

**城地股份 (603887)**
**推荐**
**行业：建筑**

# 地基工程行业细分领域领跑者

城地股份是从事绿色环保桩基和新型基坑围护的高新技术企业，是集总承包、专业承包、勘察、设计一体化施工能力的综合服务商，业务领域涉及房地产、市政工程、公用设施、工业厂房等。公司本次公开发行股份数量不超过 2,460 万股，占发行后总股本的比例不超过 25.08%。首次公开发行价格为 12.13 元，申购日期为 2016 年 9 月 21 日。

## 投资要点：

◇ 公司经过多年施工经验的积累以及技术研发的投入，目前已经开发并掌握了多项关键施工技术，在施工技术领域处于行业领先地位，其中 FCW 工法和 CLP 工法为公司最具价值的核心竞争力。

◇ 公司长期与大型房企、建筑商（中铁、金地、恒大等）保持合作关系，具备优秀的客户资源与良好的品牌形象，在项目承揽方面具备相当的竞争力。

◇ 从投资和施工面积等数据来看，我们认为我国房地产市场整体显露出较为明显的增长放缓态势。上海房地产每年建筑施工工程量趋于稳定、市场增长空间有限，公司很难再享受行业整体快速发展带来的红利，必须通过自身努力争取在行业中分得更大蛋糕。

◇ 地基与基础工程行业具有企业数量多、规模小、集中程度低的特点，未来在成本、施工要求等因素的倒逼下，通过兼并、重组、淘汰等手段的行业大整合有望逐步实现。公司凭借其资质、技术、资金等方面的优势，有机会在整合中获得更大市场份额。

◇ 我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 5.83 亿元、6.30 亿元、7.06 亿元；归母净利润分别为 6,150 万元，7,154 万元、7,988 万元；对应 EPS 分别为 0.63 元、0.73 元、0.81 元。依据相对估值法，我们给予城地股份 20~25 元的短期目标价格区间。建议申购。

◇ **风险提示：**房地产市场调整风险，应收账款回款风险，毛利率波动风险，“营改增”税费变动风险，市场估值水平波动风险

## 主要财务指标：

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	55556.90	58334.75	63001.52	70561.71
归母净利润 (万元)	5596.09	6149.51	7154.03	7987.83
毛利率	22.19%	21.92%	21.92%	21.92%
ROE	15.92%	8.65%	9.14%	9.26%
EPS(元)	0.76	0.63	0.73	0.81
P/E	15.96	19.35	16.63	14.90
P/B	2.54	1.67	1.52	1.38

## 作者

署名人：卢凌熙  
 S0960516080001  
 0755-82026864  
 lulingxi@china-invs.cn

**新股发行价格(元)：** 12.13

## 基本资料

新发行股本(万股)	2,460
发行后总股本(万股)	9,810
发行前一年 EPS <sup>2015</sup> (元)	0.76
发行后摊薄 EPS <sup>2016E</sup> (元)	0.63
发行前每股净资产(元)	4.78
申购时间	2016/09/21

## 相关报告

## 目 录

<b>一、公司概况</b> .....	<b>4</b>
<b>二、公司竞争优势</b> .....	<b>5</b>
1、地基工程细分领域的综合服务商 .....	5
2、重视技术研发，施工技术行业领先 .....	6
3、长期与大型房企及建筑商合作，品牌形象优秀 .....	6
4、竞争策略聚焦房地产、市政等大中型项目 .....	7
<b>三、公司财务状况分析</b> .....	<b>8</b>
1、主要收入来源于上海地区的房地产地基工程 .....	8
2、综合毛利率和实际净利率基本稳定，但 ROE 持续下行 .....	9
3、收入及净利润维持增长，但增速波动 .....	10
<b>四、公司发展前景分析</b> .....	<b>11</b>
1、全国房地产市场整体增长放缓 .....	11
2、上海房地产建筑施工市场空间有限 .....	12
3、行业整合有望逐步实现 .....	13
4、募投项目进一步提升公司的技术和资金实力 .....	13
<b>五、盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
1、盈利预测 .....	14
2、估值 .....	14
<b>六、风险提示</b> .....	<b>15</b>
1、房地产市场调整风险 .....	15
2、应收账款回款风险 .....	15
3、毛利率波动风险 .....	15
4、“营改增” 税费变动风险 .....	15
5、市场估值水平波动风险 .....	16

## 图目录

图 1	公司行业定位 .....	4
图 2	公司本次发行前股东结构 .....	4
图 3	公司盈利水平 .....	5
图 4	主营业务收入-合同类型 (万元) .....	9
图 5	主营业务收入-应用领域 (万元) .....	9
图 6	主营业务收入-区域 (万元) .....	9
图 7	主营业务毛利率水平 .....	10
图 8	销售净利率水平 .....	10
图 9	三项费用占收入比重 .....	10
图 10	ROE & ROIC .....	10
图 11	营业收入增长 .....	11
图 12	净利润增长 .....	11
图 13	全年房地产开发投资额 (亿元) .....	11
图 14	房屋施工面积 (亿平方米) .....	11
图 15	上海房地产市场 .....	12

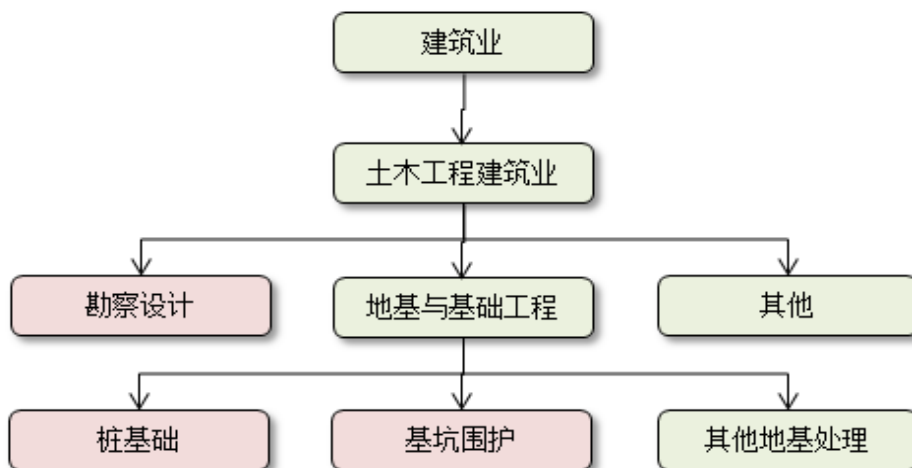
## 表目录

表 1	城地股份及其子公司资质 .....	5
表 2	城地股份历年所获主要荣誉 .....	6
表 3	城地股份 2010 年以来与主要客户合作情况 .....	7
表 4	城地股份竞争策略 .....	8
表 5	募集资金投资使用计划 .....	13
表 6	可比公司估值情况 .....	15

