

# 城投控股 (600649)

证券研究报告

2020年04月10日

## 项目全面入市业绩将反转、旧改基建创投三领域发力

**事件:** 公司公布 2019 年度业绩, 营收 36.44 亿元, 同比下降 47.21%, 归母净利润 6.06 亿元, 同比下降 41.08%, 归母扣非净利润 4.62 亿元, 同比下降 29.80%。业绩下滑主要原因地产结算及投资收益下滑。

**负债率低净利率高、地产销售及投资收益下滑拖累业绩: 1) 项目延后销售结算拖累业绩:** 公司 2019 年实现销售金额 28 亿、面积 16 万方, 因项目都接近竣工, 结算来源主要是湾谷科技园、新江湾首府、露香园南区; 由于重点的项目销售延后导致结算收入下滑; **2) 负债率低、净负债率仅 22%、为后续扩张预留空间:** 公司扣预负债率 43.9%, 净负债率 21.9%, 公司低负债率为后续扩张奠定基础, 公司 2019 年新增土储 164 亩, 为历年新高; **3) 净利率高达 17%、明显高于同业:** 公司 2019 年结算净利率近 17%, 期间费用占比 4.44%, 公司净利率水平明显高过同业, **4) 金融资产出售规模减少致投资收益下滑:** 公司投资收益 3.37 亿比去年 6.27 亿减少 2.9 亿元, 主要是金融资产出售规模减少, 今年投资收益主要来自子公司分红 1.73 亿、金融资产公允价值变动 0.72 亿、处置金融资产收益 0.47 亿 (光大银行及国投资本、2018 年为 4.5 亿)、对外贷款收益 0.46 亿。

**2020 年重点项目全面入市、业绩将迎反转推动公司价值重估: 1) 重点项目在 2020 年集中上市:** 不考虑保障房和租赁房, 我们预计露香园低区 (未售 11 万方、货值 220 亿)、湾谷科技园南区 (未售 11 万方、35 亿)、朱家角项目 (未售 15 万方、货值 51 亿)、尚浦领世 (未售 78 万方、货值 353 亿、权益 36%), 公司几个高毛利商品房项目均在今年入市销售; **2) 每股重估价值 15.5 元:** 公司地产项目重估增值 121 亿 (露香园 66 亿、朱家角 10 亿、尚浦领世 19 亿等)、公司投资性房地产重估增值 44 亿、股权投资重估增值 34 亿 (西部证券及诚鼎), 合计增值 199.6 亿, 每股重估价值 15.5 元, 股价仅 5.4 元。

**公司在旧改、基建、创投领域将持续发力促发展:** 公司目前业务主要在地产开发 (商品房、旧改、保障房等)、地产运营 (租赁房) 和投资 (直接股权和创投) 三大领域, 公司在年报中提出重点方向将进一步聚焦于城市基础设施相关领域, 更好地发挥自身优势和专业能力, 2020 年将在三方向发力: **1) 基建:** 积极布局长三角一体化的基建项目; **2) 租赁/旧改:** 公司是上海市租赁住房建设主题集团之一, 公司 2019 年新增; **3) “科技新基建”投资项目/创投:** 公司将依托主业加强产业布局和业务探索 “科技新基建” 的投资机会。公司的战略定位是以创新型房地产业务为核心, 以升级型城市基础设施业务为组合, 成为长三角城市圈的特色房地产服务商和城市产业链投资者。

**投资建议:** 公司作为上海市城市建设的主力军, 在旧改、基建、创投等领域持续发力, 随着 2020 年高毛利项目全面入市, 公司业绩有望迎来反转, 同时上海市推动二次混改, 公司是一次混改标的, 未来有望持续受益, 由于公司项目销售进度调整, 我们调整公司盈利预测, 预计 2020-2022 年公司净利润分别为 11.42 亿、16.33 亿、22.39 亿 (原 2020-2021 年分别为 22.59、31.58 亿元), 对应 EPS 为 0.45、0.65、0.89 元/股, 对应 PE 为 12.0X、8.4X、6.1X, 公司重估每股约 15.5 元, 参考可比公司按 30% 折价给予公司目标价 10.85 元, 维持 “买入” 评级。

