

评级：谨慎推荐（维持）

水务环保行业

点评报告

第一创业研究所

分析师：秦燕

电话：0755-25831799

邮件：qinyan@fcsc.cn

城投控股（600649）

——未来仍有亮点

交易数据

52 周内股价区间(元):	5.91-15.46
总市值(百万元):	27,646.08
流通股本(百万股):	1,114.24
流通股比率(%):	48.5%

资产负债表摘要

股东权益(百万元):	10,610.34
每股净资产:	4.62
市净率:	2.61
资产负债率:	37.1%

公司股价近一年走势



相关报告

投资要点:

- 城投控股今日公布 2009 年 1 季报。1 季度，公司实现营业收入 637,107,879.02 元，比上年同期减少 9.9%；营业利润 280,967,615.45 元，较上年同期减少 30%；净利润 221,590,155.88 元，较上年同期减少 26.3%；归属于母公司所有者的净利润 220,225,591.82 元，较上年同期减少 27.1%；基本每股收益 0.0958 元。
- 营业收入略有下降，毛利率大幅上升 由于 08 年公司完成了集团整体资产注入，根据新会计准则追溯调整后发现公司 08 年 1 季度营业收入 7.07 亿元，同比略有下降，幸好金融危机使得公司房地产业务成本大幅减少，因而大幅提升了公司的毛利率。
- 利润的减少源于投资收益的减少 08 年 1 季度公司转让新建设公司 15.5% 的股权获得了 2.14 亿元的投资收益，此笔收入属于一次性投资收益，本报告期已无。尽管公司在公允价值投资上同比增加 1141 万元，同时资产减值损失减少 39.9 万元，但是仍然无法弥补投资收益的减少，所以同比营业利润仍然大幅缩水。
- 未来 2 年仍有较多亮点 为引进国际先进的管理技术水平，公司将全资子公司上海环境集团 40% 的股权挂牌 9.2 亿元出售，转让股权所得同时还将提升公司业绩；公司房地产主要为经济适用房和配套商品房，预计近年还是能够贡献较大利润，位于黄金地带的露香园 10 年能增加公司不少利润。
- 盈利预测 公司去年完成集团资产注入后，主营业务由单一水务运营转变为水务、固废处理业务和房地产开发多头并重，虽然 09 年 1 季度由于投资收益的减少导致公司利润缩水明显，但是公司长期稳健的发展格局已经确立，给予公司“谨慎买入”投资评级。

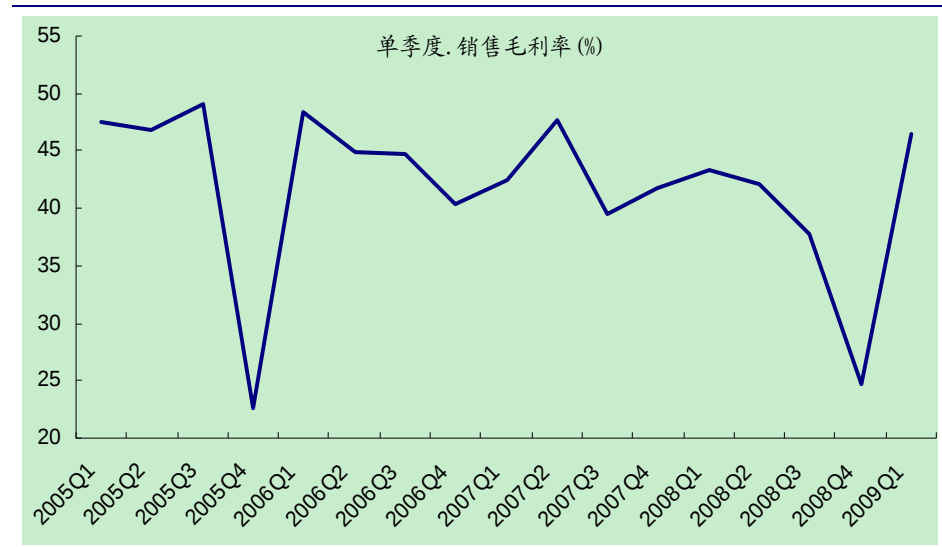
单位: 万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	121,041	321,491	315,223	401,237	495,430
同比(%)	0.7%	165.6%	-1.9%	27.3%	23.5%
营业毛利	51,633	101,936	121,766	165,847	218,146
同比(%)	-3.2%	97.4%	19.5%	36.2%	31.5%
归属母公司净利润	52,224	127,094	108,809	140,700	139,579
同比(%)	-12.7%	143.4%	-14.4%	29.3%	-0.8%
每股收益(元)	0.28	0.55	0.47	0.61	0.61
ROE	7.33%	12.28%	9.75%	11.20%	10.00%
P/E(倍)	43.4	21.8	25.4	19.6	19.8



1、营业收入小幅减少，而毛利率大幅上升

由于 08 年公司完成了集团整体资产注入，根据新会计准则追溯调整后发现公司 08 年 1 季度合并营业收入 7.07 亿元，同比略有下降，幸好金融危机使得公司房地产业务成本大幅减少，因而大幅提升了公司的毛利率。