## 一、公司概况

上海城地建设股份有限公司成立于 1997 年，所处行业为土木工程建筑业中的地基与基础工程业，拥有齐全的行业资质和先进的施工技术，是行业内的龙头企业。公司业务领域涉及房地产、市政工程、公用设施、工业厂房等，业务区域跨越上海、浙江、江苏、天津、山东、黑龙江等省份。

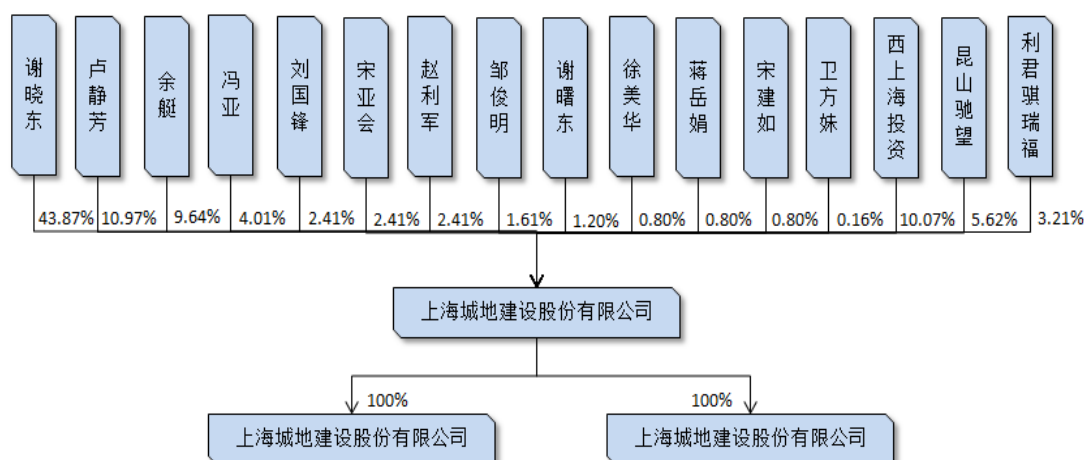
图 1 公司行业定位



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

城地股份的控股股东、实际控制人为自然人谢晓东先生和卢静芳女士，二人为夫妻关系。本次发行前，谢晓东先生持有公司 3,224.66 万股，占总股本的 43.87%；卢静芳女士持有公司 806.16 万股，占总股本的 10.97%；另有 14 位股东共持有剩余的 45.16% 股份。

图 2 公司本次发行前股东结构

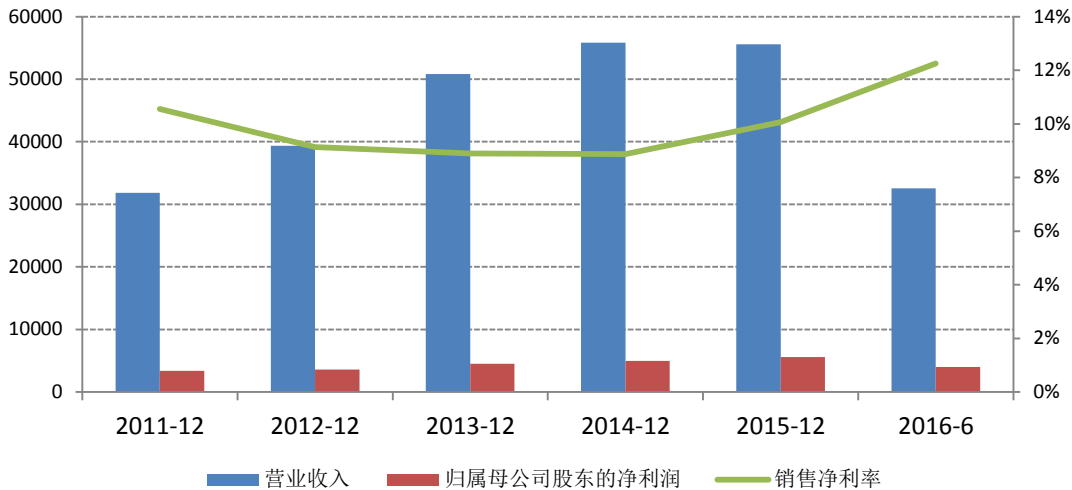


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

本次公开发行股份数量不超过 2,460 万股,占发行后总股本的比例不超过 25.08%。成功发行后,公司控股股东谢晓东先生和卢静芳女士的持股比例将分别稀释为 32.87% 和 8.22%。

公司 2016 年上半年共实现营业收入 3.26 亿元,较去年同期实现 18.10% 的增长;归母净利润 3,990.44 万元,同比增长 48.29% (主要是由于“营改增”导致的税收调整造成的,2016 年上半年公司营业税金及附加项为-568.79 万元,去年同期为 921.53 万元);销售净利润率近年基本维持在 10% 左右的水平。

**图 3 公司盈利水平**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 二、公司竞争优势

### 1、地基工程细分领域的综合服务商

城地股份是从事绿色环保桩基和新型基坑围护的高新技术企业,是集总承包、专业承包、勘察、设计一体化施工能力的综合服务商。公司及其全资子公司目前已经具备了较为齐全的各项建筑资质:地基与基础工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包三级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、岩土工程勘察乙级资质、岩土工程设计乙级资质等。公司主营业务为桩基、基坑围护以及岩土领域相关设计等地基与基础工程服务,具体包括静压力桩、钻孔灌注桩、水泥土搅拌桩、地下结构预制拼装构建应用等基础工程的施工服务,以及基坑围护挡土止水结构、地基加固改良、土石方工程施工等。