**风险提示:** 地产业务结算不及预期、投资收益不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,902.61	3,643.59	6,115.76	9,684.31	14,552.62
增长率(%)	114.69	(47.21)	67.85	58.35	50.27
EBITDA(百万元)	1,554.50	830.12	1,712.97	2,509.60	3,490.16
净利润(百万元)	1,028.30	605.85	1,142.11	1,632.51	2,238.93
增长率(%)	(41.53)	(41.08)	88.52	42.94	37.15
EPS(元/股)	0.41	0.24	0.45	0.65	0.89
市盈率(P/E)	13.28	22.55	11.96	8.37	6.10
市净率(P/B)	0.73	0.71	0.67	0.63	0.57
市销率(P/S)	1.98	3.75	2.23	1.41	0.94
EV/EBITDA	9.18	25.53	11.72	11.81	10.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	5.35 元
目标价格	10.85 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,529.58
流通 A 股股本(百万股)	2,529.58
A 股总市值(百万元)	13,533.23
流通 A 股市值(百万元)	13,533.23
每股净资产(元)	7.63
资产负债率(%)	48.54
一年内最高/最低(元)	8.35/4.56

### 作者

陈天诚 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

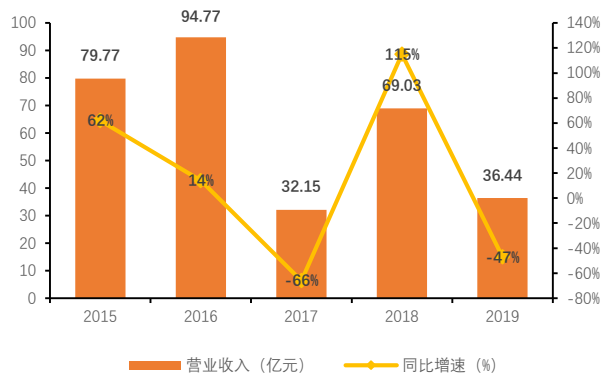
### 相关报告

- 《城投控股-季报点评:长三角一体化深度受益、科创投资服务上海》 2019-11-04
- 《城投控股-半年报点评:高毛利项目将近收获期、创投业务退出回报高》 2019-09-06
- 《城投控股-公司点评:长三角及高毛利项目收获期、修改回购股份的公司章程助发展》 2019-06-12

## 1. 公司负债低净利率高、项目延后销售及投资收益下滑拖累业绩

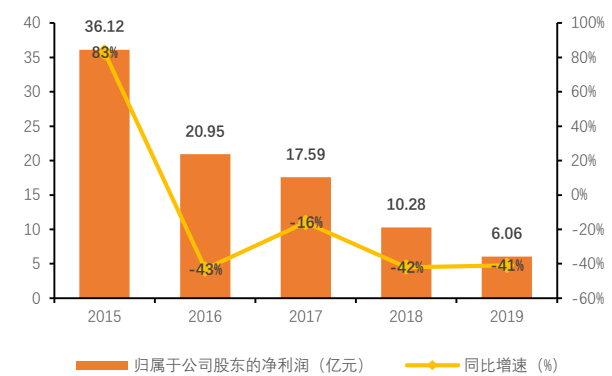
**负债率低净利率高、地产销售及投资收益下滑拖累业绩：**1) **项目延后销售结算拖累业绩：**公司 2019 年实现销售金额 28 亿、面积 16 万方，因项目都接近竣工，结算来源主要是湾谷科技园、新江湾首府、露香园高区；由于重点的项目销售延后导致结算收入下滑；2) **负债率低、净负债率仅 22%、为后续扩张预留空间：**公司扣预负债率 43.9%，净负债率 21.9%，公司低负债率为后续扩张奠定基础，公司 2019 年新增土储 164 亩，为历年新高；3) **净利率高达 17%、明显高于同业：**公司 2019 年结算净利率近 17%，期间费用占比 4.44%，公司净利率水平明显高过同业，4) **金融资产出售规模减少致投资收益下滑：**公司投资收益 3.37 亿比去年 6.27 亿减少 2.9 亿元，主要是金融资产出售规模减少，今年投资收益主要来自子公司分红 1.73 亿、金融资产公允价值变动 0.72 亿、处置金融资产收益 0.47 亿（光大银行及国投资本、2018 年为 4.5 亿）、对外贷款收益 0.46 亿。

