

**城投控股(600649)**
**强烈推荐**
**行业：房地产开发**

## 重组方案获批，加速转型为资产管理公司

重组方案得到证监会核准批复，重大事项核实完毕，股票将于10月24日起复牌。

### 投资要点：

- ◆ **吸收合并、分立上市方案获证监会核准。** 城投控股向阳晨B股全体股东发行24459.6万股，以1:1的换股比例、15.50元/股的换股价格吸收合并阳晨B股。合并后的存续方城投控股（股本由298752.4万股增至323211.0万股）将安排全资子公司环境集团承接阳晨B股的全部资产、负债、业务等；被合并方阳晨B股将终止上市。**合并生效后，城投控股将环境集团以存续分立的方式实施分立，城投控股（股本252957.6万股）继续运营房地产及股权投资业务，环境集团变更为上海环境（股本70254.4万股），并申请其股份在上交所上市。**城投控股和阳晨B股的控股股东均为上海城投，实际控制人均为上海市国资委，交易完成后控股股东、实际控制人未发生变，不构成借壳上市。
- ◆ **毛利率回升，三费费率显著降低。** 16年上半年公司实现营业收入48.3亿元，同比增79.6%；归母净利润14.9亿元，由于去年同期投资收益金额较大同比降49.6%；归母扣非净利润10.7亿元，同比增29.5%。综合毛利率34.2%，较年初提升9.1个百分点；净负债率仅30%，较年初降低2个百分点，远低于行业平均；资产负债率49%，较年初降低4个百分点。预收账款36.7亿元较年初降12.4亿元。综合融资成本5.88%，较年初提升0.21个百分点。此外，公司预计前三季度归母净利润约31.3亿元，由于去年同期出售股票取得的投资收益金额较大，同比减少约38%。
- ◆ **资产管理业务发展迅猛，大有可为。拓展投资渠道，完善业务布局。** 截至上半年末，公司持有金融股权市值约129.8亿元，持有成本28.9亿元，账面浮盈100.9亿元。参与弘毅八期基金投资，并计划以不超过7.5亿元全额参与西部证券募资配股工作。旗下诚鼎基金于新增投资项目5个，其中定增2个，PE3个，累计投资金额3.4亿元。截至16H，诚鼎基金累计投资项目67个，其中PE42个，定增25个，累计投资额57.4亿。
- ◆ **本次重组获准将加速公司转型为以城市基础设施及相关领域为主要投资方向的综合性资产管理集团，发展模式由重资产向轻资产转型，模式独特，长期高增长发展值得期待。RNAV 20元/股，暂不调整盈利预测，预计16-18年营业收入为87、115、147亿元，同比增速分别为9%、33%、28%，三年复合增速22.5%；16-18年以吸收合并后总股本摊薄EPS为0.74、0.87、0.96元，三年复合增长-7.5%，对应当前股价PE20、17、15倍，6个月目标价20元，对应16年PE27倍，维持“强烈推荐”评级。**
- ◆ **风险提示：**市场波动剧烈、资产重组进度不及预期、政策调控影响风险偏好。

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7977	8674	11502	14665
收入同比(%)	62%	9%	33%	28%
归属母公司净利润	3612	2376	2801	3088
净利润同比(%)	83%	-34%	18%	10%
毛利率(%)	25.1%	24.7%	25.6%	25.3%
ROE(%)	17.8%	10.4%	11.1%	11.1%
每股收益(元)	1.12	0.74	0.87	0.96
P/E	12.85	19.54	16.57	15.03
P/B	2.29	2.03	1.84	1.67
EV/EBITDA	7	10	9	8

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

### 参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价： 20**

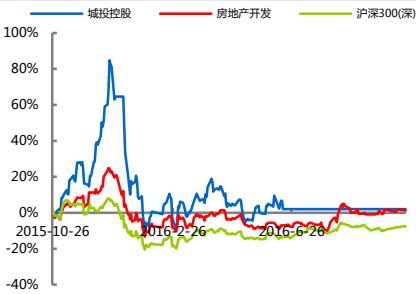
当前股价： 14.36

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	2,988
流通股本(百万股)	2,988
总市值(亿元)	429
流通市值(亿元)	429
成交量(百万股)	48.82
成交额(百万元)	716.94

