



全资控股环境集团，战略转型重要一步

2014.1.12

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

事件：

1月10日晚城投控股发布公告：美国惠民公司子公司惠乐宝出于自身战略调整需要，决定转让持有的公司控股子公司上海环境集团40%股权，公司拟以协议方式收购，收购价格9.7亿元人民币。

点评：

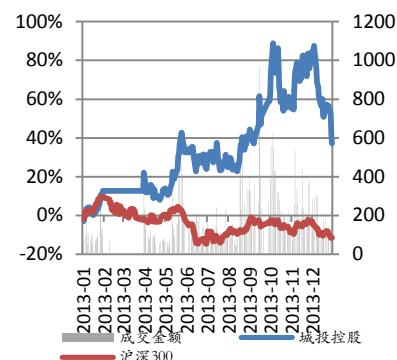
- **全资控股环境集团，有助环境资源整合运作。**2010年，公司以9.7亿元价格将环境集团40%股权转让给美国固废处理行业巨头惠民公司的子公司。几年来，环境集团引进吸收了惠民公司先进的垃圾焚烧发电核心技术以及项目运营、管理经验，整体竞争实力不断提升。但随着公司整体发展战略转型，此次回购环境集团40%股权能够使公司对环境集团实现统一管理和决策，有利于公司未来环境资源整合、项目运作，打造环境业务平台。
- **短期对上市公司利润增厚有限，但利在长远。**2011年、2012年、2013年1-6月，环境集团实现净利润分别为7046、6640、4590万元。预计收购环境集团40%股权对上市公司14年EPS增厚约1-2分钱。由于环境集团目前仍有漳州、南京、太原几个大型垃圾发电项目在建，还未产生收益，短期虽然对上市公司整体利润增厚有限，但从长期看，在建项目的陆续投运以及后续新项目拓展将对上市公司环保业务板块业绩加速释放和占比提升有重要战略意义。
- **承上启下改革进程坚定推进，后续动作值得期待。**去年以来，从引入弘毅战略投资拉开公司国企市场化改革序幕，到油品置换大股东环境院资产，延伸产业链至上游EPC，公司环保转型之路不断推进。此次收购环境集团40%股权是公司改革进程承上启下重要举措。弘毅入股事项已获国资委批复，商务部最后批复时点临近，将是公司后续包括市场化激励机制、资本运作等一系列改革动作的重要催化点。
- **盈利预测与估值。**预计公司13-15年摊薄EPS分别为0.61、0.8、0.98元，对应12、9、7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。

强烈推荐(维持)

现价：	7.21
目标价：	12.00
股价空间：	66%

电力设备与新能源、环保行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
城投控股	-25.8	-21.8	5.1
沪深300	-8.6	-10.7	-3.1

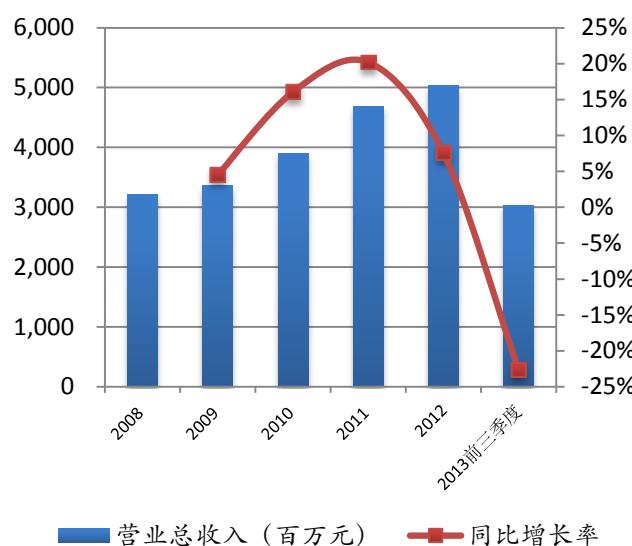
基本资料

总市值 (亿元)	215.400
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%

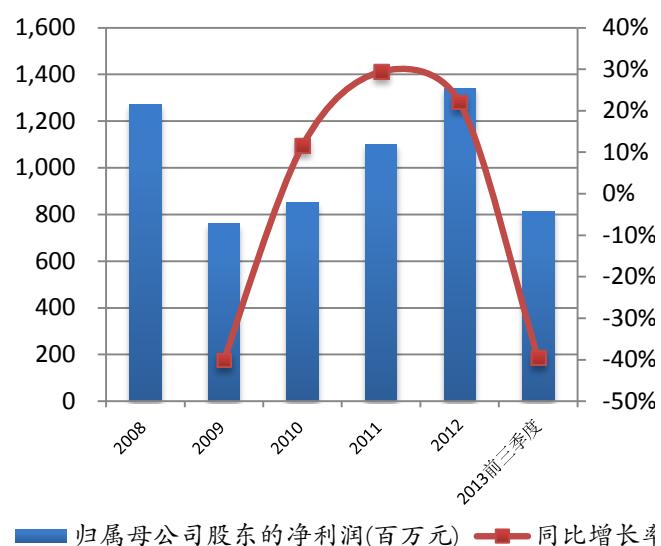
相关报告

- 城投控股(600649)点评报告-环保转型既定战略，多催化因素有望陆续兑现-2014.1.7
- 城投控股(600649)三季报点评-垃圾发电再下一城，成长空间依旧广阔-2013.10.30
- 城投控股(600649)点评报告-国资委正式批复弘毅入股，转型改革加速前进-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；

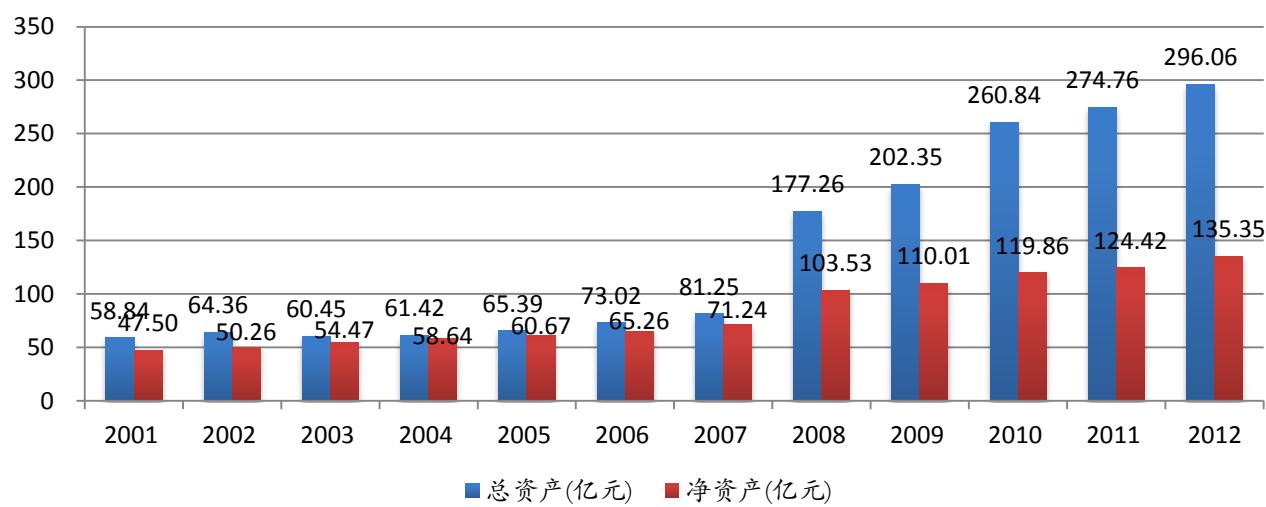
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5038.76	5404.56	7759.89	10520.90
同比(%)	7.56%	7.26%	43.58%	35.58%
归属母公司净利润	1340.80	1824.22	2384.90	2916.70
同比(%)	22.00%	36.05%	30.74%	22.30%
ROE(%)	9.48%	11.92%	13.97%	14.98%
每股收益(元)	0.45	0.61	0.80	0.98
P/E	13.44	11.81	9.03	7.39
P/B	1.33	1.44	1.27	1.10
EV/EBITDA	11.98	10.80	8.63	7.26

图表 1 公司近年收入 (百万元) 及增长率情况


资料来源: WIND, 广证恒生

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

图表 3 公司资产规模快速增长


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
预付款项	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	221555.34	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	盈利能力				
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	11.81	9.03	7.39
归属母公司净利润	1340.80	1824.22	2384.90	2916.70	P/B	1.33	1.44	1.27	1.10
EBITDA	2273.99	2801.76	3599.68	4443.73	EV/EBITDA	11.98	10.80	8.63	7.26
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



分析师简介

姚 翩 广证恒生研究团队总监，首席分析师，浙江大学工学博士，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。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获2013年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

姬 浩 电力设备新能源研究员，北京大学硕士，理工金融复合背景，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，2013年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北业务拓展部	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzs.com.cn
	阳思程	(86)18600497273	yangsc@gzgzs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzs.com.cn
华南业务拓展部	王亮	(86)13241806575	wangl_a@gzgzs.com.cn
	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzs.com.cn
	杨裔	(86)18988978715	yangy@gzgzs.com.cn
海外业务拓展部	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzs.com.cn
	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzs.com.cn

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研究所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研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，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。