

城投控股 (600649.SH) 深耕上海筑根基，城市更新启未来

2025年03月19日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远（联系人）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

日期	2025/3/19
当前股价(元)	4.24
一年最高最低(元)	5.97/3.06
总市值(亿元)	107.25
流通市值(亿元)	107.25
总股本(亿股)	25.30
流通股本(亿股)	25.30
近3个月换手率(%)	60.66

股价走势图



数据来源：聚源

● 背靠上海城投，深耕上海，城市更新土储充裕，给予“买入”评级

城投控股背靠上海城投集团，深耕上海多年，待结转资源充足，后续在上海城市更新积极推动下，有望获取更多优质土储。同时公司保障房运营经验丰富，投融资管退路径清晰，投资业务有望持续增厚公司利润。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.2、18.4、20.8 亿元，EPS 分别为 0.28、0.73、0.82 元，当前股价对应 PE 为 14.9、5.8、5.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 开发业务深耕上海，项目储备价值高

受项目拿地和推盘周期性变化影响，公司近年销售规模有所波动，2024 年得益于黄浦区露香园二期项目入市，以及长宁区青溪云邸、杨浦区兴华里等项目热销，公司实现签约销售金额 175.3 亿元，同比增长 113%，为历年销售金额新高，销售均价超 15 万元/平。公司 2024 年新增黄浦小东门组团地块和闵行华漕镇项目，拿地总价近百亿。公司已售未结转资源较充裕，预估 2025 年结转货值有望超过 150 亿元。2024 年 9 月，公司公告拟分别与闵行区浦江镇政府和华漕镇政府签订改造项目合作协议，将有效补充公司未来土地储备。

● 资产投融资管退路径清晰，投资业务增厚利润

公司资产运营业务涵盖办公、商业和租赁住房，截至 2024 年末，出租总面积 32.57 万方，同比增长 5%，租金收入 2.98 亿元，同比增长 1%。公司积极参与上海市租赁住房业务建设，首批布局的八大租赁社区全部投入运营，于 2024 年 1 月发行了规模最大的保租房公募 REITs，募集规模 30.50 亿元，供应近 3000 套租赁住房。公司投资板块平稳运作，截至 2024H1 持有已上市证券市值约 38.18 亿元。

● 待结转资源充裕，现金流情况稳健

2023 年以来由于房地产项目开发结转节奏差异，整体收入有所下降，截至 2024Q3，公司合同负债+预收账款规模达 155.6 亿元，可覆盖 2023 年收入 6.1 倍，待结转资源较充裕；在手现金达 90.9 亿元，同比增长 101%。截至 2024H1，公司有息负债 405.3 亿元，同比下降 3.6%，资产负债率和净负债率分别为 73.7% 和 147.7%，负债结构有所优化；融资成本降至 4.05%，较年初压降 12BPs。

● 风险提示：上海销售市场下行、公司城市更新拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,468	2,559	8,396	15,986	18,083
YOY(%)	-7.9	-69.8	228.1	90.4	13.1
归母净利润(百万元)	783	415	720	1,842	2,077
YOY(%)	-14.1	-46.9	73.2	156.0	12.7
毛利率(%)	9.9	40.3	23.6	27.8	28.0
净利率(%)	9.2	16.2	8.6	11.5	11.5
ROE(%)	3.6	1.6	3.4	8.1	8.5
EPS(摊薄/元)	0.31	0.16	0.28	0.73	0.82
P/E(倍)	13.7	25.8	14.9	5.8	5.2
P/B(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 聚焦三大板块业务，整体经营情况稳健.....	4
1.1、 上海城投集团控股，业务聚焦地产开发运营.....	4
1.2、 前三季度业绩边际承压，待结转资源充裕.....	6
2、 开发业务深耕上海，项目储备价值高.....	7
2.1、 露香园二期入市，销售金额创新高.....	7
2.2、 深耕上海城市更新，储备土地安全垫高.....	9
3、 资产投融资管退路径清晰，投资业务增厚利润.....	11
3.1、 资产运营有序扩张，REITs 出表盘活资产.....	11
3.2、 投资板块平稳运作，增厚公司利润.....	12
4、 有息负债压降，现金流情况稳健.....	13
5、 盈利预测与投资建议.....	15
6、 风险提示.....	16
附： 财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1： 公司发展三十余年成为多元化发展的综合型公司.....	4
图 2： 2008 年公司重大资产重组注入环境集团和置地集团.....	4
图 3： 2016 年公司通过吸收合并+分立上市形式置出环境集团.....	5
图 4： 公司控股股东上海城投集团由上海市国资委全资控股.....	5
图 5： 公司 2024 年前三季度收入同比下降 33.8%.....	6
图 6： 截至 2024Q3 公司待结转资源较充裕.....	6
图 7： 公司 2023 年以来结转收入有所下降.....	6
图 8： 公司 2023 年以来结转面积有所下降.....	6
图 9： 公司 2024 年前三季度归母净利润亏损.....	7
图 10： 公司 2024 年前三季度毛利率保持相对稳定.....	7
图 11： 公司 2024 年销售金额同比增长 113%.....	7
图 12： 公司 2024 年销售均价超 15 万元/平.....	7
图 13： 公司 2024 年新开工面积同比下降 62%.....	8
图 14： 公司 2024 年竣工面积同比下降 34%.....	8
图 15： 露香园二期高层业态于 2024 年全部入市.....	9
图 16： 公司 2024 年拿地金额近百亿.....	10
图 17： 公司 2021 年以来拿地均价均超 5 万元/平.....	10
图 18： 我们预计公司 2025 年结转收入有望超过 150 亿元.....	10
图 19： 公司截至 2024 年末出租总面积同比增长 5%.....	11
图 20： 公司 2024 年公司出租总收入同比增长 1%.....	11
图 21： 2024 年前三季度公司投资收益同比增长 9.1%.....	12
图 22： 公司 2024H1 有息负债同比下降 3.6%.....	13
图 23： 公司 2024H1 末资产负债率和净负债率分别为 73.7%和 147.7%.....	13
图 24： 公司 2024H1 平均融资成本降至 4.05%.....	13
图 25： 公司 2024Q3 末在手现金同比增长 101%.....	14
图 26： 公司 2024Q3 末实现经营性现金流净额 57.7 亿元.....	14

