

城投控股 (600649)

证券研究报告
2019年06月12日

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

事件: 公司发布修改公司章程公告, 其中新增了“将股份用于员工持股计划或股权激励”、“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”等回购股份的情形。

会计准则变更, 投资收益占比提升、扣非净利润同比增长 17%

2019 年第一季度, 公司营业收入 1.73 亿元, 归属于上市公司股东净利润 3.09 亿元, 分别同比降低 92.53%、22.32%。其中, 公司归母净利润降低幅度得以控制主要得益于公司投资收益的企稳作用, 但从投资收益数值变化上看, 相比去年同期仍下降 38.90%, 这主要是因为上年同期城鼎基金项目退出而使金融资产减持所致。另外, 由于公司 2019 年执行新金融工具准则, 公司对持有金融资产重新分类, 实现公允价值变动损益 1.05 亿元, 进一步缓解了归属于上市公司股东净利润的下滑, 公司实现归母扣非净利润 2.20 亿元, 同比增长 16.95%。

长三角储备有望持续增长、高毛利项目进入收获期

2019 年第一季度, 公司地产销售收入主要来源于露香园和新江湾城 C4 项目, 共实现新增签约金融 175 万元, 结转销售金额 14415 万元。此外, 公司于第一季度出租房地产总面积 56021 平方米, 取得租金总收入 1834 万元。在手土储方面, 截止 2018 年末, 公司在手土地储备共 530.3 万方, **1) 长三角储备未来有望持续增长:** 青浦区主要有诸光路、徐泾北、朱家角等项目, 共占地 45 万方, 占总土储的 8.49%, 其中朱家角商品房项目用地面积最大, 为 24.17 万平方米, 总投资额 11.6 亿元, 未结算货值则达 81.2 亿元, 上海市委书记李强调研要求公司主动参与长三角一体化建设, 公司潜在储备有望持续增长; **2) 高毛利项目露香园入市在即:** 公司黄浦、松江等地同样均遍布在建项目, 其中黄浦露香园商品房项目计划投资 98.9 亿元, 总建面 30 万方, 平均成本仅 32835 元/平米, 计容面积 18.4 万方, 而预计售价 15 万/平方米以上, 总货值近 300 亿, 是贡献公司业绩的最大潜力项目之一。

修改公司章程、回购股份情形新增可用于员工持股和股权激励、维护公司价值

公司 6 月 5 日发布修改公司章程公告, 其中新增了“将股份用于员工持股计划或股权激励”、“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”、“将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”等回购股份的情形, 或将助力公司发展。

投资建议: 我们认为长三角一体化上升为国家战略, 政策力度有望持续超预期, 上海市政府要求城投集团作为城市运营的主力军, 积极主动参与自贸区新片区和长三角一体化建设, 公司修改回购股份的公司章程或助力发展, 此外公司长三角及高毛利的露香园项目即将进入收获期, 我们预计公司 2019-2021 年净利润约为 15.52 亿、22.63 亿、31.75 亿, 对应 EPS 为 0.61、0.89 和 1.26 元, 对应 PE 为 10.99X、7.53X 和 5.37X, 公司每股重估 RNAV 约 16.26 元, 维持“买入”评级, 6 个月目标价 13.0 元, 相当于 RNAV 折价 20%。

风险提示: 一体化进程不及预期, 调控政策超预期

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 3,215.16 | 6,902.61 | 11,102.84 | 17,248.27 | 25,918.97 |
| 增长率(%) | (66.07) | 114.69 | 60.85 | 55.35 | 50.27 |
| EBITDA(百万元) | 2,059.91 | 1,554.50 | 2,722.64 | 3,348.84 | 5,071.16 |
| 净利润(百万元) | 1,758.59 | 1,028.30 | 1,551.84 | 2,263.12 | 3,175.45 |
| 增长率(%) | (16.05) | (41.53) | 50.91 | 45.84 | 40.31 |
| EPS(元/股) | 0.70 | 0.41 | 0.61 | 0.89 | 1.26 |
| 市盈率(P/E) | 9.69 | 16.58 | 10.99 | 7.53 | 5.37 |
| 市净率(P/B) | 0.89 | 0.91 | 0.84 | 0.77 | 0.68 |
| 市销率(P/S) | 5.30 | 2.47 | 1.54 | 0.99 | 0.66 |
| EV/EBITDA | 10.32 | 9.18 | 9.79 | (4.12) | 6.51 |

