



## 环保业务稳步前进，转型改革基础夯实

2014. 3. 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: 7.21  
目标价: 10.00  
股价空间: 39%

电力设备与新能源、环保行业

### 事件:

3月28日晚公司发布2013年度报告: 实现营业收入35.17亿元, 同比下降32.24%; 归属于上市公司股东的净利润13.79亿元, 同比增长1.97%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润7.91亿元, 同比增长55.35%, EPS0.46元。公司拟每10股派1.5元(含税)。

### 点评:

● **业务整合之年，扣非净利同比增长超五成。**公司2013年收入同比下滑的主要因素一是房产销售结转面积较上年同期减少导致房地产板块收入同比下降37.87%; 二是公司于2013年8月置出原持有的上海环境油品发展有限公司100股权; 三是公司于2012年出售合流污水一期资产系统, 13年无水务收入。扣非净利同比增长超五成的主要因素一是房地产业务毛利率同比大幅增长27.42个百分点, 拉动公司整体毛利率同比增长19.48个百分点至39.64%; 二是投资收益占利润总额的比例由去年的81.79%下降至13年的51.04%。

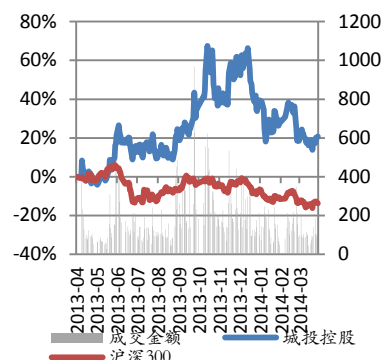
● **环保业务稳步发展，垃圾发电总处理能力近1.4万吨/日。**2013年公司环保业务板块实现收入7.4亿元, 同比增长30.43%。主要原因一是公司13年8月置入环科院的环保工程项目设计收入较上年同期增加; 二是青岛垃圾发电项目13年3月投运; 三是威海垃圾发电项目12年9月投运, 13年全年运营。目前, 公司正式投入商业(试)运营的垃圾焚烧项目5个: 江桥、成都、威海、青岛和金山, 在建项目3个: 漳州、南京和太原; 13年新增松江天马与奉贤东石塘2个项目。公司垃圾发电总处理能力近1.4万吨/日, 2013年总处理垃圾量达224.58万吨, 上网售电量39,680万度。14年公司计划引进关键环节的核心技术, 向产业链上游延伸, 全面建设“CIMO”能力, 转变经营模式, 分享环境产业价值链中高端部分的收益。

● **转型改革需要时间，环境产业领军企业是既定长期战略。**公司环境业务收入占比仍较低是客观事实, 占比提升需要过程, 但公司打造“国内一流、国际领先”的环境产业领军企业是既定的战略方向。目前弘毅入股已交割完成, 国企改革能手蒋耀也已正式就任新董事长, 公司转型改革的基础逐步夯实。14年公司将积极研究推行短、中、长期相结合的, 激励与约束并举的, 薪酬与业绩匹配的激励和约束体系, 为公司竞争力提升, 业绩提高提供制度保障。

● **盈利预测与估值。**预计公司14-16年摊薄EPS分别为0.58、0.74、0.92元, 对应13、10、8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	1.5	-9.8	-10.0
沪深300	-0.5	-6.6	-10.1