**表 1 城地股份及其子公司资质**

主体	主项/增项资质	资质	核准日期
城地建设	主项资质	地基与基础工程专业承包一级资质	2008/03/28
	增项资质	土石方工程专业承包三级资质	2008/03/28
静地建设	主项资质	房屋建筑工程施工总承包三级资质	2007/08/29

	增项资质	建筑装修装饰工程专业承包三级资质	2009/11/9
	增项资质	土石方工程专业承包三级资质	2009/11/9
	增项资质	地基与基础工程专业承包三级资质	2009/11/9
城地岩土	-	岩土工程勘察乙级资质	2012/09/20
	-	岩土工程设计乙级资质	2012/09/20

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

## 2、重视技术研发，施工技术行业领先

受到两方面因素的影响，目前行业内大部分企业施工仍然使用的是 20 年前的传统工法：1、桩基与基坑围护市场规模大且分散，中小企业居多，普遍创新能力不足；2、桩基和基坑围护技术创新需要投入大量的人力、物力、财力，在工程订单充足、生存压力较小的形势下，企业进行技术创新的动力不足。

城地股份在技术创新上不断发力，通过研发领先技术以培育公司核心竞争力。公司近三年在研发费用上的投入基本维持在 1,700 万元左右，占母公司营业收入比重 3%左右，而公司 2016 年上半年在研发费用上的投入已达 1,734 万元，占母公司营业收入 5.33%。

截止招股说明书签署日，城地股份共申请了 90 多项专利，已获得授权的有 48 项。公司经过多年的技术研究和施工经验的积累，不断开发高效、环保、智能化的桩基和基坑围护新技术，并且已经开发并掌握了多项关键施工技术。其中公司自主研发的高效无置换智能化五轴水泥土搅拌墙工法（FCW 工法）和混凝土管桩芯孔内掘土注浆封底工法（CLP 工法）均为国内领先技术，并取得了上海市建筑建材业市场管理总站颁发的两项技术规程，是行业内少数根据企业技术编制的省部级行业规程。强大的自主研发能力为公司高质高效完成工程项目提供了可靠的保障，并奠定了公司在绿色环保桩基和基坑围护施工技术领域的领先地位。

## 3、长期与大型房企及建筑商合作，品牌形象优秀

随着公司综合实力不断增强，公司累计完成了数百项桩基与基坑围护工程项目，多次被上海嘉定区建筑业管理协会授予“优秀建筑施工企业”称号，并获得了多项工法证书、技术规程等荣誉。公司同时也通过与大型房企、建筑商（如恒大集团、金地集团、保利集团、绿地集团、中国建筑、中铁建工、上海建工、龙元建设等）的长期合作，使得公司在行业内的品牌形象得到持续提升，而良好的品牌形象使公司在项目承揽阶段具备了相当的竞争力。

**表 2 城地股份历年所获主要荣誉**

序号	名称	颁发单位	颁发日期
1	嘉定 2014 年度小巨人企业	上海市嘉定区人民政府	2015/01
2	管桩孔内掘土扩底沉桩工法（CLP 工法）国家级工法证书	中华人民共和国住房和城乡建设部	2014/03

3	上海市高新技术成果转化项目(城地五轴水泥土搅拌墙应用技术)	上海市高新技术成果转化项目认定办公室	2013/06
4	城地五轴水泥土搅拌墙应用技术规程	上海市建筑建材业市场管理总站	2013/01
5	城地混凝土管桩芯孔内掘土注浆封底施工技术规程	上海市建筑建材业市场管理总站	2013/01
6	上海市高新技术成果转化项目(中掘预应力管桩)	上海市高新技术成果转化项目认定办公室	2012/12
7	2011年度嘉定区优秀建筑施工企业	上海市嘉定区建筑业管理协会	2012/09
8	上海市守合同重信用企业、合同信用等级AA级认定证书	上海市合同信用促进会	2012/08
9	2010年度嘉定区优秀建筑施工企业	上海市嘉定区建筑业管理协会	2011/09
10	2009年度嘉定区优秀建筑施工企业	上海市嘉定区建筑业管理协会	2010/06
11	2008年度嘉定区优秀施工企业	上海市嘉定区建筑业管理协会	2009/11

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

**表 3 城地股份 2010 年以来与主要客户合作情况**

客户	项目数 (个)	累计合同金额 (万元)	平均合同金额 (万元)
中铁建工	13	16,926.50	1,302.04
金地集团	10	16,352.32	1,635.23
恒大集团	4	15,800.28	3,950.07
复地集团	5	14,896.25	2,979.25
保利地产	7	13,861.75	1,980.25
合景泰富地产	4	11,314.47	2,828.62
东方航空置地	6	6,860.65	1,143.44
中国建筑	6	6,717.00	1,119.50
旭辉集团	6	6,605.13	1,100.86
上海建工	7	5,322.79	760.40
绿地集团	5	4,758.62	951.72
凯德置业	2	1,781.22	890.61
龙元建设	2	721.00	360.50

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

#### 4、竞争策略聚焦房地产、市政等大中型项目

由于公司目前主要业务集中在以上海为中心的华东区域,故公司的主要竞争对手均为来自该地域的各类大小企业。按照城地股份承做项目的竞争情况等相关信息,公司的主要竞争对手为(不完全统计):上海市基础工程集团有限公司(上海建工集团子公司)、上海市地矿建设有限责任公司、浙江省地质矿产工程公司、中化岩土工程股份有限公司、上海强劲地基工程股份有限公司(中化岩土子公司)、上海广联环境岩土工程股份有限公司。不同建筑公司由于资金实力、资质、客户关系等方面的不同,在项目的选择上各有侧重,城地股份基于自身条件制定了如下竞争策略:



**表 4 城地股份竞争策略**

项目类型	竞争状况	城地股份竞争策略
国家大型重点项目	国有大型建筑施工企业集团在该领域具有极强的竞争力，中小型企业很难参与竞争	较少参与
少量国家大型重点项目；房地产、市政等大型中型地基与基础项目	市场化程度高，施工资质、施工质量、技术实力、成本节约以及与实力雄厚的大型开发商及建筑商合作关系等是竞争的关键	与大型房地产企业、总承包商建立良好合作关系，积极参与招投标
中小型地基与基础工程项目	中小型项目毛利率低，市场门槛低，竞争激烈	根据项目毛利率、客户合作关系选择性参与

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

### 三、公司财务状况分析

#### 1、主要收入来源于上海地区的房地产地基工程

公司主营业务收入按承接的业务合同类型可分为单一桩基、单一基坑围护、桩基与基坑围护混合和岩土工程设计四大类。单一桩基与单一基坑围护在营业收入中的占比起伏不定，桩基与基坑围护混合项目的收入贡献比在近几年能稳定在 50%以上。

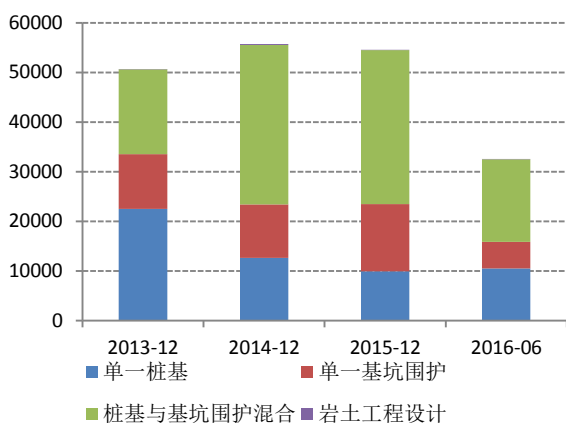
按应用领域划分，公司主营业务收入集中在房屋建筑业（商业住宅、商业地产、保障性住房），2016 年上半年房屋建筑业的收入占主营业务收入的比例为 98.36%。

按区域划分，公司的主营业务收入主要来自以上海为中心的华东区域，且上海区域的收入占比呈逐年增长趋势，2016 年上半年上海区域贡献的收入占比达 99.85%。

综合来看，公司目前主营业务收入主要来自上海地区的房地产业的桩基与基坑围护工程。

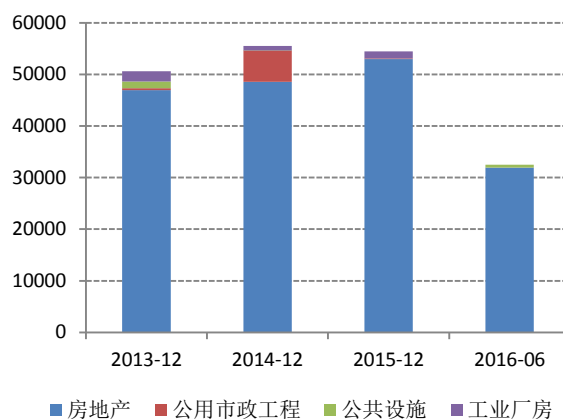


图 4 主营业务收入-合同类型 (万元)



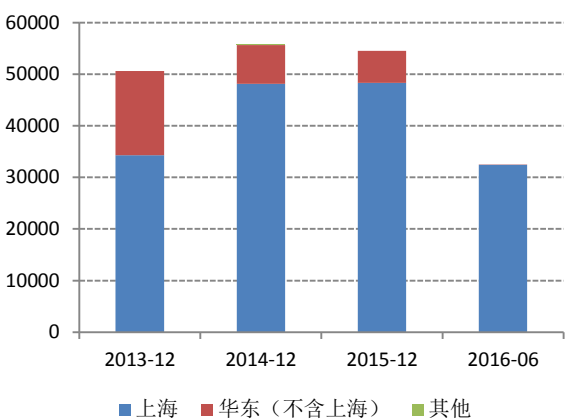
资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 5 主营业务收入-应用领域 (万元)



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 6 主营业务收入-区域 (万元)



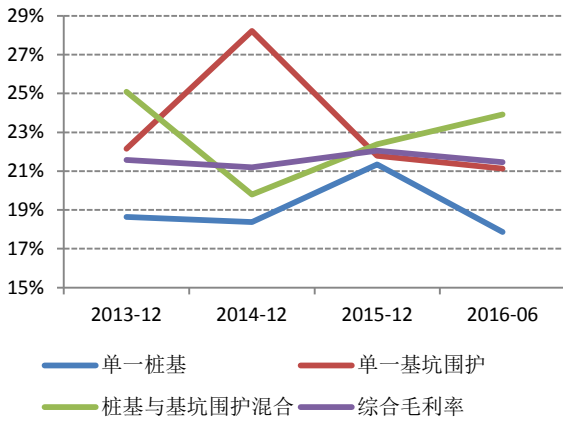
资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

## 2、综合毛利率和实际净利率基本稳定，但 ROE 持续下行

工程施工由于施工方案、地理位置、面积、施工环境等因素的差异，每个项目都具有独特性，不同工程项目的毛利率可能存在较大差异。由于公司每年承接施工的项目数量较少，各项目类型收入毛利率在各年之间会存在较大波动。但公司 2013~2016 年上半年主营业务综合毛利率较为稳定，分别为 21.58%、21.19%、22.05%、21.45%。