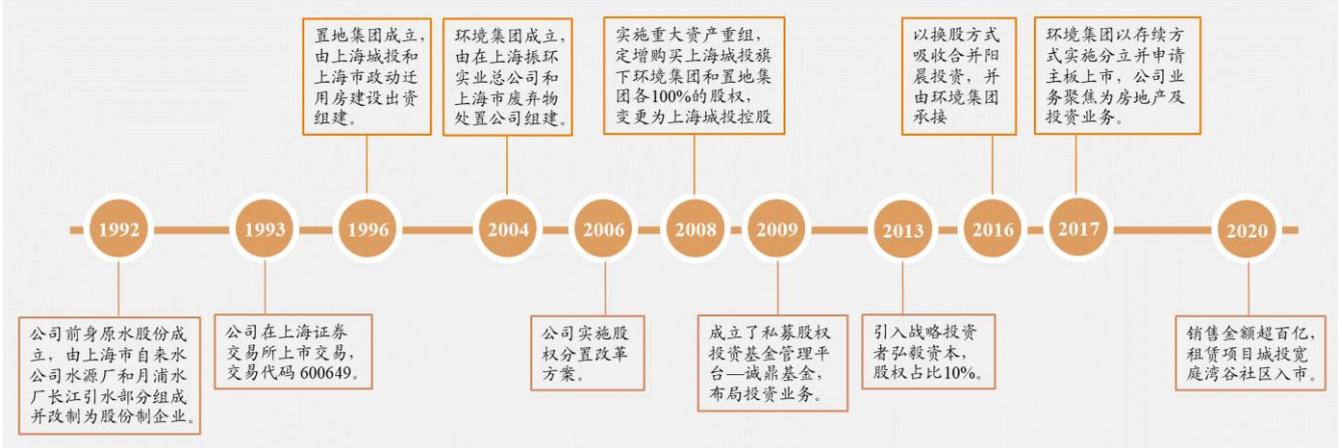
图 27: 公司分红派息水平较稳定	14
表 1: 公司 2024 年在上海有五个项目开盘.....	8
表 2: 截至 2023 年末露香园一期共结转货值 137 亿元.....	8
表 3: 公司公告参与闵行两城中村改造项目.....	11
表 4: 公司首批布局的八大租赁社区全部投入运营.....	11
表 5: 国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REIT 是发行规模最大的保障房 REITs.....	12
表 6: 公司公开市场融资畅通, 利率较低	14
表 7: 我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长	15
表 8: 公司 2024-2026 年 PE 估值低于可比公司均值.....	16

1、聚焦三大板块业务，整体经营情况稳健

1.1、上海城投集团控股，业务聚焦地产开发运营

上海城投控股股份有限公司（下称“城投控股”、“公司”）是以地产开发、运营、金融为主业，围绕地产产业链开展相关布局的综合型公司。公司前身于1992年成立，1993年上市，发展三十余年，深耕上海房地产市场，积累了丰富的项目开发经验，拥有商品房、保障房、租赁住宅、办公、商业、科技园区等多元化的产品体系，形成了与城投产业链协同发展以及公司开发、运营与金融三大板块相融合的双循环格局，为各版块业务的开展提供了有力的支持和保障。

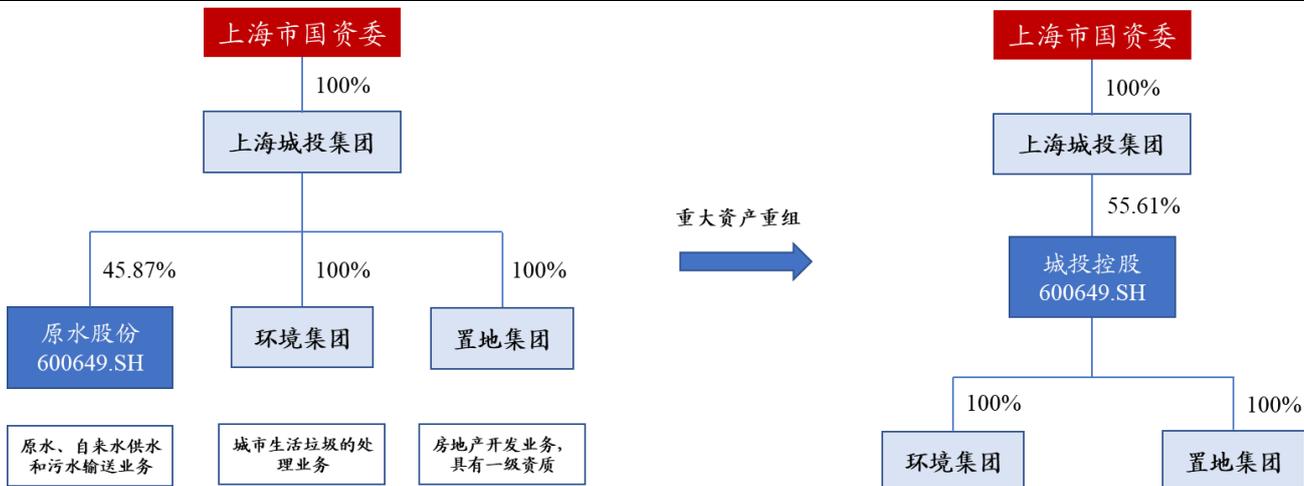
图1：公司发展三十余年成为多元化发展的综合型公司



资料来源：公司公告、第一财经、开源证券研究所

公司前身原水股份主营业务为原水、自来水供水和污水输送业务，于1992年成立，1993年在上交所上市（证券交易代码 600649.SH）。2008年，公司通过重大资产重组，实施定增购买大股东上海城投旗下环境集团和置地集团各100%的股权，将生活垃圾处理业务和地产开发业务注入，变更为上海城投控股股份有限公司。

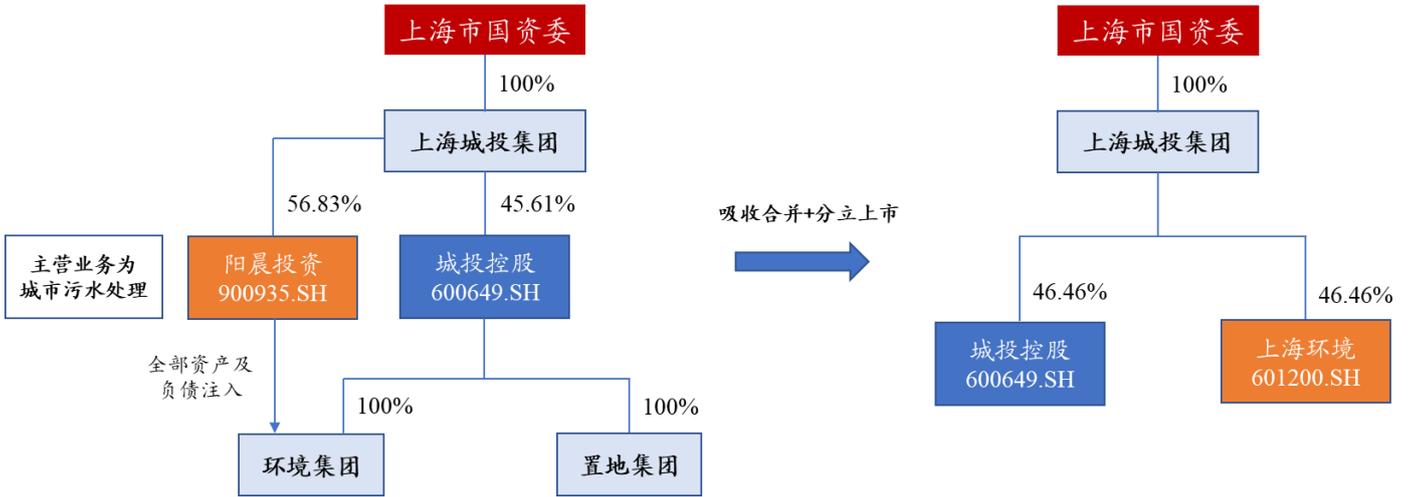
图2：2008年公司重大资产重组注入环境集团和置地集团



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2016年，公司以1:1换股的方式吸收合并阳晨B股，并安排环境集团承接阳晨B股全部资产及负债。2017年，环境集团以存续方式实施分立并申请主板上市，公司业务聚焦为房地产及投资业务。