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 | 6.74 元 |
| 目标价格 | 13 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) | 2,420.79 |
| A 股总市值(百万元) | 17,049.34 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,316.14 |
| 每股净资产(元) | 7.56 |
| 资产负债率(%) | 46.15 |
| 一年内最高/最低(元) | 8.81/4.68 |

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

1 《城投控股-首次覆盖报告:长三角一体化核心标的、国企改革和创新先行者》 2019-04-25

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 5,676.44 | 5,002.84 | 888.23 | 33,132.56 | 2,073.52 |
| 应收票据及应收账款 | 51.96 | 48.40 | 480.94 | 57.59 | 751.65 |
| 预付账款 | 300.29 | 340.08 | 690.00 | 1,248.75 | 1,337.33 |
| 存货 | 20,560.11 | 20,879.89 | 39,242.01 | 2,441.31 | 58,275.32 |
| 其他 | 447.16 | 1,035.39 | 4,634.82 | 3,049.90 | 3,361.09 |
| 流动资产合计 | 27,035.97 | 27,306.61 | 45,935.98 | 39,930.11 | 65,798.91 |
| 长期股权投资 | 6,350.76 | 5,826.66 | 5,826.66 | 5,826.66 | 5,826.66 |
| 固定资产 | 20.82 | 18.85 | 40.61 | 82.45 | 123.34 |
| 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 | 4,362.07 | 3,570.07 | 3,565.10 | 3,589.84 | 3,574.84 |
| 非流动资产合计 | 10,733.65 | 9,415.59 | 9,468.38 | 9,568.55 | 9,596.60 |
| 资产总计 | 37,769.62 | 36,722.19 | 55,404.36 | 49,498.67 | 75,395.51 |
| 短期借款 | 400.00 | 400.00 | 3,487.72 | 0.00 | 12,878.68 |
| 应付票据及应付账款 | 1,474.93 | 2,065.93 | 5,560.33 | 7,242.33 | 9,615.81 |
| 其他 | 9,326.78 | 8,468.50 | 16,281.32 | 15,421.38 | 20,354.75 |
| 流动负债合计 | 11,201.71 | 10,934.44 | 25,329.38 | 22,663.71 | 42,849.24 |
| 长期借款 | 1,991.53 | 3,941.15 | 4,772.00 | 0.00 | 2,877.76 |
| 应付债券 | 3,480.81 | 1,489.04 | 3,312.92 | 2,760.92 | 2,520.96 |
| 其他 | 742.83 | 355.56 | 489.13 | 529.18 | 457.96 |
| 非流动负债合计 | 6,215.18 | 5,785.75 | 8,574.04 | 3,290.10 | 5,856.68 |
| 负债合计 | 17,416.89 | 16,720.19 | 33,903.41 | 25,953.81 | 48,705.92 |
| 少数股东权益 | 1,277.51 | 1,173.67 | 1,259.22 | 1,401.72 | 1,667.05 |
| 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 | 15,950.41 | 16,346.32 | 17,712.14 | 19,613.57 | 22,492.97 |
| 其他 | (1,213.04) | (1,855.85) | (1,808.28) | (1,808.28) | (1,808.28) |
| 股东权益合计 | 20,352.73 | 20,002.00 | 21,500.94 | 23,544.86 | 26,689.60 |
| 负债和股东权益总 | 37,769.62 | 36,722.19 | 55,404.36 | 49,498.67 | 75,395.51 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| 净利润 | 1,766.59 | 1,170.07 | 1,551.84 | 2,263.12 | 3,175.45 |
| 折旧摊销 | 46.25 | 46.19 | 2.24 | 4.56 | 6.95 |
| 财务费用 | 151.50 | 49.50 | 744.96 | 316.07 | 772.51 |
| 投资损失 | (1,452.33) | (627.45) | (1,098.28) | (1,098.28) | (1,098.28) |
| 营运资金变动 | 5,596.83 | (313.47) | (10,523.48) | 38,608.17 | (49,615.87) |
| 其它 | (6,641.20) | (268.17) | 164.50 | 95.28 | 279.63 |
| 经营活动现金流 | (532.37) | 56.67 | (9,158.23) | 40,188.91 | (46,479.60) |
| 资本支出 | (1,362.01) | (92.69) | (73.56) | 39.95 | 121.22 |
| 长期投资 | (1,032.72) | (524.10) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 3,912.68 | 1,158.24 | 962.95 | 1,077.60 | 910.52 |
| 投资活动现金流 | 1,517.95 | 541.44 | 889.38 | 1,117.55 | 1,031.74 |
| 债权融资 | 7,760.56 | 7,829.75 | 12,871.89 | 4,489.94 | 19,953.35 |