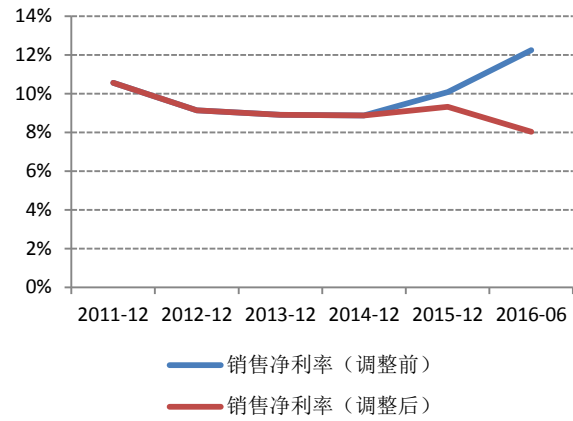
公司 2013~2016 年上半年净利率分别为 8.90%、8.87%、10.07%、12.25%。2015 和 2016 上半年的净利率表面上看有所提升，但实际分别受到营业外收入和“营改增”税收调整的影响：(1) 2015 年营业外收入 489 万元，而其他年份该项收入均为 10 万以内。如简单剔除该项收入，则 2015 年净利率为 9.31%；(2) 2016 年上半年由于受“营改增”税收政策调整影响，营业税金及附加项为-568.79 万元。如按过去五年该项费用占营业收入比重均值 3.25%计算，该项费用为 1,058.76 万元，调整后可比净利率为 8.03%（但同时要注意的是，如果“营改增”对公司有积极作用，则这里的调整会低估公司净利率水平）。虽然对这两年净利率的调整并未 100%精确，但我们可以由此判断公司实际盈利能力并未有实质提升。

图 7 主营业务毛利率水平



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 8 销售净利率水平

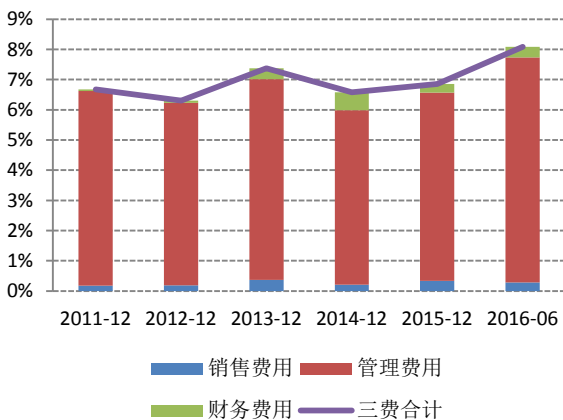


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司 2013~2016 年上半年三项费用（销售费用、管理费用、财务费用）合计占营业收入的比重分别为 7.37%、6.58%、6.86%、8.08%。三项费用中管理费用占比最大，占比超过 85% 其中研发费用在 2016 年上半年为 1,734 万元，占营业收入比重 5.32%，较 2015 年增长 2.20 个百分点。管理费用这几年受到中介费用、办公室搬迁、研发费用等的影响，产生了一定波动，但由于整体数额不大，对公司经营状况并不造成实质影响。

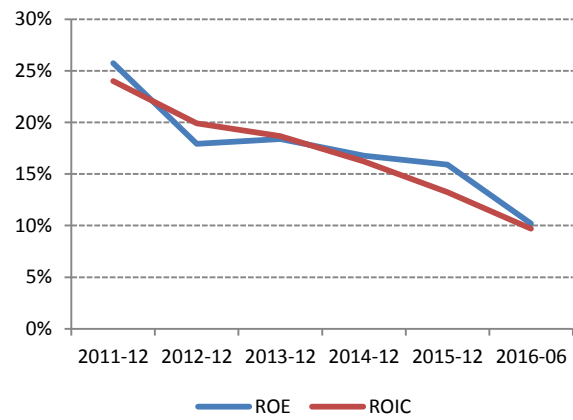
公司回报水平近年来持续下滑：2013~2016 年上半年 ROE 分别为 18.38%、16.76%、15.92%、10.20%，如果对净利润做同上调整，则 2015 和 2016 年上半年 ROE 下降为 14.72%和 6.68%；ROIC 分别为 18.68%、16.20%、13.23%、9.71%。

图 9 三项费用占收入比重



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 10 ROE & ROIC



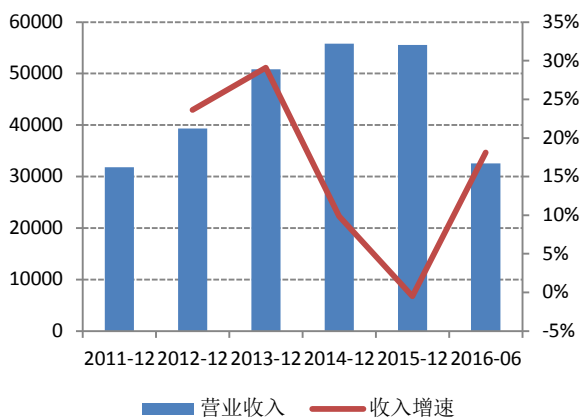
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 3、收入及净利润维持增长，但增速波动

公司 2013~2016 年上半年分别实现营业收入 5.01 亿元、5.58 亿元、5.56 亿元、3.26 亿元，同比增长 29.10%、9.86%、-0.49%、18.10%；归母净利润分别为 4,520.92 万元、4,953.23 万元、5,596.0 万元、3,990.44 万元，同比增长 25.78%、9.56%、12.98%、

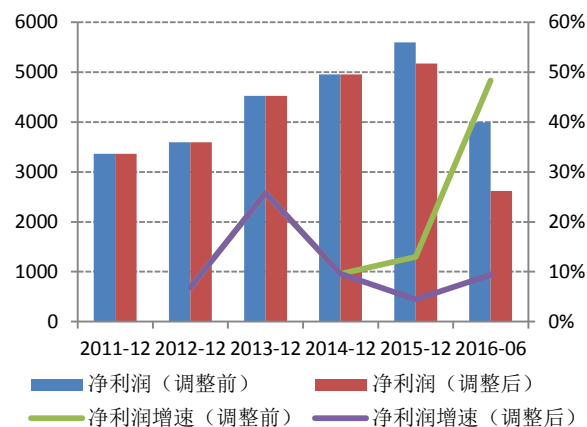
48.29%；对营业外收入和税收分别做调整后，2015 和 2016 年上半年归母净利润为 5,172.35 万元和 2,615.73 万元，同比增长 4.42%和 9.36%。