图 1：公司营收及其同比



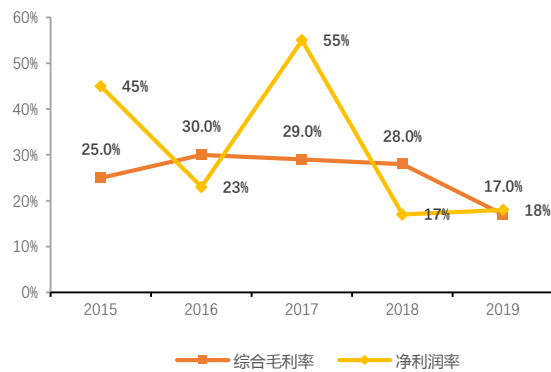
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及其同比



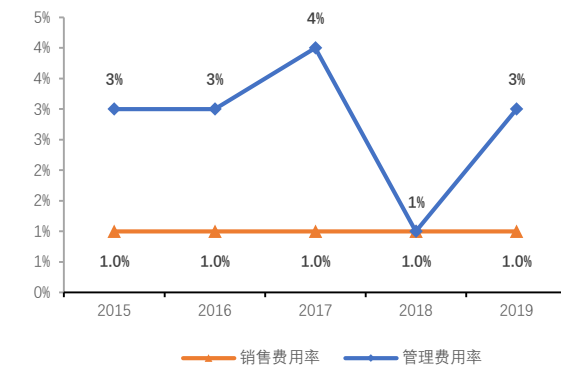
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司历年综合毛利率与净利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 重点项目全面入市、业绩有望迎反转、推动价值重估

**2020 年重点项目全面入市、业绩将迎反转推动公司价值重估：**1) **重点项目在 2020 年集中上市：**不考虑保障房和租赁房，我们预计露香园低区（未售 11 万方、货值 220 亿）、湾谷科技园南区（未售 11 万方、35 亿）、朱家角项目（未售 15 万方、货值 51 亿）、尚浦领世（未售 78 万方、货值 353 亿、权益 36%），公司几个高毛利商品房项目均在今年入市销售；2) **每股重估价值 15.5 元：**公司地产项目重估增值 121 亿（露香园 66 亿、朱家角 10 亿、尚浦领世 19 亿等）、公司投资性房地产重估增值 44 亿、股权投资重估增值 34 亿（西部证券及诚鼎），合计增值 199.6 亿，每股重估价值 15.5 元，股价仅 5.4 元。

表 1：公司商品房重估净资产增值

项目（商品房）	可售面积 (万方)	已售面积 (万方)	未售面积 (万方)	售价 (元/方)	权益	货值 (亿元)	净利率	重估增值 (亿元)
湾谷科技园南区	51.61	40.58	11.03	32000	60%	35.29	15%	3.18
黄浦-露香园	18.41	7.41	11.00	200000	100%	220.04	30%	66.01
静安-闻喜华庭	5.10	4.39	0.71	85000	100%	6.07	30%	1.82
青浦-朱家角	14.59	0.00	14.59	35000	100%	51.05	20%	10.21
松江-新农河	7.81	0.00	7.81	53000	100%	41.40	10%	4.14
杨浦-尚浦领世	78.53	0.00	78.53	45000	36%	353.41	15%	19.08
闵行七宝	6.33	0.00	6.33	60000	100%	37.98	10%	3.80
湾谷科技园北块	11.87	0.00	11.87	40000	100%	47.49	15%	7.12
金山朱泾镇	29.08	0.00	29.08	20000	100%	58.17	10%	5.82
<b>合计</b>	<b>223.34</b>	<b>52.38</b>	<b>170.96</b>			<b>850.89</b>	<b>14.2%</b>	<b>121.18</b>

