



垃圾发电再下一城，成长空间依旧广阔

2013. 10. 30

强烈推荐(维持)

姚玮(首席分析师) 姬浩(助理研究员)
电话: 020-88836125 020-88831169
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn jih_a@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512110002

现价: 8.70
目标价: 12.00
股价空间: 38%

电力设备与新能源、环保行业

事件:

10月30日晚城投控股发布2013年三季报: 前三季度公司实现营业收入30.22亿元, 同比下降22.63%; 实现归属于上市公司股东的净利润8.14亿元, 同比下降39.64%, 扣非归母净利7.56亿元, 同比增长195.31%, EPS0.27元。公司同时公告全资子公司环境投资拟4.3亿元增资天马公司, 投资建设日处理能力2000吨的垃圾发电项目。

点评:

- **业绩符合预期, 扣非净利保持高增长。**去年公司转让新江湾城50%股权以及西部证券增发产生的收益导致前三季度投资净收益达13.98亿元, 而今年前三季的投资收益为2.07亿元。扣除非经常性损益后, 公司前三季净利同比增速高达195%。
- **垃圾发电再下一城, 专注精品大项目。**环境投资此次投建的天马垃圾发电项目主要处理上海市松江区和青浦区的生活垃圾, 预计年底开工, 2015年建成, 年均处理垃圾量保底66万吨以上, 年均上网售电量1.5亿千瓦时。垃圾处理费分别为松江区291元/吨, 青浦区270元/吨。我们测算建成后年收入约2.8亿元, 年净利润约5600万元。公司目前垃圾发电产业分布东、中、西部地区一线城市, 专注精品大项目, 90%以上是1000吨/日处理能力的大项目, 超过1500吨/日的项目也达到了5个且烟气处理均采用先进技术, 烟气排放满足国标和欧盟2000标准, 这也从侧面体现出公司雄厚的综合实力。
- **“环保+X”转型加速推进, 成长空间广阔。**我们一直强调今年是公司“环保+X”转型之年, 从引入弘毅战略投资拉开公司市场化改革序幕, 推动公司治理、激励机制及资本运作, 到油品置换大股东环境院资产延伸产业链至上游EPC, 公司转型之路正加速推进。由于垃圾发电产业的区域垄断特性和高进入门槛决定这个市场最终将只被少数几家综合实力雄厚企业垄断, 而城投控股拥有强大资金、技术、品牌实力及丰富项目运作经验无疑是其中之一。根据规划, 仅上海地区未来两年垃圾焚烧处理空间还有约15000吨/日, 行业整体仍处于高速增长期, 未来市场集中度也会逐步提升, 公司增长空间仍十分广阔。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司13-15年摊薄EPS分别为0.61、0.8、0.98元, 对应14、11、9倍PE。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 环境业务不达预期风险、房地产调控风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
城投控股	1.9	23.6	39.1
沪深300	-1.0	8.3	-3.1

基本资料

总市值(亿元)	243.782
总股本(亿股)	29.875
流通股比例	100%
资产负债率	50%
大股东	上海市城市建设投资开发总公司
大股东持股比例	56%

相关报告

-城投控股(600649)点评报告-国资委正式批复弘毅入股, 转型改革加速推进-2013.9.16
-城投控股(600649)半年报点评-垃圾发电项目进展顺利, 转型稳步推进-2013.8.16
-城投控股(600649)点评报告-置入大股东环保产业上游资产, 转型更进一步-2013.7.29;