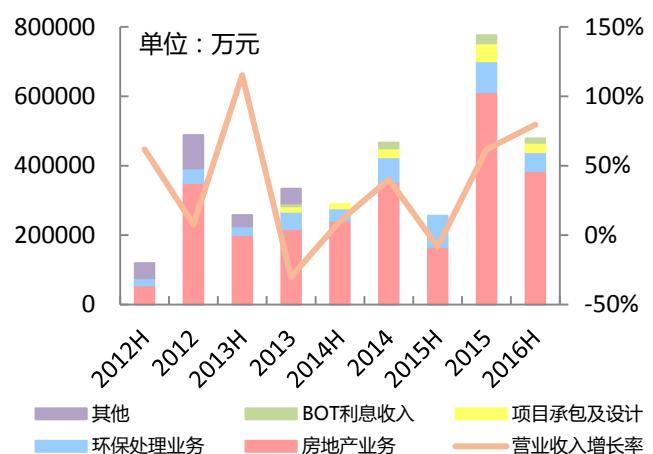
### 股价表现



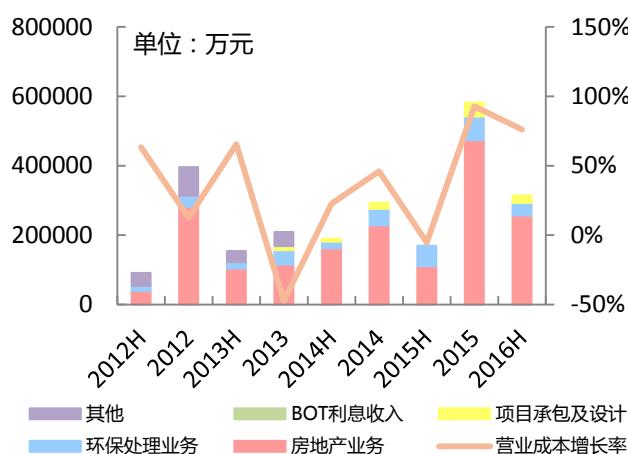
### 相关报告

《城投控股-重组进行时，静待结构升级》

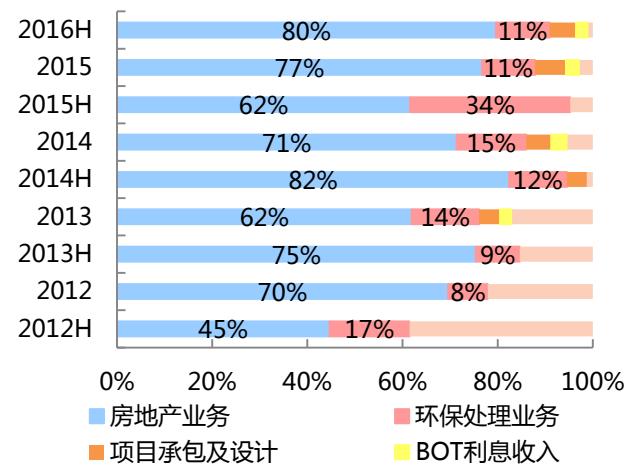
2016-04-10

**图 1 各业务营业收入历年变化**

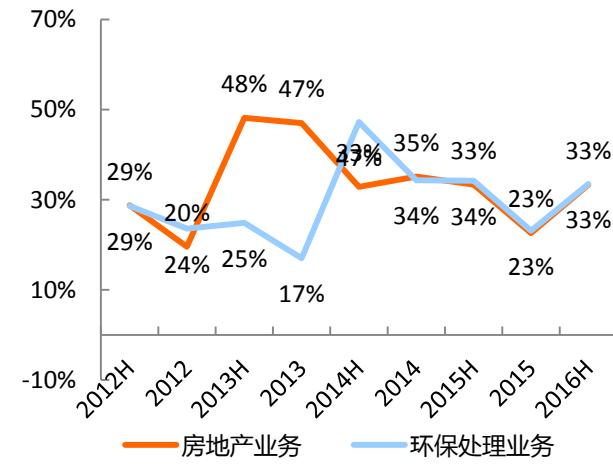
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