图 11 营业收入增长



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 12 净利润增长



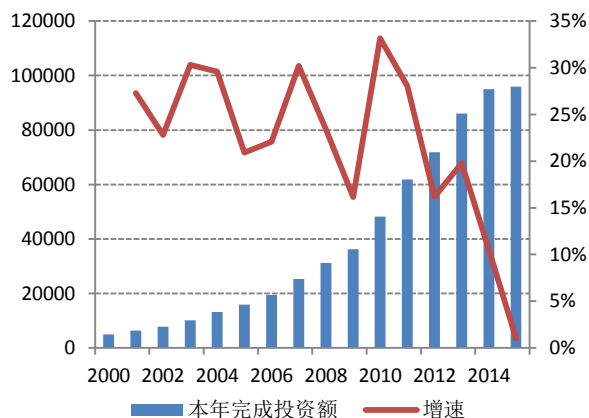
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 四、公司发展前景分析

### 1、全国房地产市场整体增长放缓

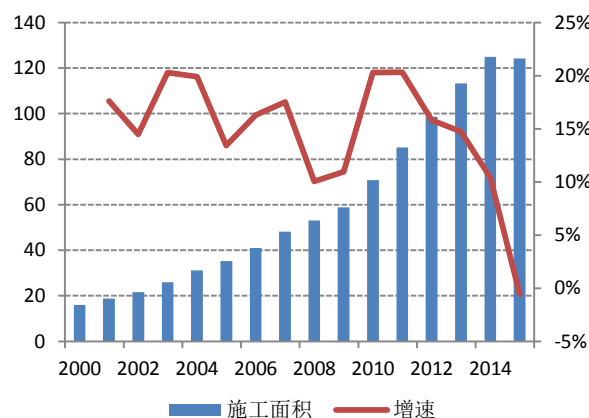
房地产行业是目前桩基和基坑围护的最大应用行业，主要包括住宅、办公楼、商铺等工程项目。过去十几年是房地产行业发展的黄金时期，2015 年我国房地产投资额达到 95,979 亿元，较 2000 年的 4,984 亿元增长了 1,826%。但自 2010 年以来，我国房地产开发投资及房屋施工面积的增速开始不断下滑，其中 2015 年投资额同比增长 0.99%、房屋施工面积同比下降 0.58%，房地产市场整体显露出较为明显的增长放缓态势。

图 13 全年房地产开发投资额 (亿元)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 14 房屋施工面积 (亿平方米)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 2、上海房地产建筑施工市场空间有限

公司目前主营业务收入主要来自上海地区的房地产业的桩基与基坑围护工程，虽然公司有向全国范围拓展业务的计划，但在公司业务拓展有实质性进展前，上海的房地产建筑施工市场仍将对公司业绩起决定性作用。

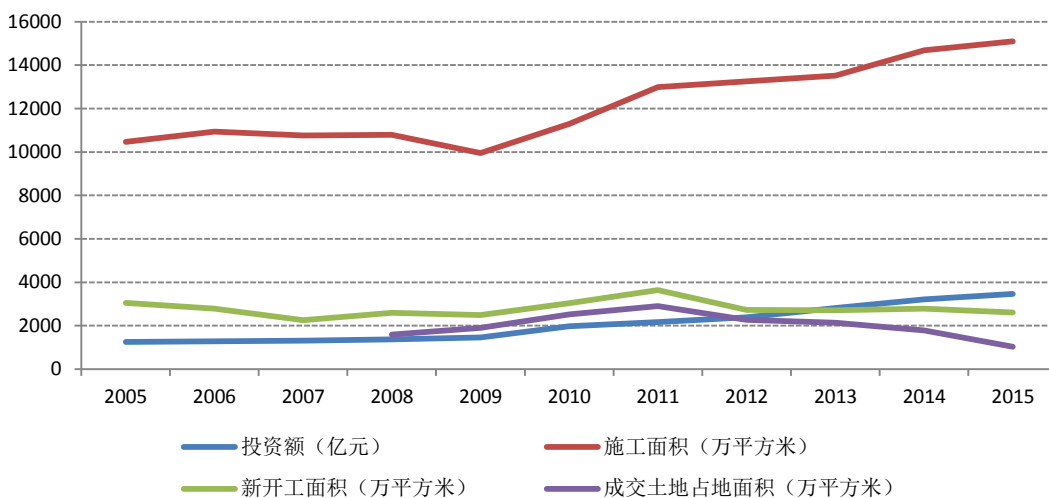
据统计，2015 年上海房地产开发投资额 3,468.94 亿元，2011~2015 年开发投资额的同比增速分别为 9.57%、9.72%、18.40%、13.72%、8.19%。

上海房地产成交土地占地面积在最近几年持续下滑，2011~2015 年成交土地占地面积分别为 2,902.80 万平方米、2,273.85 万平方米、2,133.59 万平方米、1,787.80 万平方米、1,036.38 万平方米。成交土地面积的逐年减少意味着将来可供施工面积的缩小。

上海房地产每年新开工面积虽然有所起伏，但整体来说基本稳定，尤其是近 4 年来每年基本维持在 2,700 万平方米左右。

上海房地产每年施工面积最近几年维持缓慢增长状态，2015 年同比增长 2.76%，2016 年 1-8 月同比增长 0.62%。

**图 15 上海房地产市场**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

我们认为，上海房地产投资额逐年持续增长，虽然意味着房地产市场的景气，但上涨的土地价格和施工成本是造成投资额增长的重要原因，其对上游行业（建筑施工）未必能产生足够推动作用。而上海成交土地面积持续减少、新开工面积保持平稳、施工面积低速增长，都表明上海房地产每年建筑施工工程量趋于稳定、市场增长空间有限，公司很难再享受行业整体快速发展带来的红利，必须通过自身努力争取在行业中分得更大的蛋糕。

### 3、行业整合有望逐步实现

近年来房地产投资带动建筑施工行业持续景气，吸引了众多企业的加入，导致业内中小企业数量众多，行业集中度低。截至 2016 年上半年，我国拥有地基与基础工程专业承包一级资质的企业超过 500 家。