### 3. 公司旧改、基建、创投三领域齐发力

公司目前业务主要在地产开发（商品房、旧改、保障房等）、地产运营（租赁房）和投资（直接股权和创投）三大领域，公司在年报中提出重点方向将进一步聚焦于城市基础设施相关领域，更好地发挥自身优势和专业能力，2020 年将在三方向发力：1）基建：积极布局长三角一体化的基建项目；2）租赁/旧改：公司是上海市租赁住房建设主题集团之一，公司 2019 年新增；3）“科技新基建”投资项目/创投：公司将依托主业加强产业布局和业务探索“科技新基建”的投资机会。公司的战略定位是以创新型房地产业务为核心，以升级型城市基础设施业务为组合，成为长三角城市圈的特色房地产服务商和城市产业链投资商。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,002.84	4,076.52	489.26	774.74	1,164.21
应收票据及应收账款	48.40	217.86	105.42	196.94	257.42
预付账款	340.08	740.37	281.86	1,397.58	1,520.52
存货	20,879.89	24,369.00	32,052.32	42,059.57	63,592.42
其他	1,035.39	1,272.12	899.45	2,177.88	2,612.22
<b>流动资产合计</b>	<b>27,306.61</b>	<b>30,675.86</b>	<b>33,828.31</b>	<b>46,606.71</b>	<b>69,146.79</b>
长期股权投资	5,826.66	6,385.88	6,385.88	6,385.88	6,385.88
固定资产	18.85	17.27	39.13	81.06	122.05
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,570.07	2,748.40	2,353.06	2,408.00	2,502.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,415.59</b>	<b>9,151.55</b>	<b>8,814.07</b>	<b>8,944.55</b>	<b>9,082.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>36,722.19</b>	<b>39,827.42</b>	<b>42,642.38</b>	<b>55,551.26</b>	<b>78,229.39</b>
短期借款	400.00	1,692.00	2,937.99	11,050.54	17,276.32
应付票据及应付账款	2,065.93	2,512.99	2,839.90	5,205.97	8,440.69
其他	8,468.50	5,608.42	11,612.40	10,817.70	19,908.52
<b>流动负债合计</b>	<b>10,934.44</b>	<b>9,813.41</b>	<b>17,390.29</b>	<b>27,074.20</b>	<b>45,625.53</b>
长期借款	3,941.15	5,200.50	279.46	2,146.84	3,626.42
应付债券	1,489.04	3,981.04	2,983.63	2,817.90	3,260.86
其他	355.56	338.40	478.93	390.97	402.77
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,785.75</b>	<b>9,519.94</b>	<b>3,742.03</b>	<b>5,355.71</b>	<b>7,290.05</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,720.19</b>	<b>19,333.35</b>	<b>21,132.32</b>	<b>32,429.91</b>	<b>52,915.58</b>
少数股东权益	1,173.67	1,202.21	1,269.77	1,403.02	1,547.23
股本	2,529.58	2,529.58	2,529.58	2,529.58	2,529.58
资本公积	1,808.28	1,808.28	1,808.28	1,808.28	1,808.28
留存收益	16,346.32	16,752.33	17,710.72	19,188.76	21,237.01
其他	(1,855.85)	(1,798.33)	(1,808.28)	(1,808.28)	(1,808.28)
<b>股东权益合计</b>	<b>20,002.00</b>	<b>20,494.07</b>	<b>21,510.06</b>	<b>23,121.35</b>	<b>25,313.81</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>36,722.19</b>	<b>39,827.42</b>	<b>42,642.38</b>	<b>55,551.26</b>	<b>78,229.39</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,170.07	637.84	1,142.11	1,632.51	2,238.93
折旧摊销	46.19	2.53	2.14	4.46	6.85
财务费用	49.50	66.25	226.61	309.94	505.14
投资损失	(627.45)	(337.63)	(805.80)	(805.80)	(805.80)
营运资金变动	(313.47)	(8,261.75)	(189.26)	(11,030.30)	(9,825.52)
其它	(268.17)	2,039.91	(69.94)	159.01	178.83
<b>经营活动现金流</b>	<b>56.67</b>	<b>(5,852.85)</b>	<b>305.87</b>	<b>(9,730.18)</b>	<b>(7,701.56)</b>
资本支出	(92.69)	577.20	(80.53)	167.97	38.20
长期投资	(524.10)	559.22	0.00	0.00	0.00
其他	1,158.24	(908.22)	1,108.44	510.82	654.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>541.44</b>	<b>228.20</b>	<b>1,027.90</b>	<b>678.79</b>	<b>693.11</b>
债权融资	7,829.75	12,554.54	8,057.35	17,860.89	25,957.89
股权融资	(623.09)	40.34	(226.62)	(300.00)	(495.20)
其他	(8,478.37)	(7,932.55)	(12,751.77)	(8,224.02)	(18,064.78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,271.71)</b>	<b>4,662.34</b>	<b>(4,921.04)</b>	<b>9,336.87</b>	<b>7,397.91</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(673.60)</b>	<b>(962.32)</b>	<b>(3,587.26)</b>	<b>285.48</b>	<b>389.46</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>6,902.61</b>	<b>3,643.59</b>	<b>6,115.76</b>	<b>9,684.31</b>	<b>14,552.62</b>
营业成本	4,995.43	3,018.89	4,415.58	7,021.13	10,565.20
营业税金及附加	852.24	61.75	428.10	629.48	873.16
营业费用	70.96	26.11	43.83	69.40	104.28
管理费用	103.03	108.54	182.18	288.48	363.82
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(9.77)	27.11	226.61	309.94	505.14
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	61.79	(141.05)	23.51	31.34
投资净收益	627.45	337.63	805.80	805.80	805.80
其他	(1,255.53)	(799.63)	(1,329.51)	(1,658.62)	(1,674.30)
<b>营业利润</b>	<b>1,518.81</b>	<b>801.40</b>	<b>1,484.22</b>	<b>2,195.20</b>	<b>2,978.16</b>
营业外收入	44.91	37.16	55.79	45.95	46.30
营业外支出	1.65	0.26	3.30	1.74	1.77
<b>利润总额</b>	<b>1,562.06</b>	<b>838.30</b>	<b>1,536.70</b>	<b>2,239.41</b>	<b>3,022.69</b>
所得税	391.99	200.46	323.48	471.40	636.28
<b>净利润</b>	<b>1,170.07</b>	<b>637.84</b>	<b>1,213.23</b>	<b>1,768.01</b>	<b>2,386.42</b>
少数股东损益	141.77	31.99	71.11	135.51	147.49
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,028.30</b>	<b>605.85</b>	<b>1,142.11</b>	<b>1,632.51</b>	<b>2,238.93</b>
每股收益(元)	0.41	0.24	0.45	0.65	0.89

