	每股收益				市盈率				市净率				ROE(%)				EV/EBITDA			
			2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
A股水务可比公司估值																						
城投控股*	CNY	11.19	0.34	0.55	0.34	0.63	33.3	20.2	33.0	17.6	2.4	2.5	2.3	2.0	7.3	12.3	6.9	11.3	28.4	14.5	19.1	14.6
首创股份	CNY	6.29	0.23	0.09	0.13	0.14	27.1	70.7	49.1	44.9	2.9	2.9	2.8	2.7	10.8	5.5	8.2	8.6	30.5	23.0	20.0	18.4
南海发展*	CNY	9.79	0.34	0.35	0.40	0.48	28.8	28.0	24.5	20.4	2.9	2.7	2.5	2.3	10.4	10.0	10.5	11.5	13.5	14.3	12.4	10.2
洪城水务	CNY	8.31	0.15	n.a	n.a	n.a	56.1	n.a	n.a	n.a	2.4	n.a	n.a	n.a	6.2	n.a	n.a	n.a	14.3	n.a	n.a	n.a
创业环保	CNY	6.61	0.13	0.14	0.16	0.16	50.8	47.2	42.6	42.6	3.1	n.a	n.a	n.a	7.0	n.a	n.a	n.a	17.2	19.0	18.3	19.6
合加资源*	CNY	11.75	0.21	0.27	0.40	0.61	56.0	43.5	29.4	19.3	11.4	5.2	4.6	3.9	20.3	11.8	16.0	20.3	39.4	36.7	24.5	16.6
平均值							42.0	41.9	35.7	29.0	4.2	3.3	3.1	2.7	10.3	9.9	10.4	12.9	23.9	21.5	18.9	15.9
中值							42.1	43.5	33.0	20.4	2.9	2.8	2.7	2.5	8.9	10.9	9.3	11.4	22.8	19.0	19.1	16.6

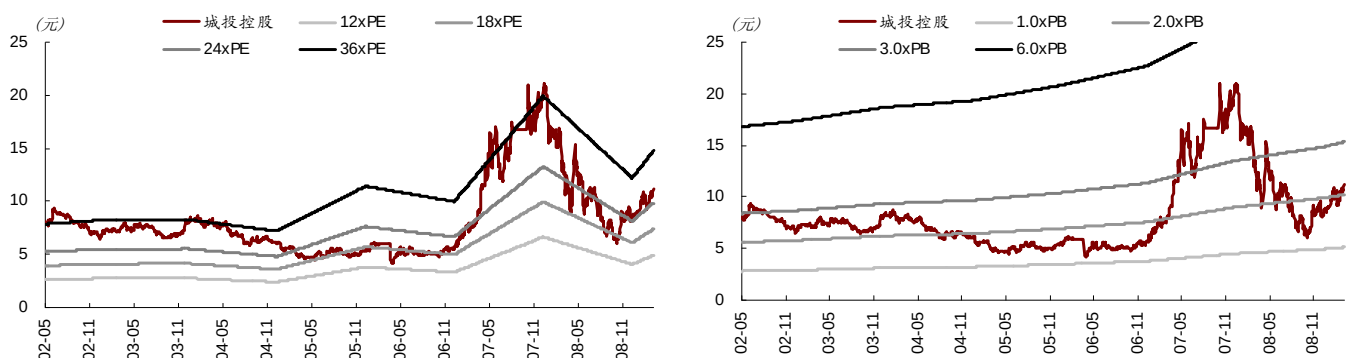
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 8: 国际可比水务公司估值表

	币种	股价	每股收益				市盈率				市净率				ROE(%)				EV/EBITDA			
			2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
国际水务可比公司																						
AGUAS ANDINAS SA-A	CLP	191.00	17.8	17.3	18.6	n.a	10.2	10.5	9.8	n.a	2.3	n.a	n.a	n.a	24.0	20.6	n.a	n.a	8.1	8.1	7.8	n.a
GUANGDONG INVESTMENT LTD	HKD	3.09	0.3	0.3	0.3	0.4	8.7	8.2	7.5	6.8	1.0	1.0	0.9	0.8	12.7	12.7	12.6	12.7	8.0	7.7	7.1	6.7
CIA SANEAMENTO BASICO DE SP	BRL	26.13	4.6	4.9	5.5	6.1	5.5	5.2	4.6	4.2	0.6	0.6	0.5	0.5	11.1	10.6	11.6	12.1	4.3	3.9	3.8	3.4
EASTERN WATER RESOURCES DEV	THB	2.64	0.4	0.4	0.5	n.a	7.2	6.8	5.6	n.a	0.7	n.a	0.6	n.a	10.7	10.5	11.6	n.a	6.0	n.a	n.a	n.a
AGUAS DE BARCELONA-CLASS A	EUR	11.75	1.6	1.2	1.3	1.4	9.4	12.2	11.4	10.2	1.1	1.0	1.0	1.1	11.8	8.4	9.2	9.7	4.7	4.5	4.2	3.8
SEVERN TRENT PLC	GBP	961.00	0.9	0.9	1.0	0.8	12.1	11.8	10.6	12.8	2.6	2.3	2.2	2.2	17.9	11.8	19.8	17.2	8.2	7.4	6.9	7.4
LYDEC	MAD	235.00	10.3	25.4	25.4	n.a	20.5	8.3	8.3	n.a	1.5	1.4	n.a	n.a	2.0	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
AQUA AMERICA INC.	USD	19.41	0.7	0.9	0.9	1.1	25.7	22.0	20.4	17.8	2.4	2.3	2.2	n.a	9.6	11.0	11.7	12.6	12.3	11.0	10.2	9.3
PENNON GROUP PLC	GBP	396.50	0.4	0.3	0.4	0.3	11.5	12.8	11.9	13.1	2.7	2.4	2.3	2.4	21.1	16.4	18.8	16.2	n.a	n.a	n.a	n.a
NORTHUMBRIAN WATER GROUP PLC	GBP	214.25	0.3	0.2	0.2	0.2	8.1	10.7	10.1	11.5	4.1	2.9	2.6	2.4	36.7	7.3	27.0	18.5	8.8	8.7	8.4	8.4
ATHENS WATER SUPPLY & SEWAGE	EUR	5.92	0.4	0.4	0.5	0.6	14.4	13.8	12.2	9.9	0.8	0.7	0.7	n.a	5.4	4.0	6.4	6.5	8.3	9.1	8.2	7.2
TALIWORKS CORP BHD	MYR	1.70	0.1	0.1	0.1	n.a	12.1	15.7	16.1	n.a	1.6	1.5	n.a	n.a	13.4	14.5	20.1	n.a	9.3	n.a	n.a	n.a
EPURE INTERNATIONAL LIMITED	CNY	0.29	0.2	0.2	0.2	0.3	5.2	4.5	3.9	3.7	0.9	0.8	0.7	0.6	18.8	18.0	17.8	16.5	4.5	3.7	3.3	3.2
RANHILL UTILITIES BHD	MYR	n.a	0.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	21.9	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
AMERICAN STATES WATER CO	USD	34.93	1.3	1.7	2.0	n.a	23.0	16.8	15.0	n.a	1.6	1.6	1.4	n.a	7.2	9.5	9.8	n.a	10.0	9.0	8.4	n.a
SALCON BHD	MYR	0.32	0.0	0.0	0.1	n.a	20.5	8.9	7.0	n.a	0.6	0.6	n.a	n.a	3.4	7.3	n.a	n.a	10.2	4.0	3.6	n.a
PBA HOLDINGS BHD	MYR	0.88	0.1	0.1	0.1	n.a	8.8	10.5	10.5	n.a	0.4	0.4	n.a	n.a	5.3	4.1	4.0	n.a	5.1	n.a	n.a	n.a
MIDDLESEX WATER CO	USD	14.79	0.9	0.9	1.0	n.a	18.0	17.8	16.7	n.a	1.6	n.a	n.a	n.a	8.8	n.a	n.a	n.a	11.5	10.5	9.8	n.a
CONNECTICUT WATER SVC INC	USD	20.91	1.1	1.2	1.2	n.a	20.7	19.5	19.0	n.a	1.9	n.a	n.a	n.a	8.9	n.a	n.a	n.a	11.8	11.9	13.2	n.a
平均值							13.4	12.0	11.1	10.0	1.6	1.4	1.4	1.4	13.2	11.1	13.9	13.6	8.2	7.7	7.3	6.2
中值							11.8	11.3	10.6	10.2	1.6	1.2	1.0	1.1	11.1	10.6	11.7	12.7	8.3	8.1	7.8	7.0

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 9: 历史 P/E and P/B bands



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。