**图 2 各业务营业成本历年变化**

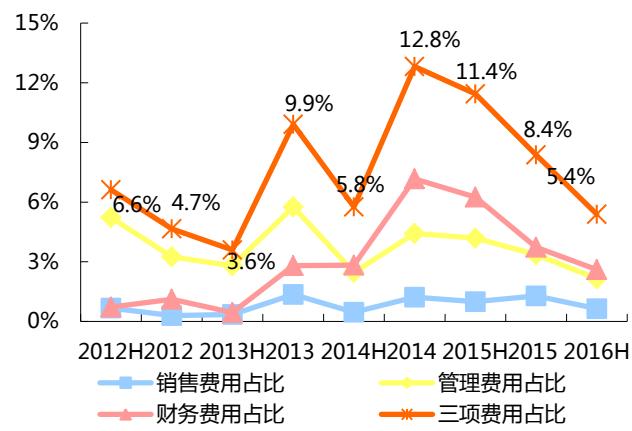
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

**图 3 各业务占比变化**

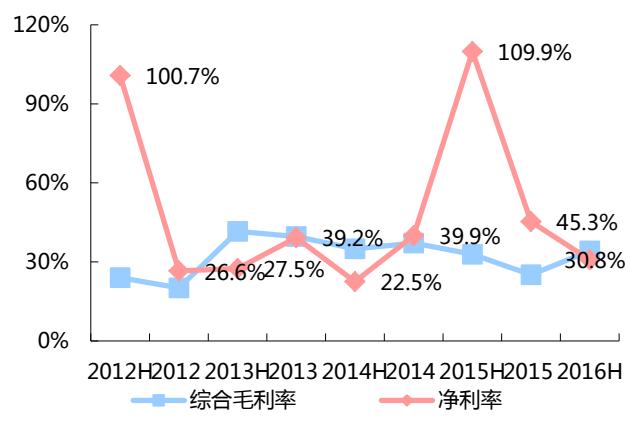
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

**图 4 各业务毛利率变化**

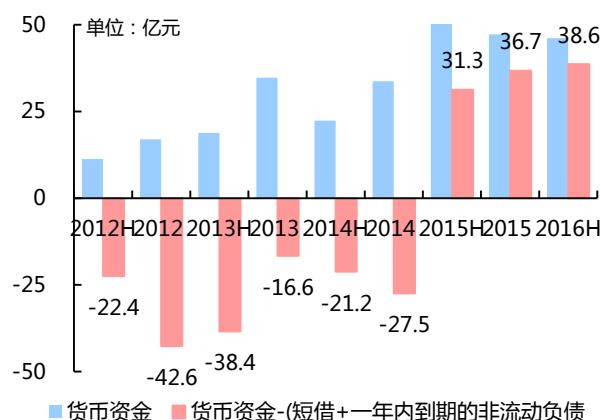
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

**图 5 三费水平**

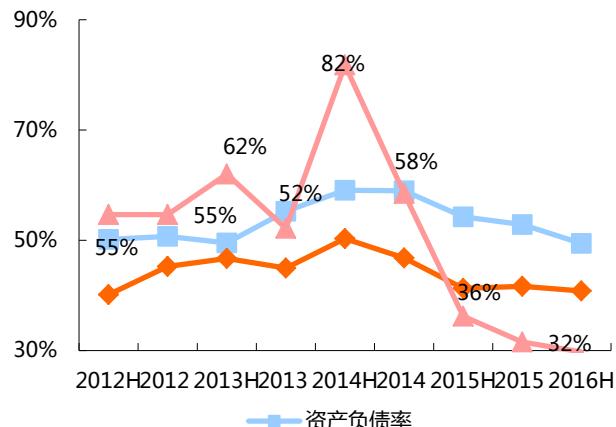
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 6 综合毛利率和净利率**