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	114.69%	-47.21%	67.85%	58.35%	50.27%
营业利润	-22.08%	-47.23%	85.20%	47.90%	35.67%
归属于母公司净利润	-41.53%	-41.08%	88.52%	42.94%	37.15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.63%	17.15%	27.80%	27.50%	27.40%
净利率	14.90%	16.63%	18.67%	16.86%	15.39%
ROE	5.46%	3.14%	5.64%	7.52%	9.42%
ROIC	6.25%	3.27%	5.19%	7.42%	7.29%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.53%	48.54%	49.56%	58.38%	67.64%
净负债率	14.13%	41.37%	35.18%	73.90%	97.95%
流动比率	2.50	3.13	1.95	1.72	1.52
速动比率	0.59	0.64	0.10	0.17	0.12
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	137.55	27.37	37.84	64.06	64.06
存货周转率	0.33	0.16	0.22	0.26	0.28
总资产周转率	0.19	0.10	0.15	0.20	0.22
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.41	0.24	0.45	0.65	0.89
每股经营现金流	0.02	-2.31	0.12	-3.85	-3.04
每股净资产	7.44	7.63	8.00	8.59	9.40
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.28	22.55	11.96	8.37	6.10
市净率	0.73	0.71	0.67	0.63	0.57
EV/EBITDA	9.18	25.53	11.72	11.81	10.71
EV/EBIT	9.46	25.60	11.73	11.83	10.73

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com