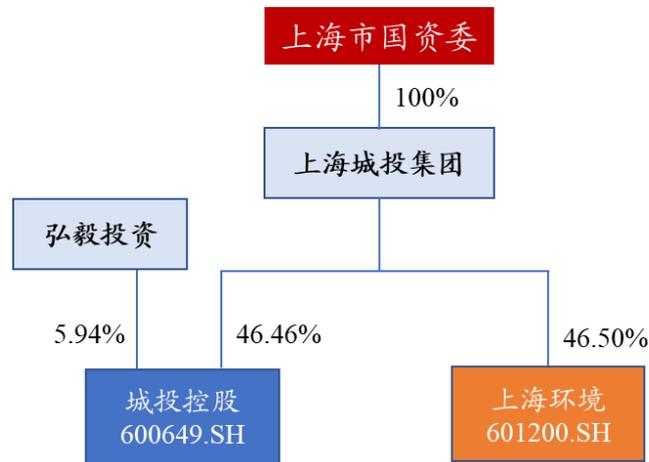
图3：2016年公司通过吸收合并+分立上市形式置出环境集团



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

公司控股股东上海城投集团是上海市国资委全资控股的公司，已发展成为了城市基础设施投资、建设、运营管理的国有特大型企业集团，主要业务为路桥、水务、环境、置业四大业务板块，已完成百余项市重大工程的投资建设任务，旗下拥有城投控股及上海环境两大上市公司，综合实力较强。截至2025年1月27日，上海城投对公司持股46.46%，自2016年以来持股比例保持不变，二股东弘毅投资为2013年引入的战略投资者，持股5.94%。

图4：公司控股股东上海城投集团由上海市国资委全资控股

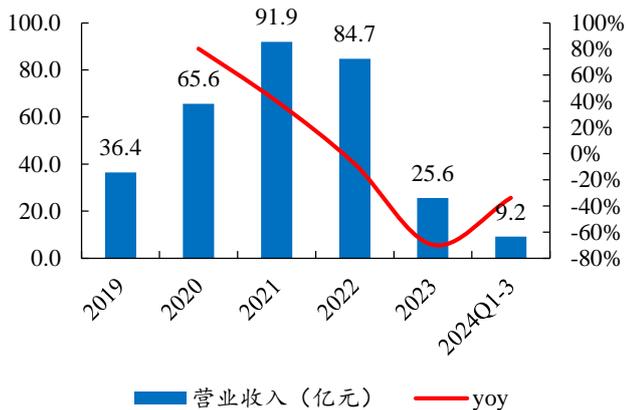


资料来源：Wind、开源证券研究所（股权数据截至2025年1月27日）

1.2、前三季度业绩边际承压，待结转资源充裕

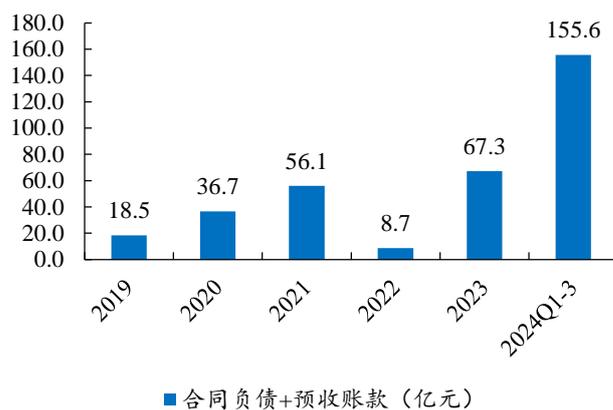
公司业务可分成地产开发、房产运营和投资业务三部分，收入来源主要由开发结转收入贡献，2019-2021 年结转收入占比超 95%，2023 年以来由于房地产项目开发结转节奏差异，结转规模较少，整体收入有所下降，2024 年前三季度实现收入 9.2 亿元，同比下降 33.8%。截至 2024Q3，公司合同负债+预收账款规模达 155.6 亿元，可覆盖 2023 年收入 6.1 倍，待结转资源较充裕。

图5：公司 2024 年前三季度收入同比下降 33.8%



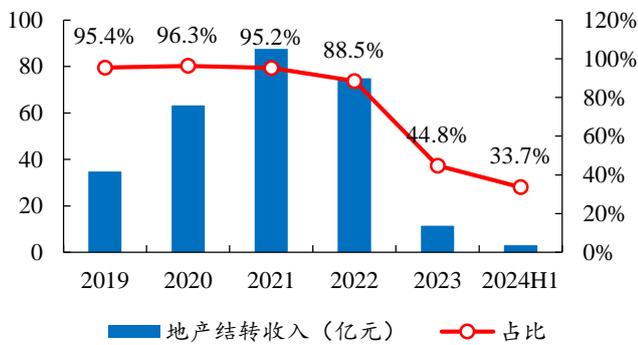
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：截至 2024Q3 公司待结转资源较充裕



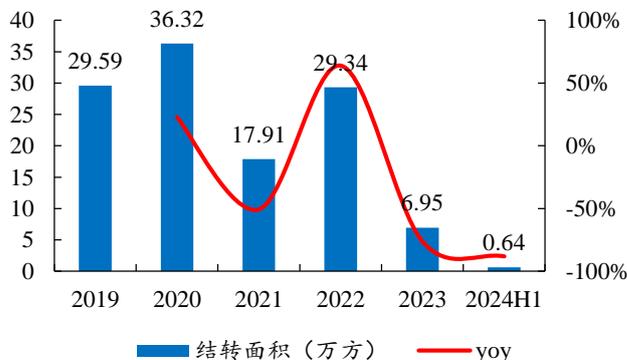
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司 2023 年以来结转收入有所下降