由于规模较小、资金实力弱，没有能力承担造价较高的工程，众多小企业只能在造价较低的项目领域展开竞争，导致行业内中小项目的毛利率偏低。随着人力、原材料等成本的持续上行，小企业利润空间将不断收窄。此外，行业特点决定了项目施工过程中需要占用大量资金，而大多数小型企业很难从银行取得贷款，这一方面制约了企业发展；另一方面一旦资金周转出现问题，小企业将受到致命打击。同时，随着建筑可用地日趋紧张，建筑等级不断高级化，行业在发展的同时，对企业在施工效率、节能环保、施工质量等方面都提出了更高的要求，小企业将越来越难达到相应门槛。受以上因素的影响，建筑业小企业的生存压力日益增大，未来通过兼并、重组、淘汰等手法的行业大整合有望逐步实现。作为施工资质齐全、技术领先、资金充裕（成功募资后）的优秀大型施工企业，城地股份在未来的整合中有机会获得更高的市场份额。

### 4、募投项目进一步提升公司的技术和资金实力

城地股份本次募集资金的投资项目已经通过董事会和股东大会审批，并已取得政府主管部门的备案文件。公司将按照投资项目轻重缓急和募资的实际情况安排资金使用，具体计划如下：

**表 5 募集资金投资使用计划**

序号	项目名称	总投资额 (万元)	预计募集资金投入额 (万元)	项目备案情况
一	地基专用装备升级改造及补充配套运营资金项目	22,845.34	22,063.25	-
1	地基专用设备升级改造项目	16,360.42	15,578.33	已经上海市嘉定区发展和改革委员会备案
2	补充项目配套运营资金	6,484.92	6,484.92	-
二	技术中心项目	2,965.24	2,683.18	已经上海市嘉定区发展和改革委员会备案
三	补充公司流动资金	9,500.00	9,500.00	-

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

地基专用设备的升级将有效提升公司的施工能力。当下市场竞争日趋激烈，下游客户对施工单位所使用的机械设备的的要求不断增高，设备的拥有量及先进性已成为许多客户考核施工单位是否具备投标资格的一个重要条件。同时公司由于业务规模持续增长，但是现有设备在数量以及工效上的不足，导致部分设备常年处于满负荷运转，施工过程中损耗较大。地基专用设备的升级改造工程计划购置并组装 3 套桩基施工设备 CLP 工

法机和 9 套基坑围护设备 FCW 工法机, 预计达产后公司每年可新增桩基业务施工量 18.75 万米 (2015 年施工量 92.56 万米), 新增基坑围护业务施工量 101.25 万立方米 (2015 年施工量 115.40 万立方米), 将对公司的经营发展起到推动作用。

技术中心的建设将进一步提升公司技术研发能力。随着建设用地的日趋紧张以及对施工质量要求的持续提高, 新项目对建筑公司施工技术的要求也不断提升。公司在近年凭借自主研发的先进施工技术在市场中取得了一定的行业地位, 本次把募集资金投入到技术中心的建设, 对桩基与基坑围护技术进行不断深入的研究, 将提升公司技术创新能力, 为提高公司核心竞争力和保持持续发展动力提供支持。

## 五、盈利预测与估值

### 1、盈利预测

核心假设 1: 据公司经营业绩预估 (未经审计), 公司三季度营业收入为 10,000~14,000 万元; 1-9 月份营业收入为 42,574.49~46,574.49 万元, 归母净利润为 4,790.44~4,990.44 万元。我们采用较为谨慎的原则, 预估公司 2016 年四季度营业收入约 12,000 万元, 全年营业收入同比增长 5%;

核心假设 2: 虽然我们认为当前上海房地产建筑施工市场的增长空间有限, 但考虑到公司募资后对设备的升级和添置将有效提升公司产能、增加公司承接工程量, 并且可能向周边地区进行业务拓展, 我们给予公司 2017 年、2018 年营业收入分别同比 8% 和 12% 的增幅预估;

核心假设 3: 公司毛利率水平稳定在过去五年均值水平, 即 22%;

核心假设 4: 公司受益于“营改增”政策, 营业税/增值税及附加项占营业收入比重下降为 2%。

基于以上核心假设, 我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 58,335 万元、63,002 万元、70,562 万元; 归母净利润 6,150 万元、7,154 万元、7,988 万元。2016 年公司公开发行股票成功后, 公司股本将由 7,350 万增至 9,810 万, 对应 2016~2018 年 EPS 分别为 0.63 元、0.73 元、0.81 元。按照公司首次公开发行 12.13 元的定价, 公司发行时  $PE^{2016E}$  为 19.25X。

### 2、估值

目前 A 股上市公司中与城地股份主营业务相近的公司仅有中化岩土一家, 其  $PE^{2016E}$  为 41.88X。考虑到中化岩土同时具有通用航空以及传媒的概念题材, 我们认为其估值水平相较传统地基工程公司存在溢价。

我们进一步参考申万二级行业——专业工程的估值情况, 剔除  $PE^{2016E}$  在 80X 以上、2015 年营业收入 50 亿以上的公司后, 可比公司的  $PE^{2016E}$  中位数为 38.72X, 平均值为 39.03X, 其中收入、利润、ROE 的可比公司  $PE^{2016E}$  分别为 35.63X、40.40X、31.74X。



从公司上市后向可比公司估值看齐的短期逻辑来看,我们给予城地股份市盈率区间32~40X,短期目标价格区间20~25元。

**表 6 可比公司估值情况**

专业工程行业公司	PE <sup>2016E</sup>	2015 收入(万元)	2015 净利润(万元)	2015ROE (%)
方大集团	16.60	251,685.09	10,727.24	8.40
北方国际	31.74	428,152.66	21,885.22	15.07
杭萧钢构	34.22	371,188.59	12,051.04	8.52
三维工程	35.63	62,224.56	12,575.07	10.76
鸿路钢构	35.78	315,679.76	17,673.52	7.24
华建集团	38.72	422,282.61	14,664.29	19.32
东方铁塔	40.40	118,102.96	6,046.59	2.23
中化岩土	41.88	187,156.96	22,706.02	10.62
延华智能	47.78	109,602.28	10,222.39	10.70
富煌钢构	51.88	147,577.74	3,082.40	4.80
东华科技	54.65	362,182.52	17,907.34	9.38
城地股份	-	55,556.90	5,596.09	15.92