| 股权融资 | (3,425.49) | (606.78) | (671.14) | (289.82) | (746.26) |
| 其他 | (5,641.35) | (8,494.68) | (8,046.52) | (13,262.26) | (4,818.26) |
| 筹资活动现金流 | (1,306.28) | (1,271.71) | 4,154.23 | (9,062.13) | 14,388.82 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (320.70) | (673.60) | (4,114.62) | 32,244.33 | (31,059.04) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 3,215.16 | 6,902.61 | 11,102.84 | 17,248.27 | 25,918.97 |
| 营业成本 | 2,277.79 | 4,995.43 | 8,016.25 | 12,504.99 | 18,843.09 |
| 营业税金及附加 | 204.44 | 852.24 | 1,259.06 | 2,012.87 | 2,464.89 |
| 营业费用 | 46.93 | 70.96 | 114.14 | 177.31 | 266.45 |
| 管理费用 | 124.55 | 103.03 | 165.73 | 257.46 | 386.89 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 83.27 | (9.77) | 744.96 | 316.07 | 772.51 |
| 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 | 0.00 | 74.45 | (49.63) | 8.27 |
| 投资净收益 | 1,452.33 | 627.45 | 1,098.28 | 1,098.28 | 1,098.28 |
| 其他 | (2,923.23) | (1,255.53) | (2,345.47) | (2,097.30) | (2,213.11) |
| 营业利润 | 1,949.08 | 1,518.81 | 1,975.44 | 3,028.21 | 4,291.69 |
| 营业外收入 | 85.30 | 44.91 | 112.09 | 80.76 | 79.25 |
| 营业外支出 | 7.99 | 1.65 | 7.87 | 5.84 | 5.12 |
| 利润总额 | 2,026.38 | 1,562.06 | 2,079.66 | 3,103.13 | 4,365.82 |
| 所得税 | 259.79 | 391.99 | 437.77 | 695.10 | 919.01 |
| 净利润 | 1,766.59 | 1,170.07 | 1,641.89 | 2,408.03 | 3,446.82 |
| 少数股东损益 | 7.99 | 141.77 | 90.05 | 144.91 | 271.36 |
| 归属于母公司净利润 | 1,758.59 | 1,028.30 | 1,551.84 | 2,263.12 | 3,175.45 |
| 每股收益(元) | 0.70 | 0.41 | 0.61 | 0.89 | 1.26 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|--------|----------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -66.07% | 114.69% | 60.85% | 55.35% | 50.27% |
| 营业利润 | -22.41% | -22.08% | 30.07% | 53.29% | 41.72% |
| 归属于母公司净利润 | -16.05% | -41.53% | 50.91% | 45.84% | 40.31% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 29.15% | 27.63% | 27.80% | 27.50% | 27.30% |
| 净利率 | 54.70% | 14.90% | 13.98% | 13.12% | 12.25% |
| ROE | 9.22% | 5.46% | 7.67% | 10.22% | 12.69% |
| ROIC | 8.23% | 6.25% | 11.15% | 8.70% | -45.89% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 46.11% | 45.53% | 61.19% | 52.43% | 64.60% |
| 净负债率 | 10.24% | 14.13% | 55.74% | -121.65% | 66.99% |
| 流动比率 | 2.41 | 2.50 | 1.81 | 1.76 | 1.54 |
| 速动比率 | 0.58 | 0.59 | 0.26 | 1.65 | 0.18 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 28.18 | 137.55 | 41.95 | 64.06 | 64.06 |
| 存货周转率 | 0.18 | 0.33 | 0.37 | 0.83 | 0.85 |
| 总资产周转率 | 0.08 | 0.19 | 0.24 | 0.33 | 0.42 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.70 | 0.41 | 0.61 | 0.89 | 1.26 |
| 每股经营现金流 | -0.21 | 0.02 | -3.62 | 15.89 | -18.37 |
| 每股净资产 | 7.54 | 7.44 | 8.00 | 8.75 | 9.89 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 9.69 | 16.58 | 10.99 | 7.53 | 5.37 |
| 市净率 | 0.89 | 0.91 | 0.84 | 0.77 | 0.68 |
| EV/EBITDA | 10.32 | 9.18 | 9.79 | -4.12 | 6.51 |
| EV/EBIT | 10.56 | 9.46 | 9.80 | -4.13 | 6.51 |

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