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

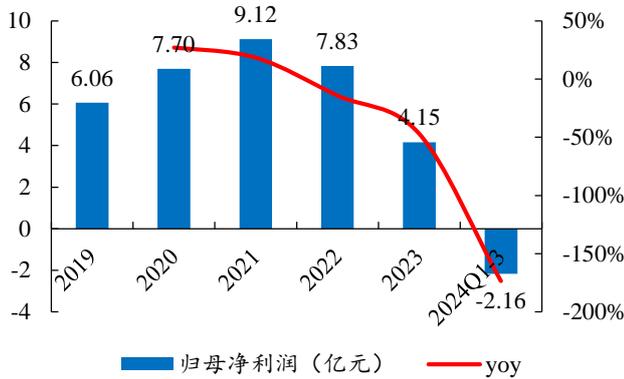
图8：公司 2023 年以来结转面积有所下降



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

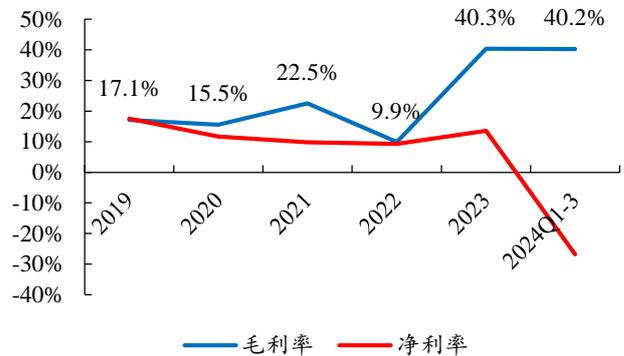
同样受地产结转周期影响，公司 2023 年以来利润表现有所下降，虽然毛利率相对较稳定，但 2024 年前三季度由于结转收入减少、成本支出增加，公司归母净利润亏损 2.16 亿元(2023 年同期盈利 2.95 亿元)，我们看好四季度公司项目陆续结转后，整体利润情况能够扭亏为盈。

图9：公司 2024 年前三季度归母净利润亏损



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司 2024 年前三季度毛利率保持相对稳定



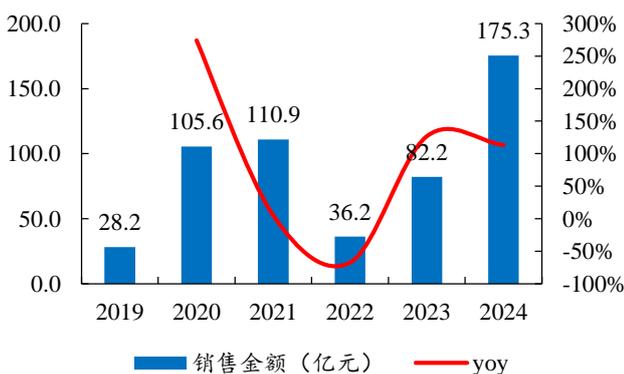
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、开发业务深耕上海，项目储备价值高

2.1、露香园二期入市，销售金额创新高

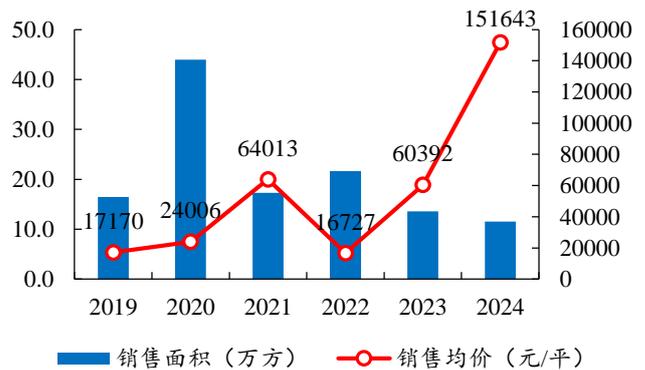
受项目拿地和推盘周期性变化影响，公司近年销售规模有所波动，2024 年得益于黄浦区露香园二期项目入市，以及长宁区青溪云邸、杨浦区兴华里等项目热销，公司实现签约销售金额 175.3 亿元，同比增长 113%，为历年销售金额新高；实现销售面积 11.6 万方，同比下降 15%；在露香园项目较高售价的加持下，销售均价超 15 万元/平。

图11：公司 2024 年销售金额同比增长 113%



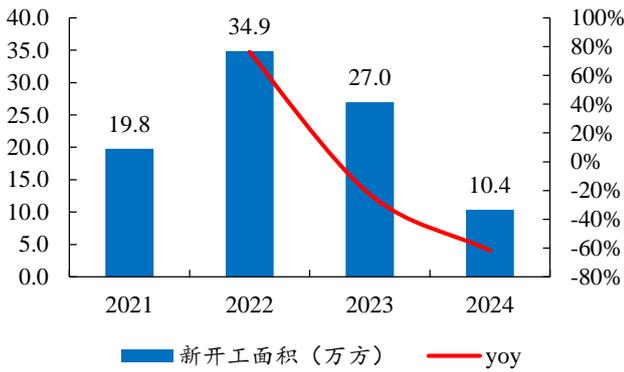
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司 2024 年销售均价超 15 万元/平

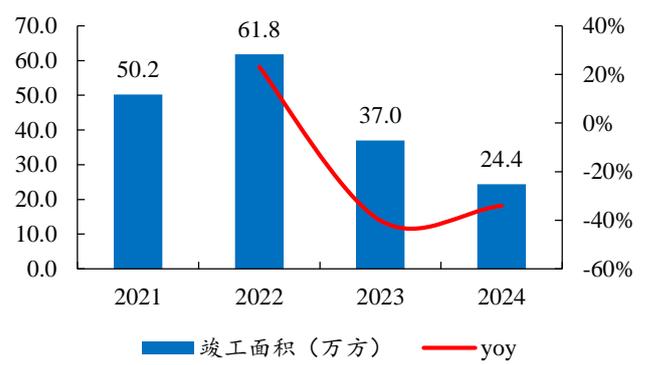


数据来源：公司公告、开源证券研究所

从开工数据来看，公司 2024 年新开工面积 10.4 万方，同比下降 62%；竣工面积 24.4 万方，同比下降 34%。公司 2024 年新开工主要集中在上半年，包括璟云里二期东区、兴华里项目，开工面积有所下降但区位均分布在上海各区核心位置。

图13: 公司 2024 年新开工面积同比下降 62%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 公司 2024 年竣工面积同比下降 34%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司 2024 年开盘项目主要包括:(1)位于黄浦区老西门板块的露香园二期 A/B/D 地块, 高层均价超 16 万元/平; (2) 位于长宁区西郊板块的青溪云邸项目, 均价达 12.4 万元/平; (3) 位于杨浦区东外滩板块的兴华里项目, 均价达 12 万元/平。据我们预估, 截至 2025 年 2 月末, 三个项目贡献销售额约 162 亿元。

表1: 公司 2024 年在上海有五个项目开盘

项目	区域	开盘日期	开盘面积 (万方)	开盘套数 (套)	已售套数 (套)	销售均价 (元/平)	预估货值 (亿元)
露璟庭 (B 地块)	黄浦老西门	2024/3/16	3.78	177	173	163000	62
香境里 (D1 高层)	黄浦老西门	2024/3/16	1.53	85	83	163000	25
青溪云邸	长宁西郊	2024/10/15	-	45	45	124000	15
露璟庭 (A 地块)	黄浦老西门	2024/11/25	5.70	150	82	176000	100
兴华里	杨浦东外滩	2024/12/24	0.94	106	72	120000	11

数据来源: 上海市房地产交易中心、观点网等、开源证券研究所 (已售套数截至 2025 年 2 月末)