资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

## 六、风险提示

### 1、房地产市场调整风险

由于公司主要业务收入都来自上海地区的房地产基础工程施工,如果未来上海房地产市场出现较大调整,将会对公司经营产生重大不利影响。

### 2、应收账款回款风险

公司应收账款占公司流动资产的一大部分,且在近年逐渐上升,如果未来出现大额应收账款未能回收状况,将会对公司利润产生负面影响。

### 3、毛利率波动风险

由于各项目类型毛利率波动较大,可能会对盈利预测产生影响。

### 4、“营改增”税费变动风险

2016年开始实施“营改增”政策,公司税费情况将发生改变。由于税收政策较为复杂,且公司净利率较低,故实际税率与假设税率之间的偏差将对盈利预测产生影响。



## 5、市场估值水平波动风险

因使用可比公司进行相对估值，未来若出现板块整体估值波动，将对公司股价造成影响。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	59615.63	91411.34	93220.85	101434.18	<b>营业收入</b>	55556.90	58334.75	63001.52	70561.71
现金	4858.35	34915.00	32216.32	33126.38	营业成本	43226.36	45549.65	49193.62	55096.86
应收账款	24497.45	26250.64	28350.69	31752.77	营业税金及附加	1817.23	1166.69	1260.03	1411.23
其它应收款	1704.62	1645.28	1765.79	1961.00	销售费用	183.87	149.51	161.47	180.84
预付账款	5.00	5.00	5.00	5.00	管理费用	3464.39	3632.63	3923.24	4394.03
存货	28550.21	28595.42	30883.06	34589.02	财务费用	163.66	79.64	-468.21	-427.73
<b>非流动资产</b>	9539.38	10048.71	15725.03	19036.12	资产减值损失	694.00	564.99	564.99	564.99
固定资产	6417.05	5865.88	11488.67	15356.97	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	482.35	440.00	440.00	440.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1076.98	1054.16	1621.29	1586.43	<b>营业利润</b>	6007.38	7191.63	8366.38	9341.48
<b>资产总计</b>	69155.01	101460.05	108945.88	120470.30	营业外收入	488.98	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债</b>	32585.03	29300.76	29632.57	33169.16	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	4000.00	2000.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	6496.36	7191.63	8366.38	9341.48
应付账款	26314.01	25324.92	27350.91	30633.02	所得税	900.27	1042.13	1212.36	1353.66
其他应付款	2271.01	1975.84	2281.65	2536.14	<b>净利润</b>	5596.09	6149.51	7154.03	7987.83
<b>非流动负债</b>	1427.97	1027.97	1027.97	1027.97	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1027.97	1027.97	1027.97	1027.97	<b>归属母公司净利润</b>	5596.09	6149.51	7154.03	7987.83
其他	400.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	7373.49	8327.61	9476.80	11132.64
<b>负债合计</b>	34013.00	30328.73	30660.54	34197.13	EPS (元)	0.76	0.63	0.73	0.81
<b>股东权益</b>	35142.01	71131.32	78285.34	86273.17	<b>主要财务比率</b>				
股本	7350.00	9810.00	9810.00	9810.00	<b>会计年度</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
资本公积	9337.96	36717.76	36717.76	36717.76	<b>成长能力</b>				
留存收益	18454.05	24603.56	31757.59	39745.41	营业收入	55556.90	58334.75	63001.52	70561.71
归属母公司股东权益	35142.01	71131.32	78285.34	86273.17	营业利润	6007.38	7191.63	8366.38	9341.48
<b>负债和股东权益</b>	69155.01	101460.05	108945.88	120470.30	归属于母公司净利润	5596.09	6149.51	7154.03	7987.83
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	22.19%	21.92%	21.92%	21.92%
<b>会计年度</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	净利率	10.07%	10.54%	11.36%	11.32%
<b>经营活动现金流</b>	945.77	4951.81	6601.67	6534.64	ROE	15.92%	8.65%	9.14%	9.26%
净利润	5596.09	6149.51	7154.03	7987.83	ROIC	13.23%	8.38%	8.52%	8.73%
折旧摊销	713.47	1056.34	1578.63	2218.89	<b>偿债能力</b>				
财务费用	189.78	79.64	-468.21	-427.73	资产负债率	0.49	0.30	0.28	0.28
资产减值损失	694.00	564.99	564.99	564.99	流动比率	1.83	3.12	3.15	3.06
营运资金变动	-6087.17	-3023.32	-2176.38	-3766.67	速动比率	0.95	2.14	2.10	2.02
其它	-163.57	124.65	-51.39	-42.65	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-1064.44	-440.00	-7768.56	-6052.32	总资产周转率	0.80	0.57	0.58	0.59
固定资产投资	0.00	440.00	7166.56	6052.32	应收账款周转率	2.27	2.22	2.22	2.22
无形资产投资	0.00	0.00	602.00	0.00	存货周转率	1.51	1.59	1.59	1.59
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-502.80	27760.16	-1531.79	427.73	每股收益(最新摊薄)	0.76	0.63	0.73	0.81
短期借款	0.00	-2000.00	-2000.00	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.50	0.67	0.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	4.78	7.25	7.98	8.79
股权筹资	0.00	29839.80	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
股利及利息	0.00	79.64	-468.21	-427.73	P/E	15.96	19.35	16.63	14.90
其他	0.00	1.00	2.00	3.00	P/B	2.54	1.67	1.52	1.38
<b>现金净增加额</b>	-621.47	32271.98	-2698.67	910.06					

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

卢凌熙，CFA charter pending，美利坚大学金融硕士，三年证券从业经验

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434