图 1：公司近年单季度销售毛利率



数据来源：公司资料

2、利润的减少源于投资收益的减少

08 年 1 季度公司转让新建设公司 15.5% 的股权获得了 2.14 亿元的投资收益，此收入属于一次性投资收益，本报告期已无。尽管公司在公允价值投资上同比增加 1141 万元，同时资产减值损失减少 39.9 万元，但是仍然无法弥补投资收益的减少，所以同比营业利润仍然大幅缩水。

3、未来两年仍然有较多亮点

公司是集水务、固废处理、房地产于一身的大型集团公司，尤其在固废处理方面，目前已是国内规模最大、技术最先进的垃圾处理企业之一，公司也有意继续在固废领域进一步称霸，因而将全资子公司上海环境集团有限公司 40% 股权在上海联合产权交易所公开挂牌，挂牌底价 9.2 亿元。出让条件极其严苛，目标受让方被明确要求是境外大型环境类集团，而且这家企业不仅应具有国际领先的固废处理运作经验、管理水平和先进技术，拥有或运营垃圾处理能力合计在 25000 吨/日以上，还须合并净资产在 10 亿美元以上。同时还提出同意以下条款的意向受让人优先：为标的公司提供国际、国内优质项目资源；将拥有的固体废物处理方面的技术专利无偿或部分有偿地提供给标的公司使用；将现有中国境内投资或运营的固体废物项目并入标的公司，而出让方有项目选择权。

本次引进战略投资者的意义极其重大，不仅引进了国际先进的管理水平和专利技术，为公司继续在固废领域作大奠定基础，转让股权带来的投资收益也将提



升公司业绩，有一举两得之意。

公司房地产主要为经济适用房和配套商品房，而上海市目前大规模配套商品房建设计划有望带动公司地产项目的活跃，而经济适用房方面由于结算方是政府，收益稳定，不受房地产周期影响，所以预计地产业务近年还是能够贡献较大利润。位于黄金地带的露香园虽然推迟至 10 年发售，但是预计项目收益率较高，10 年能增加公司不少利润。整体而言，公司未来 2-3 年还是蓬勃发展的。

4、 盈利预测

公司去年完成集团资产注入后，主营业务由单一水务运营转变为水务、固废处理业务和房地产开发多头并重，未来几年做大做强的目标极其明确，虽然 09 年 1 季度由于投资收益的减少导致公司利润缩水明显，但是公司长期稳健的发展格局已经确立，给予公司“谨慎买入”投资评级。

表 1：公司最近 3 年盈利预测

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	121,041.3	321,491.4	315,223.1	401,236.8	495,429.6
二、营业毛利	51,632.6	101,936.4	121,766.3	165,846.8	218,146.3
增长率%	-3.2%	97.4%	19.5%	36.2%	31.5%
综合毛利率	42.7%	31.7%	38.6%	41.3%	44.0%
三、EBIT	41,596.1	66,760.0	82,667.0	119,561.9	163,311.7
增长率%	-11.3%	60.5%	23.8%	44.6%	36.6%
EBIT/收入	34.4%	20.8%	26.2%	29.8%	33.0%
财务费用	-1,298.4	4,217.1	9,205.0	11,106.8	11,099.7
财务费用/付息债务	#DIV/0!	1.4%	3.5%	4.2%	4.2%
资产减值损失	267.4	1,147.3	957.4	372.5	618.5
公允价值变动	-618.0	-2,637.3	374.2	225.0	-300.0
投资收益	19,773.4	102,073.7	58,766.5	65,066.6	23,066.6
四、利润总额	61,794.4	165,329.2	146,565.4	189,495.1	187,985.4
减：所得税费用	9,312.4	36,295.4	36,743.4	47,373.8	46,996.4
实际税率	15.1%	22.0%	25.1%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利润	52,223.8	127,093.6	108,808.9	140,700.1	139,579.2
增长率%	-12.7%	143.4%	-14.4%	29.3%	-0.8%
销售净利率%	43.1%	39.5%	34.5%	35.1%	28.2%
六、总股本(万股)	188,439.5	229,809.5	229,809.5	229,809.5	229,809.5
七、摊薄每股收益(元/股)	0.28	0.55	0.47	0.61	0.61



表 2: 公司简要财务预测表及相关财务比率

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9,129.6	9,719.6	13,200.0	16,288.7	一、营业收入	3,214.9	3,152.2	4,012.4	4,954.3
货币资金	1,524.6	610.4	-310.7	1,580.0	减: 营业成本	2,195.6	1,934.6	2,353.9	2,772.8
交易性金融资产	20.7	23.0	23.0	23.0	营业税金及附加	108.9	53.0	66.3	87.3
应收款项	359.8	583.2	1,049.7	1,154.7	销售费用	33.3	45.6	60.2	74.3
预付款项	451.6	439.4	659.1	725.0	管理费用	209.5	292.5	336.3	386.8
存货	6,177.2	7,615.9	11,331.3	12,358.3	财务费用	42.2	92.1	111.1	111.0
其他流动资产	595.7	447.7	447.7	447.7	资产减值损失	11.5	9.6	3.7	6.2
非流动资产	8,596.4	8,438.8	6,954.8	5,421.5	加: 公允价值变动收益	-26.4	3.7	2.3	-3.0
长期投资及金融资产	1,405.9	1,477.3	1,477.3	1,477.3	投资收益	1,020.7	587.7	650.7	230.7
投资性房地产	27.0	26.7	26.7	26.7	其中: 联营企业收益	96.3	36.7	230.7	230.7
固定资产	3,906.4	2,756.0	2,465.0	1,048.2	二、营业利润	1,608.3	1,316.5	1,733.7	1,743.6
在建工程	585.2	1,505.3	312.3	195.8	加: 营业外收入	52.7	158.4	163.3	138.8
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	7.7	9.2	2.1	2.6
无形及递延性资产	2,505.4	2,507.0	2,507.0	2,507.0	三、利润总额	1,653.3	1,465.7	1,895.0	1,879.9
其他非流动资产	166.5	166.5	166.5	166.5	减: 所得税费用	363.0	367.4	473.7	470.0
资产总计	17,726.0	18,158.4	20,154.8	21,710.2	四、净利润	1,290.3	1,098.2	1,421.2	1,409.9
流动负债	5,653.7	5,404.5	5,979.7	6,125.2	归属母公司净利润	1,270.9	1,088.1	1,407.0	1,395.8
短期借款	2,169.1	1,980.0	1,980.0	1,980.0	少数股东损益与调整	19.4	10.1	14.2	14.1
应付账款	333.6	381.2	571.4	625.1	五、总股本(万股)	2,298.1	2,298.1	2,298.1	2,298.1
预收帐款	455.4	454.8	834.7	920.7	EPS (元)	0.55	0.47	0.61	0.61
其他	2,695.6	2,588.4	2,593.7	2,599.4					
长期负债	1,423.0	1,291.9	1,291.9	1,291.9	主要财务比率				
长期借款	815.0	670.0	670.0	670.0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	608.0	622.0	622.0	622.0	营业收入	165.6%	-1.9%	27.3%	23.5%
负债合计	7,076.7	6,696.4	7,271.7	7,417.2	营业毛利	97.4%	19.5%	36.2%	31.5%
少数股东权益	296.2	305.4	319.7	333.8	EBIT	60.5%	23.8%	44.6%	36.6%
股本	2,298.1	2,298.1	2,298.1	2,298.1	净利润	143.4%	-14.4%	29.3%	-0.8%
资本公积	5,188.9	5,225.9	5,225.9	5,225.9	获利能力				
留存收益	2,866.2	3,632.5	5,039.5	6,435.3	毛利率	31.7%	38.6%	41.3%	44.0%
股东权益合计	10,649.4	11,461.9	12,883.1	14,293.0	EBIT/收入	20.8%	26.2%	29.8%	33.0%
负债和股东权益	17,726.0	18,158.4	20,154.8	21,710.2	净利率	39.5%	34.5%	35.1%	28.2%
					ROE	12.3%	9.8%	11.2%	10.0%
					ROIC	9.5%	7.8%	9.1%	8.3%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	39.9%	36.9%	36.1%	34.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	利息保障倍数	30.6	11.9	12.8	12.7
经营活动现金流	3,037.3	812.2	-1,453.7	1,774.6	速动比率	0.42	0.31	0.24	0.57
净利润	1,290.3	1,098.2	1,421.2	1,409.9	经营现金净额/当期债务	1.40	0.41	-0.73	0.90
折旧摊销	373.5	1,586.2	1,491.0	1,536.8	营运能力				
财务费用	114.6	92.1	111.1	111.0	总资产周转率	0.18	0.17	0.20	0.23
投资收益	-1,020.7	-587.7	-650.7	-230.7	应收账款天数	40.29	66.60	94.18	83.90
营运资金变动	2,244.7	-7,567.1	-3,826.4	-1,052.4	存货天数	1,012.87	1,417.23	1,732.98	1,604.50
其它	34.9	6,190.5	0.0	0.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-334.9	-909.5	643.7	227.2	EBIT/股本	0.29	0.36	0.52	0.71
资本支出	223.0	190.5	0.0	0.0	每股经营现金流	1.32	0.35	-0.63	0.77
长期投资	-546.4	-1,649.0	-7.0	-3.5	每股净资产	4.51	4.85	5.47	6.07
其他	-11.6	549.0	650.7	230.7	估值比率				
筹资活动现金流	-4,011.7	-816.8	-111.1	-111.0	P/E	21.75	25.41	19.65	19.81
债务融资	-3,596.9	-335.3	0.0	0.0	P/B	2.67	2.48	2.20	1.98
权益融资	14.7	0.0	0.0	0.0	P/S	8.60	8.77	6.89	5.58
其它	-11.6	549.0	650.7	230.7	EV/EBITDA	29.42	12.32	11.41	9.08
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	-1,309.4	-914.1	-921.1	1,890.7					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120