公司深耕多年的露香园项目位于黄浦区核心的老城厢地段, 直线距离人民广场、淮海路、新天地、外滩、豫园等上海地标性区域均不超过 1.5 公里, 公司大股东上海城投深耕黄浦老城厢板块多年, 2002 年上海市政府正式将改造老城厢西北块 (露香园区域) 的任务交于黄浦区政府和上海城投两方, 2009 年, 露香园一期开工, 并于 2021 年 9 月交付。作为露香园项目主要开发主体, 公司截至 2023 年末共结转项目货值 137 亿元。

表2: 截至 2023 年末露香园一期共结转货值 137 亿元

露香园一期结转货值/亿元	2019 年及之前	2020	2021	2022	2023	合计
露香园 (低区)		15.7	55.3	12.3	3.4	
露香园 (高区)	46.7	2.0	0.6	0.7	0.1	137
露香园 (动拆迁房)		-	-	-	0.05	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2021 年 1 月, 公司与上海城投以 176 亿元总价摘得露香园二期地块, 住宅开发

体量超 13.8 万方，平均楼面价达 89567 元/平，以地上商业+住宅计容面积，楼板价约 93500 元/平，若扣除保障房面积，楼板价则为约 97000 元/平。根据规划，露香园二期可售住宅部分为四个大地块，由 10.94 万方高层住宅、2.44 万方联排别墅、5.22 万方商业，以及若干风貌建筑组成。截至 2025 年 2 月底，露香园二期 A、B、D1 地块的高容积率产品全部入市，仅剩 C1、C2 的低密度产品暂未开盘。

图15：露香园二期高层业态于 2024 年全部入市

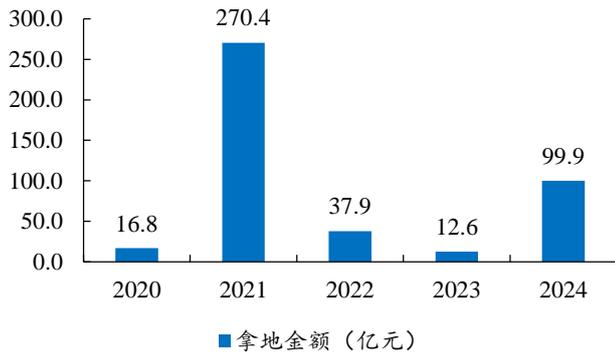


资料来源：上海市房地产交易中心、乐居房情报、奥维地图、开源证券研究所

2.2、深耕上海城市更新，储备土地安全垫高

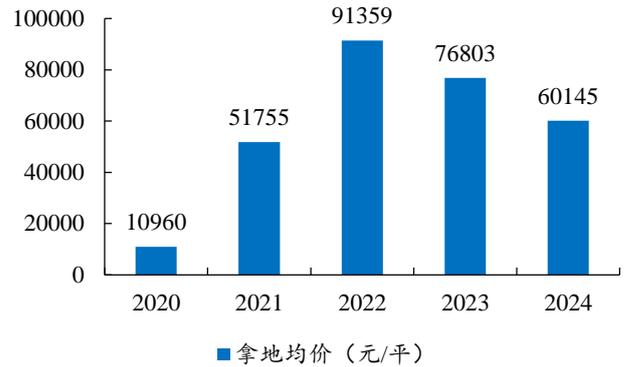
2019 年以来，公司新增拿地均位于上海市，其中 2021 年拿地包括露香园二期项目在内的 5 个项目，拿地总价超 270 亿元，2022 年新增杨浦平凉项目和长宁西郊项目，2023 年新增杨浦东外滩项目，2024 年新增黄浦小东门组团地块和闵行华漕镇项目，拿地总价近百亿。

图16: 公司 2024 年拿地金额近百亿



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 公司 2021 年以来拿地均价均超 5 万元/平



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从公司 2020 年来拿地的项目储备来看, 已售未结转资源较充裕, 2025 年有望结转露香园二期部分地块、徐汇汇樾庭、虹盛里、高阳新里、青溪云邸等项目, 预估结转货值有望超过 150 亿元。

图18: 我们预计公司 2025 年结转收入有望超过 150 亿元



资料来源: 公司公告、上海市房地产交易中心、奥维地图等、开源证券研究所

2024 年 9 月, 公司公告拟分别与闵行区浦江镇政府和华漕镇政府签订改造项目合作协议, 投资建设杜行老街“城中村”改造项目和诸翟“城中村”改造项目, 投资总金额超 183 亿元, 我们估算两项目货值超 200 亿元, 将有效补充公司未来土地储备, 也意味着公司旧改项目从黄浦、虹口等区域扩张至闵行区, 进一步加深了上

海城市更新布局。

表3：公司公告参与闵行两城中村改造项目

区域	项目	权益比	投资额 (亿元)	容积率	建筑面积 (万方)	可售商品房 (万方)
闵行区	浦江镇杜行老街城改项目	90%	65.17	0.86	11.61	7.69
闵行区	华漕镇诸翟城改项目	90%	118.39	1.81	21.04	18.74

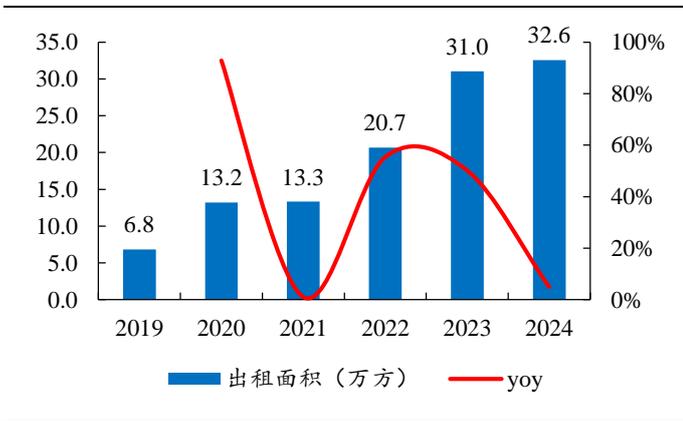
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、资产投融资管退路径清晰，投资业务增厚利润

3.1、资产运营有序扩张，REITs 出表盘活资产

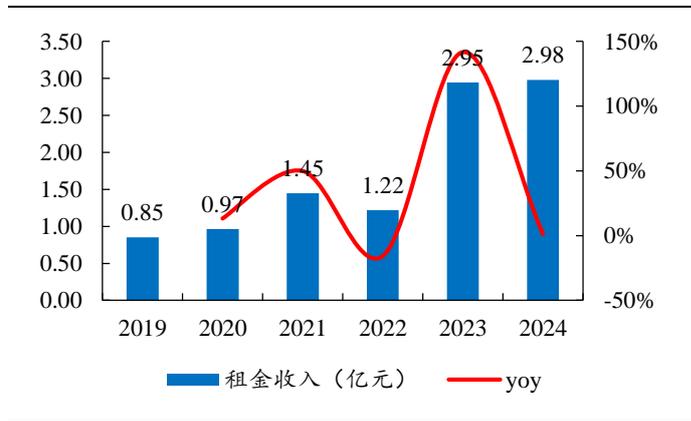
公司资产运营业务涵盖办公、商业和租赁住房，截至 2024 年末，公司出租总面积 32.57 万方，同比增长 5%，租金收入 2.98 亿元，同比增长 1%。