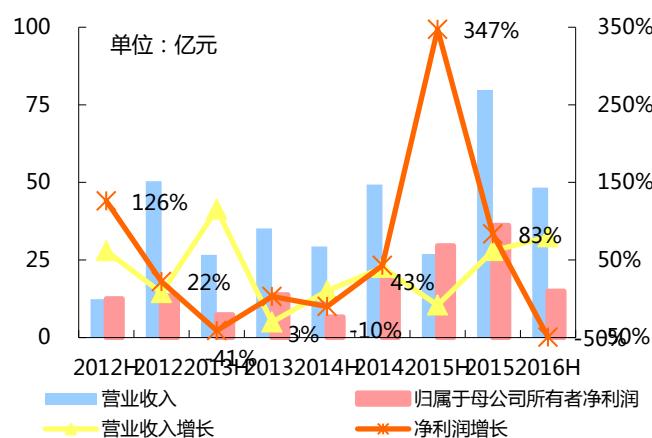
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 7 货币资金和短期负债**

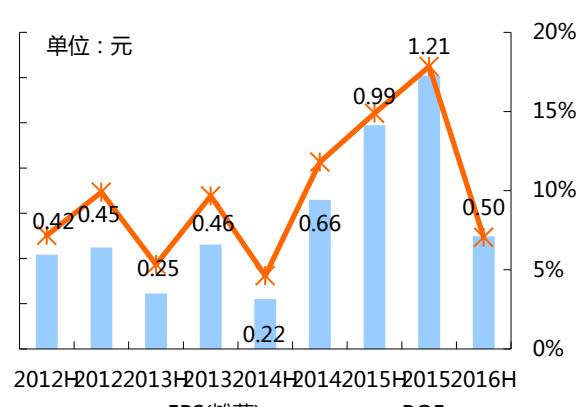
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 8 负债水平**

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 9 经营情况**

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 10 EPS 和 ROE**

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 1 合并完成后股本结构**

股东	城投控股			阳晨 B 股			合并后存续的城投控股		
	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)
上海城投	1,362,745,675	45.61%	138,996,000	56.83%	1,501,741,675	46.46%			
A 股公众股东	1,624,777,843	54.39%	-	-	1,624,777,843	50.27%			
B 股公众股东	-	-	105,600,000	43.17%	105,600,000	3.27%			
合计	2,987,523,518	100.00%	244,596,000	100.00%	3,232,119,518	100.00%			

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**表 2 分立后股本结构**

股东	合并后存续方		城投控股(存续方)		上海环境(分立方)	
	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
上海城投	1,501,741,675	46.46%	1,175,318,279	46.46%	326,423,396	46.46%
A 股公众股东	1,624,777,843	50.27%	1,271,610,910	50.27%	353,166,933	50.27%
B 股公众股东	105,600,000	3.27%	82,646,445	3.27%	22,953,555	3.27%
合计	3,232,119,518	100.00%	2,529,575,634	100.00%	702,543,884	100.00%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**附：财务预测表****资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	23072	21229	22247	23899
现金	4720	3984	6381	9310
应收账款	369	401	532	678
其它应收款	314	341	453	577
预付账款	151	164	217	277
存货	16677	15822	14071	12416
其他	842	516	594	641
<b>非流动资产</b>	20747	19175	20178	20575
长期投资	8139	8139	8139	8139
固定资产	271	339	397	444
无形资产	3083	3163	3268	3415
其他	9254	7533	8374	8577
<b>资产总计</b>	43819	40404	42425	44474
<b>流动负债</b>	11427	10547	10776	10177
短期借款	416	416	416	416
应付账款	3144	2602	2875	2933
其他	7867	7529	7484	6828
<b>非流动负债</b>	11734	6568	6047	6074
长期借款	4834	2334	1534	1034
其他	6900	4235	4513	5040
<b>负债合计</b>	23160	17115	16823	16251
少数股东权益	411	420	430	442
股本	2988	3232	3232	3232
资本公积	4111	4111	4111	4111
留存收益	11842	15525	17829	20438
归属母公司股东权益	20248	22869	25172	27781
<b>负债和股东权益</b>	43819	40404	42425	44474