### 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	55%
大股东	上海市城市建
大股东持股比例	46%

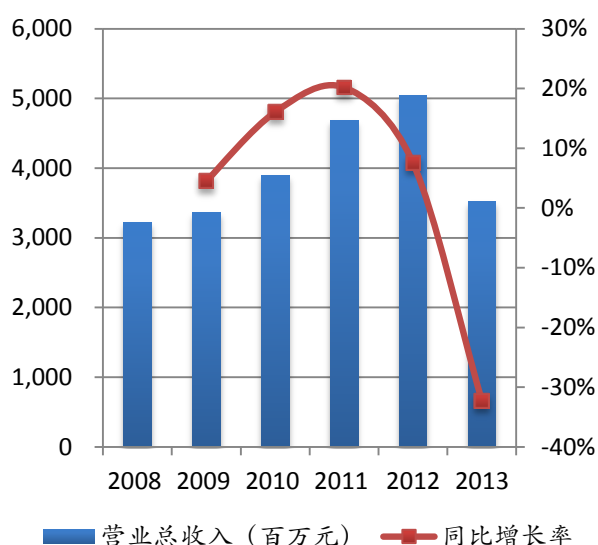
### 相关报告

-城投控股(600649) 点评报告-弘毅入股获批, 打开后续改革空间-2014.1.21  
-城投控股(600649) 点评报告-全资控股环境集团, 战略转型重要一步-2014.1.12  
-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



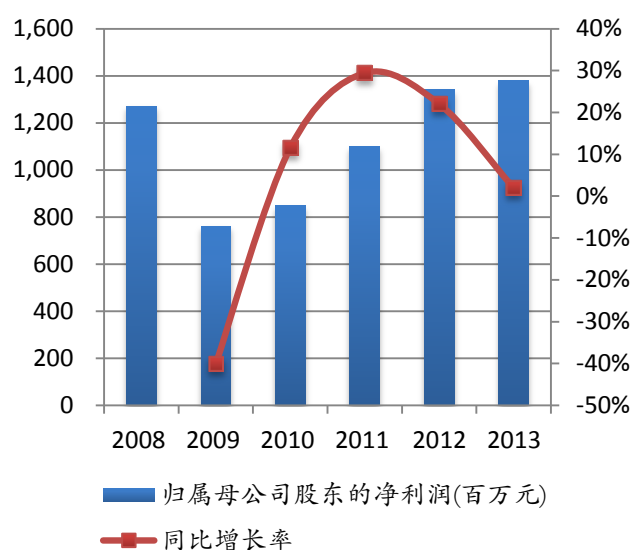
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3516.60	4271.74	5419.84	6673.67
同比(%)	-32.24%	21.47%	26.88%	23.13%
归属母公司净利润	1378.65	1719.58	2198.34	2756.49
同比(%)	1.97%	24.73%	27.84%	25.39%
ROE(%)	9.18%	10.71%	12.48%	13.98%
每股收益(元)	0.46	0.58	0.74	0.92
P/E	15.27	12.53	9.80	7.81
P/B	1.48	1.39	1.25	1.10
EV/EBITDA	12.23	11.24	8.95	6.91

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 2008-2012 年公司垃圾中转量、填埋量、焚烧量、上网电量情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中转量(万吨)	95.63	92.79	108.66	109.3	110.2	92.98
填埋量(万吨)	60	62	90.6	96.37	446	35.12
焚烧量(万吨)	64.89	110.05	110.1	109.6	130	224.58
上网电量(亿度)	-	2.7(发电量)	2.02	2.04	3	3.97

资料来源: 公司公告, 广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	20415.05	17812.02	20843.61	21402.45	经营活动现金流	616.34	1058.24	1494.94	2391.63
现金	3473.52	2563.05	2757.02	4569.94	净利润	1430.49	1774.58	2258.34	2821.49
应收账款	128.26	149.51	178.85	213.56	折旧摊销	138.76	191.11	235.66	288.17
其它应收款	611.42	456.52	266.13	401.24	财务费用	98.60	-188.85	-322.69	-509.69
预付账款	87.57	374.24	196.27	545.25	投资损失	-953.65	-980.00	-1190.00	-1400.00
存货	15770.80	14106.11	17271.51	15487.91	营运资金变动	140.62	316.89	496.53	1184.56
其他	343.49	162.59	173.83	184.54	其它	-238.48	-55.48	17.10	7.10
非流动资产	13982.70	14852.02	16733.26	18276.93	投资活动现金流	321.23	-34.91	-921.57	-450.73
长期投资	7190.29	8291.27	9270.06	10056.25	资本支出	218.08	573.07	560.82	716.99
固定资产	313.64	393.04	495.07	619.60	长期投资	-55.93	988.56	1121.98	728.20
无形资产	2265.20	2508.59	2939.17	3435.77	其他	483.38	1526.72	761.23	994.47
其他	4213.57	3659.13	4028.96	4165.30	筹资活动现金流	775.71	-2061.78	-251.41	-127.99
资产总计	34397.76	32664.05	37576.87	39679.38	短期借款	-217.35	115.12	-4.29	-35.51
流动负债	11971.71	9913.91	13353.13	13539.13	长期借款	2649.13	-906.27	-414.32	-437.07
短期借款	2846.00	3089.10	2956.82	2921.31	其他	-1656.07	-1270.63	167.20	344.59
应付账款	2486.59	2642.91	3899.33	3475.87	现金净增加额	1713.28	-1038.46	321.96	1812.92
其他	6639.13	4181.90	6496.98	7141.94					
非流动负债	7038.53	6036.17	5699.57	5242.72	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	6362.78	5456.50	5042.18	4605.11	成长能力				
其他	675.76	579.67	657.39	637.61	营业收入增长率	-32.24%	21.47%	26.88%	23.13%
负债合计	19010.25	15950.09	19052.70	18781.84	营业利润增长率	-4.62%	18.07%	27.38%	25.03%
少数股东权益	1120.03	1175.03	1235.03	1300.03	归属于母公司净利润	1.97%	24.73%	27.84%	25.39%
归属母公司股东权益	14267.48	15538.93	17289.14	19597.50	获利能力				
负债和股东权益	34397.76	32664.05	37576.87	39679.38	毛利率	39.64%	33.96%	33.61%	33.69%
					净利率	40.68%	41.54%	41.67%	42.28%
利润表	2013	2014E	2015E	2016E	ROE	9.18%	10.71%	12.48%	13.98%
营业收入	3516.60	4271.74	5419.84	6673.67	ROIC	6.92%	7.80%	9.14%	10.26%
营业成本	2122.75	2821.22	3598.23	4425.12	偿债能力				
营业税金及附加	149.29	149.51	189.69	233.58	资产负债率	55.27%	48.83%	50.70%	47.33%
营业费用	47.64	51.26	65.04	80.08	净负债比率	74.72%	59.29%	51.83%	45.07%
管理费用	202.40	234.95	298.09	367.05	流动比率	1.71	1.80	1.56	1.58
财务费用	98.60	-188.85	-322.69	-509.69	速动比率	0.39	0.37	0.27	0.44
资产减值损失	0.49	0.43	0.54	0.67	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	0.11	0.13	0.15	0.17
投资净收益	953.65	980.00	1190.00	1400.00	应收账款周转率	0.04	0.04	0.03	0.03
营业利润	1849.08	2183.22	2780.93	3476.86	应付账款周转率	0.86	1.10	1.10	1.20
营业外收入	32.27	50.00	60.00	70.00	每股指标 (元)				
营业外支出	12.77	15.00	18.00	20.00	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.58	0.74	0.92
利润总额	1868.57	2218.22	2822.93	3526.86	每股经营现金流(最新)	0.21	0.35	0.50	0.80
所得税	438.09	443.64	564.59	705.37	每股净资产(最新摊)	5.15	5.59	6.20	6.99
净利润	1430.49	1774.58	2258.34	2821.49	估值比率				
少数股东损益	51.84	55.00	60.00	65.00	P/E	15.27	12.53	9.80	7.81
归属母公司净利润	1378.65	1719.58	2198.34	2756.49	P/B	1.48	1.39	1.25	1.10
EBITDA	2490.65	2690.38	3332.08	4039.45	EV/EBITDA	12.23	11.24	8.95	6.91
EPS (摊薄)	0.46	0.58	0.74	0.92					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



## 分析师简介

**姚 玮** 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
华北区域机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
广州机构销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构销售	杨崙	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	黄诚	(86)18616267711	huangc_c@gzgzhs.com.cn
海外业务拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.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。