图19：公司截至 2024 年末出租总面积同比增长 5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：公司 2024 年公司出租总收入同比增长 1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极参与上海市租赁住房业务建设，租赁社区品牌“城投宽庭”品牌持续拓展规模，首批布局的八大租赁社区全部投入运营。其中因 REITs 发行，江湾社区和光华社区项目于 2023 年末不再纳入公司合并范围，但仍由公司运营。

表4：公司首批布局的八大租赁社区全部投入运营

城投宽庭社区	管理模式	运营开始时间	出租面积 (万方)	2024H1 出租率
湾谷社区	自持	2020 年 8 月	4.72	>90%
江湾社区	REITs 出表	2022 年 11 月	7.66	>90%
光华社区	REITs 出表	2023 年 3 月	4.03	>90%
浦江社区	自持	2023 年 4 月	8.15	75%
张江社区	轻资产运营	2023 年 9 月	-	67%
临港社区	轻资产运营	2023 年 11 月	-	87%
泊湾社区	轻资产运营	2023 年 12 月	-	85%
九星社区	自持	2024 年 6 月	1.49	55%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司旗下直投平台投资公司于 2024 年 1 月 12 日成功发行了长三角地区首单、规模最大的保租房公募 REITs——国泰君安城投宽庭保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金。项目募集规模 30.50 亿元，底层基础设施资产为江湾社区和光华社区，以上两社区合计为市场供应近 3000 套租赁住房，建筑面积约 16.94 万方。

表5：国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REIT 是发行规模最大的保障房 REITs

保障房 REIT	发行规模 (亿元)	上市日期	2024 年收入 (亿元)	2024 年净利润 (亿元)	净利率	2024 年可供分 配金额 (亿元)	出租率
国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REIT	30.50	2024-01-12	1.80	0.80	45%	1.31	92.49%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	13.64	2024-10-23	0.21	-0.01	-7%	0.17	78.97%
中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	13.00	2022-08-31	0.79	0.28	35%	0.58	99.71%
华夏北京保障房 REIT	12.55	2022-08-31	0.72	0.34	46%	0.54	94.39%
红土创新深圳人才安居 REIT	12.42	2022-08-31	0.54	0.24	44%	0.49	96.78%
华夏基金华润有巢 REIT	12.09	2022-12-09	0.79	0.10	12%	0.49	94.16%

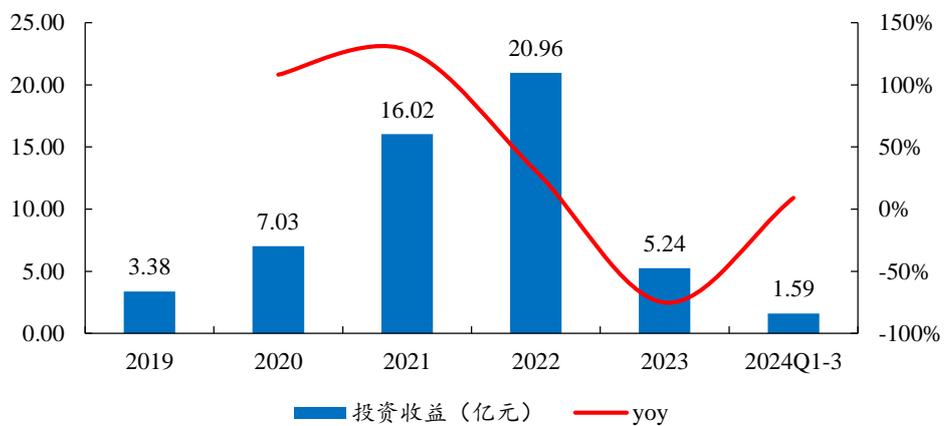
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、投资板块平稳运作，增厚公司利润

公司投资业务包括直接股权投资和私募股权投资基金管理，直接股权投资主要面向上市公司或拟上市企业，截至 2024H1 直接投资项目包括上市公司股权西部证券、申通地铁、海通证券等，2024H1 共计收到已上市证券分红约 0.49 亿元，截至 2024H1 持有的已上市证券市值约为 38.18 亿元。

私募股权投资主要通过 2009 年设立的诚鼎基金运作，通过私募方式募集资金，公司则以股东或有限合伙人身份参与基金的发起设立。诚鼎基金围绕主业布局产业链，持续关注以人工智能、半导体等新一代信息技术为核心的智慧城市产业链，以新能源、新材料为主的绿色产业链，以及冷链物流产业全产业链。

图21：2024 年前三季度公司投资收益同比增长 9.1%

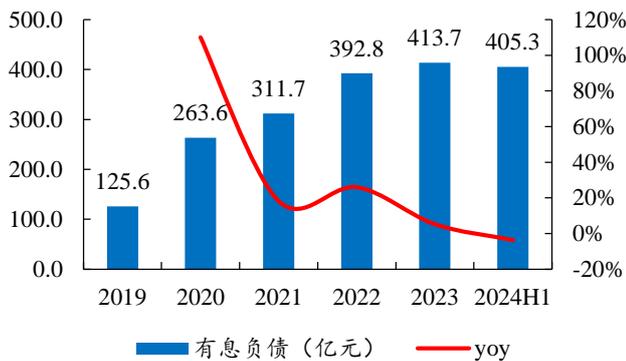


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、有息负债压降，现金流情况稳健

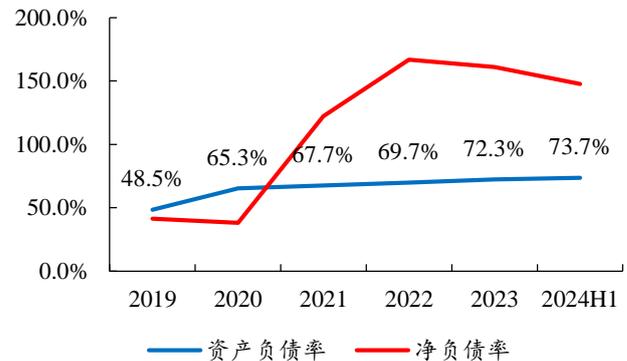
公司近年来地产开发体量和所需资金量较大，有息负债水平逐步走高。截至2024H1，公司有息负债405.3亿元，同比下降3.6%，资产负债率和净负债率分别为73.7%和147.7%，整体负债结构有所优化。