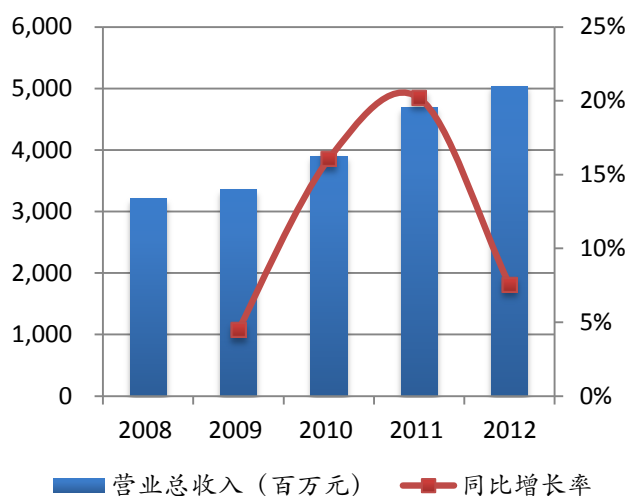


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

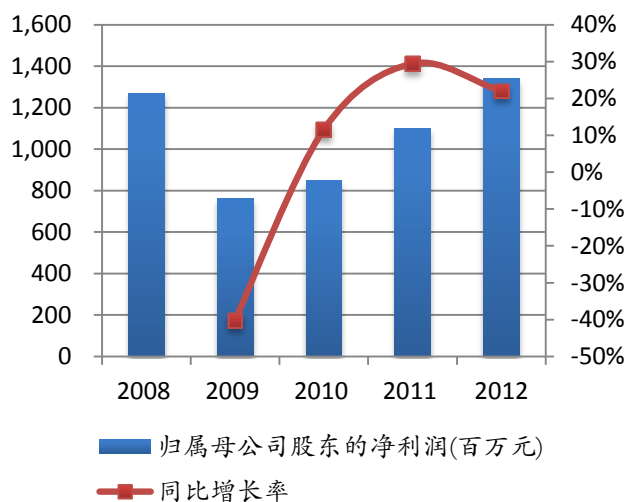
城投控股(600649)点评报告

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5038.76	5404.56	7759.89	10520.90
同比(%)	7.56%	7.26%	43.58%	35.58%
归属母公司净利润	1340.80	1824.22	2384.90	2916.70
同比(%)	22.00%	36.05%	30.74%	22.30%
ROE(%)	9.48%	11.92%	13.97%	14.98%
每股收益(元)	0.45	0.61	0.80	0.98
P/E	13.44	14.25	10.90	8.91
P/B	1.33	1.74	1.53	1.32
EV/EBITDA	11.98	12.39	9.86	8.27

图表 1 公司近年收入(百万元)及增长率情况



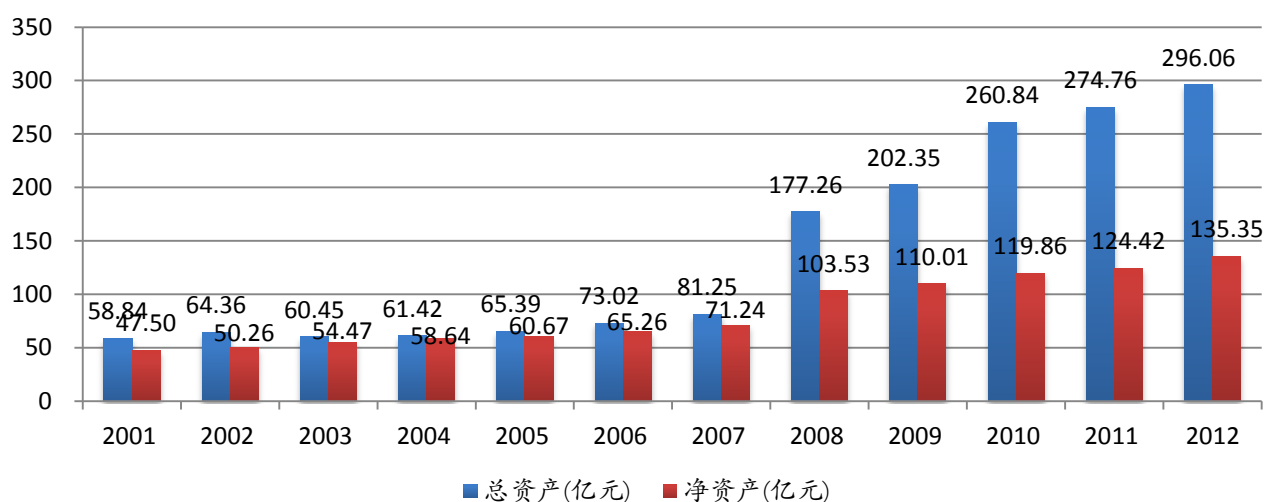
图表 2 公司近年归母净利(百万元)及增长率情况



资料来源: WIND, 广证恒生

资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司总资产与净资产稳步增长



资料来源: WIND, 广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	16584.54	17403.56	22097.59	26317.18	经营活动现金流	-783.43	950.75	890.18	694.28
现金	1695.99	1891.59	2715.96	3635.28	净利润	1379.70	1863.22	2425.90	2959.70
应收账款	86.28	91.88	116.40	157.81	折旧摊销	191.09	189.23	247.14	390.12
其它应收款	997.10	354.04	680.62	371.47	财务费用	56.16	-16.57	-244.81	-419.59
预付账款	290.61	278.29	427.16	414.51	投资损失	-1408.45	-1660.00	-1575.00	-1580.00
存货	13371.95	14625.25	17984.22	21555.34	营运资金变动	-272.96	563.41	60.36	-667.73
其他	142.60	162.51	173.24	182.76	其它	-728.97	11.46	-23.41	11.78
非流动资产	13021.89	14336.95	17271.80	20491.48	投资活动现金流	499.02	99.36	-1595.52	-2018.85
长期投资	7041.51	8818.14	10436.74	12102.36	资本支出	-1122.51	383.85	1278.33	1297.53
固定资产	307.42	329.60	674.56	963.97	长期投资	2587.88	1121.00	1691.93	1835.27
无形资产	2099.39	2150.16	3011.38	3985.57	其他	1964.39	1604.22	1374.74	1113.95
其他	3573.58	3039.05	3149.12	3439.58	筹资活动现金流	163.74	-3030.96	1028.35	974.40
资产总计	29606.44	31740.51	39369.39	46808.66	短期借款	89.35	-186.23	94.37	-0.84
流动负债	10593.24	11747.51	16638.29	20951.36	长期借款	-2056.61	-220.72	587.22	409.55
短期借款	3063.35	5053.57	5649.30	6917.96	其他	2131.00	-2624.01	346.75	565.68
应付账款	2413.05	2018.85	4509.00	4702.68	现金净增加额	-120.67	-1980.85	323.00	-350.18
其他	5116.84	4675.10	6479.99	9330.72					
非流动负债	4418.12	3982.82	4593.79	5059.04	主要财务比率	2012	2013E	2014E	2015E
长期借款	3713.65	3492.94	4080.16	4489.71	成长能力				
其他	704.47	489.89	513.63	569.33	营业收入增长率	7.56%	7.26%	43.58%	35.58%
负债合计	15011.35	15730.33	21232.07	26010.40	营业利润增长率	33.99%	12.46%	29.72%	23.10%
少数股东权益	1059.05	1098.05	1139.05	1182.05	归属于母公司净利润	22.00%	36.05%	30.74%	22.30%
归属母公司股东权益	13536.04	14912.13	16998.27	19616.21	获利能力				
负债和股东权益	29606.44	31740.51	39369.39	46808.66	毛利率	20.16%	18.00%	20.08%	21.20%
					净利率	27.38%	34.47%	31.26%	28.13%
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	9.48%	11.92%	13.97%	14.98%
营业收入	5038.76	5404.56	7759.89	10520.90	ROIC	7.20%	8.64%	9.73%	10.07%
营业成本	4023.12	4431.89	6201.46	8290.52	偿债能力				
营业税金及附加	180.20	199.97	271.60	368.23	资产负债率	50.70%	49.56%	53.93%	55.57%
营业费用	14.84	16.21	21.73	29.46	净负债比率	66.28%	58.84%	60.47%	62.78%
管理费用	163.64	189.16	232.80	315.63	流动比率	1.57	1.48	1.33	1.26
财务费用	56.16	-16.57	-244.81	-419.59	速动比率	0.30	0.24	0.25	0.23
资产减值损失	86.02	81.07	46.56	63.13	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.18	0.18	0.22	0.24
投资净收益	1408.45	1660.00	1575.00	1580.00	应收账款周转率	0.02	0.02	0.02	0.02
营业利润	1923.24	2162.82	2805.56	3453.53	应付账款周转率	2.00	2.00	1.90	1.80
营业外收入	128.98	150.00	180.00	190.00	每股指标 (元)				
营业外支出	345.49	8.00	9.00	12.00	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.80	0.98
利润总额	1706.73	2304.82	2976.56	3631.53	每股经营现金流(最新)	-0.26	0.32	0.30	0.23
所得税	327.03	441.60	550.66	671.83	每股净资产(最新摊)	4.89	5.36	6.07	6.96
净利润	1379.70	1863.22	2425.90	2959.70	估值比率				
少数股东损益	38.91	39.00	41.00	43.00	P/E	13.44	14.25	10.90	8.91
归属母公司净利润	1340.80	1824.22	2384.90	2916.70	P/B	1.33	1.74	1.53	1.32
EBITDA	2273.99	2801.76	3599.68	4443.73	EV/EBITDA	11.98	12.39	9.86	8.27
EPS (摊薄)	0.45	0.61	0.80	0.98					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



装备制造团队——“广证恒生装备组，装备您的投资路”

姚玮 电力设备与新能源、环保行业，首席分析师

浙江大学电气工程博士,5年国内外新能源及电力电子设备研发经历,4年证券研究经验,2011年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。2012年9月加入广证恒生,主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

周娅 机械及汽车行业，高级分析师

CPA,四川大学管理科学与工程硕士,具备工科、生产管理和财务金融复合背景,4年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

戎毅仁 机械及汽车行业，高级分析师

中南大学机械工程专业硕士,2年机械行业上市公司工作经验,3年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

王聪 TMT 行业，高级分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4年中国电信工作经验,4年证券研究经验,对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员,主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

肖超 TMT 行业，高级分析师

荷兰代尔夫特理工大学嵌入式系统方向硕士,曾就职比利时IMEC研究所。拥有5年国内外计算机、电子行业工作经验,4年证券研究经验,对电子行业发展趋势及上市公司投资机会研究有独到心得与积累。主要研究方向消费电子及电子元器件等。

姬浩 电力设备与新能源、环保行业，研究员

北京大学金融信息工程硕士,具备扎实的数理分析和财务分析基础,2年证券行业研究经验,主要研究方向新能源、环保、能源装备等。

徐闯 环保、新能源汽车行业，研究员

中南财经政法大学投资学硕士,具备工科、财务、投资分析复合背景,1年证券行业研究经验,主要研究方向为环保行业和新能源汽车等。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。