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3144</b>	563	1979	2136
净利润	3625	2385	2812	3100
折旧摊销	173	178	188	198
财务费用	<b>297</b>	220	126	77
投资损失	<b>-3691</b>	<b>-2200</b>	<b>-2200</b>	<b>-2000</b>
营运资金变动	<b>2770</b>	428	<b>837</b>	<b>667</b>
其它	-30	<b>-448</b>	<b>216</b>	94
<b>投资活动现金流</b>	<b>1690</b>	2367	<b>1414</b>	<b>1543</b>
资本支出	1755	100	100	100
长期投资	<b>2922</b>	<b>-489</b>	435	<b>65</b>
其他	<b>6368</b>	<b>1978</b>	<b>1949</b>	<b>1708</b>
<b>筹资活动现金流</b>	-3470	-3666	<b>-996</b>	<b>-750</b>
短期借款	<b>-3384</b>	<b>0</b>	0	0
长期借款	873	-2500	-800	-500
普通股增加	0	245	0	0
资本公积增加	<b>518</b>	0	0	0
其他	-1476	<b>-1410</b>	<b>-196</b>	<b>-250</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>1364</b>	-735	<b>2396</b>	2929

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	7977	8674	11502	14665
营业成本	5973	6536	8562	10959
营业税金及附加	552	600	796	880
营业费用	102	111	148	188
管理费用	268	292	387	493
财务费用	<b>297</b>	220	126	77
资产减值损失	-39	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3691	2200	2200	2000
<b>营业利润</b>	4514	3115	3684	4068
营业外收入	75	75	75	75
营业外支出	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	4579	3180	3749	4133
所得税	954	795	937	1033
<b>净利润</b>	3625	2385	2812	3100
少数股东损益	13	9	11	12
<b>归属母公司净利润</b>	3612	2376	2801	3088
EBITDA	4984	3513	3998	4343
EPS (元)	1.21	0.74	0.87	0.96
<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	61.8%	8.7%	32.6%	27.5%
营业利润	85.2%	-31.0%	18.3%	10.4%
归属于母公司净利润	83.5%	-34.2%	17.9%	10.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.1%	24.7%	25.6%	25.3%
净利率	45.3%	27.4%	24.4%	21.1%
ROE	17.8%	10.4%	11.1%	11.1%
ROIC	24.7%	16.5%	19.8%	22.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.9%	42.4%	39.7%	36.5%
净负债比率	25.39%	25.68%	23.21%	19.80%
流动比率	2.02	2.01	2.06	2.35
速动比率	0.56	0.51	0.76	1.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.19	0.21	0.28	0.34
应收账款周转率	26	22	24	24
应付账款周转率	1.81	2.27	3.13	3.77
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.12	0.74	0.87	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	<b>0.97</b>	0.17	0.61	0.66
每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.08	7.79	8.60
<b>估值比率</b>				
P/E	12.85	19.54	16.57	15.03
P/B	2.29	2.03	1.84	1.67
EV/EBITDA	7	10	9	8

## 相关报告

### 报告日期 报告标题

2016-04-10 《城投控股-重组进行时，静待结构升级》

## 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

李少明，中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师，工商管理硕士，20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝，中投证券房地产行业分析师，中国人民大学经济学硕士。

郭 泰，中投证券房地产行业分析师，伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤，中投证券房地产行业分析师，香港科技大学商学院经济学学硕士。

## 免责条款

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，旨为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

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

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

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