图22：公司 2024H1 有息负债同比下降 3.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

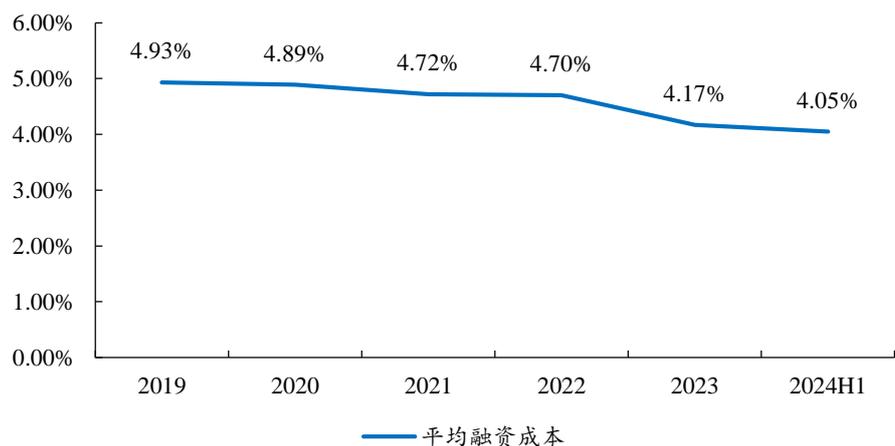
图23：公司 2024H1 末资产负债率和净负债率分别为 73.7%和 147.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司授信良好，且有大股东上海城投国资背景加持，2019年以来平均融资成本不断走低，2024H1融资成本降至4.05%，较年初压降12BPs。公司于2023年7月发行10亿元公司债，票面利率2.78%；2024年四月发行26亿元中期票据，票面利率2.68%，公开市场发债利率处于房企低值，受金融机构认可度高。

图24：公司 2024H1 平均融资成本降至 4.05%



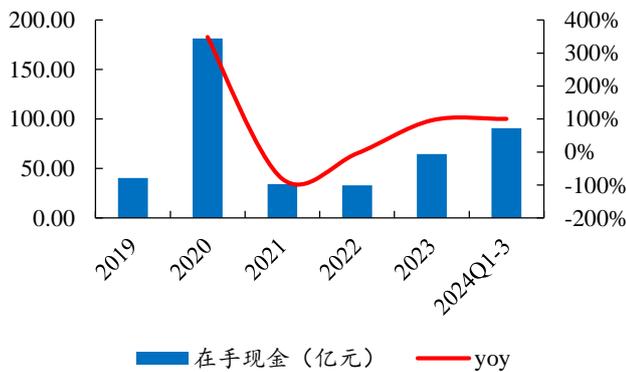
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6: 公司公开市场融资畅通, 利率较低

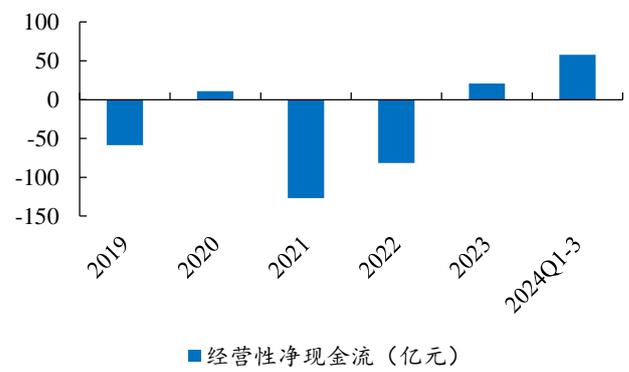
证券简称	证券类别	发行日期	发行期限	发行规模(亿元)	票面利率(发行时)%
24 沪城控 MTN001	一般中期票据	2024-04-11	5.0	26	2.68
23 沪控 02	一般公司债	2023-07-24	5.0	10	2.78
23 沪城控 PPN001	定向工具	2023-04-27	3.0	8	3.38
23 沪控 01	一般公司债	2023-03-14	5.0	20	3.23
22 沪控 01	一般公司债	2022-12-16	5.0	10	3.50
22 沪城控 PPN001	定向工具	2022-10-10	3.0	17	3.03

数据来源: Wind、开源证券研究所

得益于销售回款效率提升, 公司 2023 年以来现金流状况良好, 截至 2024Q3 在手现金达 90.9 亿元, 同比增长 101%; 实现经营性现金流净额 57.7 亿元, 2023 年同期则为负值, 充裕的现金也为公司后续重点项目开工奠定基础。

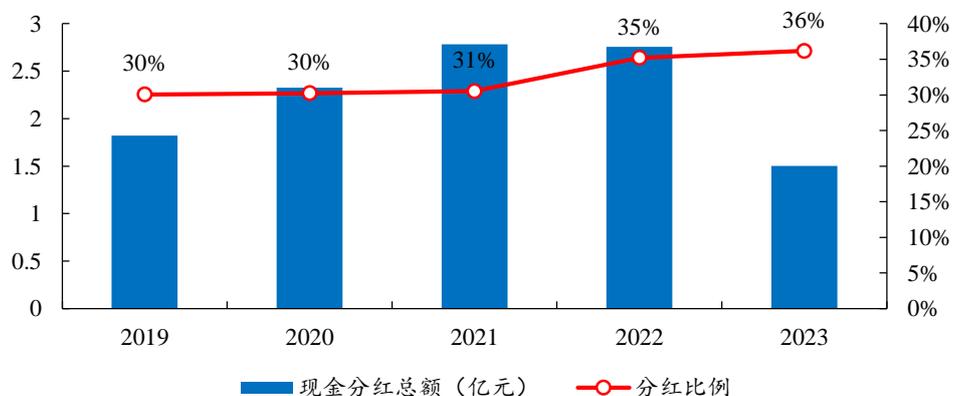
图25: 公司 2024Q3 末在手现金同比增长 101%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 公司 2024Q3 末实现经营性现金流净额 57.7 亿元


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司分红派息水平较稳定, 2019-2021 年派息比例维持 30% 左右, 2022-2023 年提升至 35% 左右。

图27: 公司分红派息水平较稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分成房地产收入（开发结转和资产运营）、市政代建收入和特许经营权收入（BOT 模式）。

公司房地产结转收入主要和项目竣工节点强相关，我们预计公司 2024 年有望结转金山水尚华庭、露香园二期部分地块及徐汇汇樾庭等项目，结转规模约 77 亿元，结转毛利率约 22.4%；预计 2025 年有望结转金山水尚华庭、露香园二期部分地块及虹口虹盛里、长宁青溪云邸、杨浦高阳新里等项目，结转规模约 153 亿元，结转毛利率约 27.3%；预计 2026 年有望结转金山水尚华庭、露香园二期部分地块及杨浦兴华里，结转规模约 174 亿元，结转毛利率约 27.5%。

公司房地产运营收入来自公司旗下商业、办公楼和长租公寓租金收入，虽然城投宽庭江湾和光华社区发行 REITs 出表，但 2024 年新开业城投宽庭九星社区，整体租金收入相差不大，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 1%、10%、10%，毛利率分别为 35%、37%、40%。

我们预计公司市政代建和特许经营权收入或将有所下降，2024-2026 年收入复合增速-10%，毛利率保持相对稳定。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 84.0、159.9、180.8 亿元，毛利率分别为 23.6%、27.8%、28.0%。

表7：我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	84.7	25.6	84.0	159.9	180.8
yoy	-7.9%	-69.8%	228.1%	90.4%	13.1%
房地产收入（亿元）	79.9	19.3	80.0	156.3	177.6
占比	94%	75%	95%	98%	98%
—结转收入（亿元）	78.7	16.3	77	153	174
—租金收入（亿元）	1.22	2.95	2.98	3.28	3.61
yoy	-15.8%	141.9%	1%	10%	10%
市政代建收入（亿元）	3.13	2.12	1.90	1.71	1.54
特许经营权收入（亿元）	1.10	2.30	2.07	1.87	1.68
毛利率	9.9%	40.3%	23.6%	27.8%	28.0%
房地产毛利率	9.8%	41.7%	22.8%	27.5%	27.8%
—结转毛利率			22.4%	27.3%	27.5%
—租金毛利率			35%	37%	40%
市政代建毛利率	3.8%	0.4%	5%	5%	5%
特许经营权毛利率	69.0%	70.7%	70%	70%	70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

城投控股背靠上海城投集团，深耕上海多年，我们选取同样深耕上海、开发运营并重的陆家嘴、浦东金桥，具有北京国资背景的首开股份以及具有深圳国资背景的天健集团和公司进行对比，公司 2024-2026 年估值低于可比公司均值。公司在上海

有较强的项目开发经验，待结转资源充足，后续在上海城市更新积极推动下，有望获取更多优质土储。同时公司保障房运营经验丰富，投融管退路径清晰，投资业务有望持续增厚公司利润。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.2、18.4、20.8 亿元，EPS 分别为 0.28、0.73、0.82 元，当前股价对应 PE 为 14.9、5.8、5.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：公司 2024-2026 年 PE 估值低于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	市值 亿人民币	归母净利润（亿人民币）				PE（倍）			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600663.SH	陆家嘴	买入	444.1	10.9	15.1	14.3	16.2	40.6	29.5	31.0	27.4
600639.SH	浦东金桥	买入	126.2	18.2	9.8	13.8	15.2	6.9	12.8	9.1	8.3
000090.SZ	天健集团	买入	73.4	15.2	8.3	11.6	15.1	4.8	8.8	6.4	4.9
600376.SH	首开股份	未评级	69.4	-63.4	2.2	3.7	6.0	-1.1	32.1	18.7	11.5
								12.8	20.8	16.3	13.0
600649.SH	城投控股	买入	107.3	4.2	7.2	18.4	20.8	25.8	14.9	5.8	5.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除首开股份盈利预测来自 Wind 一致预期外，其余公司盈利预测与估值均来自开源证券研究所预测；2、股价数据截至 2025 年 3 月 19 日；3、陆家嘴 2024 年归母净利润为业绩快报值。

6、风险提示

(1) 上海销售市场下行：上海房地产政策放松不及预期，公司新房去化流速放缓，现金流回收进程减慢，销售价格承压，影响项目结转周期和利润。

(2) 公司城市更新拓展不及预期：公司城市更新推进进程不及预期，后续新拓项目不足，销售规模下滑。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	56403	61707	61540	61826	73380
现金	3305	6557	13498	8607	15249
应收票据及应收账款	1988	1253	2037	4805	3791
其他应收款	808	1557	2319	4465	2783
预付账款	316	1436	0	1970	398
存货	48835	49512	42134	40355	49448
其他流动资产	1152	1392	1552	1625	1710
非流动资产	14928	16241	15025	16693	14741
长期投资	4875	5689	5777	5841	4868
固定资产	234	662	986	1460	1495
无形资产	415	441	500	571	651
其他非流动资产	9404	9449	7762	8821	7727
资产总计	71331	77948	76565	78519	88120
流动负债	13986	21123	26346	33865	47974
短期借款	2773	1452	5324	4428	5784
应付票据及应付账款	5304	4910	4937	12829	23851
其他流动负债	5909	14761	16084	16608	18340
非流动负债	35763	35233	28021	20751	14293
长期借款	34609	34222	26953	19641	13208
其他非流动负债	1154	1010	1068	1111	1086
负债合计	49749	56355	54366	54617	62267
少数股东权益	885	790	827	924	1034
股本	2530	2530	2530	2530	2530
资本公积	1537	1507	1507	1507	1507
留存收益	16716	16856	17362	18643	20068
归属母公司股东权益	20696	20803	21371	22978	24819
负债和股东权益	71331	77948	76565	78519	88120

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-8180	2096	7758	4986	10092
净利润	783	348	758	1939	2186
折旧摊销	81	214	208	336	461
财务费用	426	627	648	757	875
投资损失	-2096	-524	-1231	-1363	-1303
营运资金变动	-7849	1116	7308	3198	7694
其他经营现金流	475	314	68	119	180
投资活动现金流	3333	-413	2083	-716	2663
资本支出	363	73	1166	1197	731
长期投资	3489	-638	-88	-64	974
其他投资现金流	207	298	3337	546	2420
筹资活动现金流	4711	1490	-2901	-9161	-6113
短期借款	-5389	-1321	3872	-896	1356
长期借款	16114	-387	-7270	-7312	-6433
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-79	-30	0	0	0
其他筹资现金流	-5935	3228	496	-953	-1036
现金净增加额	-136	3173	6941	-4891	6642

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8468	2559	8396	15986	18083
营业成本	7633	1528	6415	11548	13021
营业税金及附加	367	-258	383	516	568
营业费用	71	143	180	398	500
管理费用	222	274	285	320	362
研发费用	0	3	3	7	9
财务费用	426	627	648	757	875
资产减值损失	0	-217	-378	-368	-163
其他收益	6	16	8	9	10
公允价值变动收益	-342	-1	-84	-131	-140
投资净收益	2096	524	1231	1363	1303
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1507	554	1251	3297	3737
营业外收入	11	9	23	14	14
营业外支出	2	1	43	42	22
利润总额	1517	561	1231	3269	3729
所得税	734	213	474	1330	1543
净利润	783	348	758	1939	2186
少数股东损益	1	-68	38	97	109
归属母公司净利润	783	415	720	1842	2077
EBITDA	3373	2413	2154	4171	4577
EPS(元)	0.31	0.16	0.28	0.73	0.82

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-7.9	-69.8	228.1	90.4	13.1
营业利润(%)	-2.9	-63.3	126.0	163.5	13.4
归属于母公司净利润(%)	-14.1	-46.9	73.2	156.0	12.7
获利能力					
毛利率(%)	9.9	40.3	23.6	27.8	28.0
净利率(%)	9.2	16.2	8.6	11.5	11.5
ROE(%)	3.6	1.6	3.4	8.1	8.5
ROIC(%)	2.8	2.2	2.0	4.2	4.7
偿债能力					
资产负债率(%)	69.7	72.3	71.0	69.6	70.7
净负债比率(%)	167.3	161.2	115.8	93.7	41.6
流动比率	4.0	2.9	2.3	1.8	1.5
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	5.5	1.6	5.1	4.7	4.2
应付账款周转率	1.6	0.3	1.3	1.3	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.16	0.28	0.73	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.23	0.83	3.07	1.97	3.99
每股净资产(最新摊薄)	8.18	8.22	8.45	9.08	9.81
估值比率					
P/E	13.7	25.8	14.9	5.8	5.2
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	14.0	19.0	17.0	8.0	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

17 / 19

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn