

地产稳健发展，布局金控版图

■ **事件：**公司 2016 年实现营业总收入 196 亿元，同比上升 27%；实现归母净利润 29 亿元，同比上升 13%。2016 年公司总资产达到 712 亿元，同比增长 28%；归属上市公司股东净资产达到 149 亿元，同比增长 18%；加权平均 ROE 为 21.9%，比 2015 年减少 10.28 个百分点。2017 年一季度公司实现营业总收入 61 亿元，同比增长 10%；实现归母净利润 9 亿元，同比下降 6%。

■ **区域地产业务龙头，布局 PPP 项目。**地产业务为公司主要营业收入来源，2016 年公司房地产业务实现收入 187 亿元，同比增长 25.6%，占比达到 96%。在行业整体去库存、去存量的背景下，公司继续保持区域房地产龙头地位，2016 年全年新开工建筑面积 385 万 m²、竣工面积 476 万 m²，签约销售金额 212 亿元，销售面积 256.5 万 m²。公司土地项目储备丰富，目前储备土地面积 221 万 m²，储备建筑规划面积 1027 万 m²，储备丰富。公司还积极布局 PPP 项目，已启动在贵州及云南玉溪、昆明 PPP 项目合作，积极推进四川地区 PPP 项目的布局规划，未来 PPP 将成为公司业务重要增长点。

■ **增资海际证券，做强投行全面发展。**公司持有海际证券 94.92% 的股权，并将注册地迁至贵州。2016 年公司完成对海际证券增资 50 亿元，扩充了海际证券净资本，规模排名可上升约 40 名，业务实力与抗风险能力大幅提高。海际证券以投行业务为核心，2016 年投行业务收入达到 4426 万元，在贵州省推进全省扶贫战略的过程中，中小微企业融资需求不断提升，海际证券投行项目资源丰富，并且随着 IPO 提速，其他业务资质的获得，海际证券业绩仍有大幅提升空间。

■ **增资中融人寿，业务发展迎拐点。**公司 2016 年完成对中融人寿增资 40 亿元，增资后中融人寿偿付能力重新达标，达到 134.5%，保监会解除监管措施，中融人寿得以恢复开展业务。据保监会披露，中融人寿 2017 年前两个月已实现原保费收入 25 万元，未来中融人寿将聚焦长期保障型产品，业绩稳步改善。

■ **布局基金银行，完善金控版图。**公司于 2017 年 3 月 30 日正式更名为“中天金融集团股份有限公司”，除券商和保险以外，公司控股子公司友山基金于 2016 年 8 月获得公募基金销售资质并设立了大河基金销售有限公司，公司以主发起人身份发起设立的贵州第一家民营银行——贵安银行目前正在批筹审核中，未来公司在房地产业务稳健发展的基础上，将持续完善“大金融”产业布局，拓展利润增长点。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 9.88 元。我们预计公司 2017 年至 2019 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.08 元、1.32 元。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入 | 15,386.1 | 19,597.0 | 25,260.8 | 33,870.8 | 40,881.2 |
| 净利润 | 2,606.8 | 2,939.4 | 3,810.5 | 5,074.1 | 6,209.7 |
| 每股收益(元) | 0.55 | 0.63 | 0.81 | 1.08 | 1.32 |
| 每股净资产(元) | 2.68 | 3.17 | 3.23 | 4.24 | 5.51 |
| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 市盈率(倍) | 12.0 | 10.6 | 8.2 | 6.2 | 5.0 |
| 市净率(倍) | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 1.6 | 1.2 |
| 净利润率 | 16.9% | 15.0% | 15.1% | 15.0% | 15.2% |
| 净资产收益率 | 20.7% | 19.7% | 25.2% | 25.5% | 24.0% |
| 股息收益率 | 3.0% | 0.0% | 2.3% | 3.0% | 2.5% |
| ROIC | 18.9% | 19.9% | 15.0% | 22.9% | 16.6% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

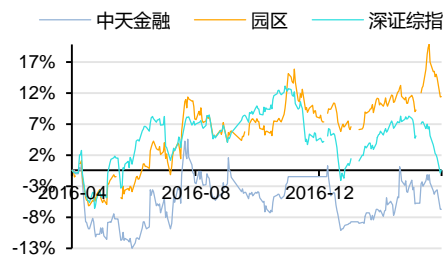
维持评级

6 个月目标价：**9.88 元**
股价 (2017-04-25) **6.56 元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 30,812.89 |
| 流通市值(百万元) | 25,887.83 |
| 总股本(百万股) | 4,697.09 |
| 流通股本(百万股) | 3,946.32 |
| 12 个月价格区间 | 6.12/7.35 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|-------|
| 相对收益 | 4.34 | 3.61 | -7.52 |
| 绝对收益 | -3.67 | 2.5 | -6.29 |

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn
021-35082968

檀天

报告联系人

tantian@essence.com.cn
021-35082392

相关报告

| | |
|----------------------|------------|
| 中天金融：区域地产龙头，转型金控平台 | 2017-01-05 |
| 中天金融：贵州地产单寡头，抢滩金融全牌照 | 2016-08-31 |

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 15,386.1 | 19,597.0 | 25,260.8 | 33,870.8 | 40,881.2 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 9,933.5 | 12,889.7 | 16,166.9 | 21,508.0 | 26,858.9 | 营业收入增长率 | 35.1% | 27.4% | 28.9% | 34.1% | 20.7% |
| 营业税费 | 1,530.9 | 1,491.2 | 2,273.5 | 2,998.6 | 3,469.7 | 营业利润增长率 | 61.4% | 27.3% | 38.4% | 41.0% | 20.4% |
| 销售费用 | 521.2 | 437.7 | 815.3 | 999.0 | 1,146.1 | 净利润增长率 | 62.6% | 12.8% | 29.6% | 33.2% | 22.4% |
| 管理费用 | 562.8 | 544.2 | 760.7 | 1,066.5 | 1,217.9 | EBITDA 增长率 | 57.8% | 49.4% | 35.0% | 39.9% | 20.0% |
| 财务费用 | 163.3 | 883.3 | 1,152.9 | 1,616.9 | 1,937.3 | EBIT 增长率 | 60.7% | 51.7% | 36.1% | 40.9% | 20.3% |
| 资产减值损失 | 32.6 | 105.1 | 56.3 | 64.7 | 75.4 | NOPLAT 增长率 | 91.4% | 44.7% | 21.1% | 39.0% | 20.3% |
| 加:公允价值变动收益 | - | 115.0 | 652.9 | 1,001.1 | 1,802.0 | 投资资本增长率 | 37.3% | 60.5% | -8.7% | 65.2% | -4.5% |
| 投资和汇兑收益 | 45.4 | 80.8 | 44.9 | 57.0 | 60.9 | 净资产增长率 | 69.7% | 20.2% | 1.6% | 30.1% | 29.1% |
| 营业利润 | 2,687.3 | 3,420.0 | 4,733.0 | 6,675.3 | 8,038.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 233.2 | 20.8 | 292.0 | 112.0 | 268.6 | 毛利率 | 35.4% | 34.2% | 36.0% | 36.5% | 34.3% |
| 利润总额 | 2,920.5 | 3,440.8 | 5,024.9 | 6,787.3 | 8,307.3 | 营业利润率 | 17.5% | 17.5% | 18.7% | 19.7% | 19.7% |
| 减:所得税 | 306.2 | 488.0 | 1,206.0 | 1,696.8 | 2,076.8 | 净利润率 | 16.9% | 15.0% | 15.1% | 15.0% | 15.2% |
| 净利润 | 2,606.8 | 2,939.4 | 3,810.5 | 5,074.1 | 6,209.7 | EBITDA/营业收入 | 19.4% | 22.8% | 23.9% | 24.9% | 24.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 18.5% | 22.1% | 23.3% | 24.5% | 24.4% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 80 | 61 | 45 | 32 | 26 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 294 | 321 | 276 | 289 | 310 |
| | | | | | | 流动资产周转率 | 956 | 879 | 926 | 817 | 828 |
| | | | | | | 应收账款周转天数 | 33 | 43 | 39 | 38 | 40 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 739 | 611 | 714 | 675 | 681 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 1,156 | 1,162 | 1,176 | 990 | 977 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 376 | 444 | 406 | 384 | 387 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 20.7% | 19.7% | 25.2% | 25.5% | 24.0% |
| | | | | | | ROA | 4.7% | 4.1% | 4.1% | 5.5% | 4.8% |
| | | | | | | ROIC | 18.9% | 19.9% | 15.0% | 22.9% | 16.6% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 3.4% | 2.2% | 3.2% | 2.9% | 2.8% |
| | | | | | | 管理费用率 | 3.7% | 2.8% | 3.0% | 3.1% | 3.0% |
| | | | | | | 财务费用率 | 1.1% | 4.5% | 4.6% | 4.8% | 4.7% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 8.1% | 9.5% | 10.8% | 10.9% | 10.5% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 76.6% | 78.1% | 83.1% | 77.7% | 79.5% |
| | | | | | | 负债权益比 | 327.5% | 356.8% | 493.4% | 349.2% | 387.0% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.51 | 2.29 | 1.12 | 1.61 | 1.33 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.37 | 0.81 | 0.16 | 0.33 | 0.21 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 17.46 | 4.90 | 5.11 | 5.13 | 5.15 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.20 | - | 0.16 | 0.20 | 0.17 |
| | | | | | | 分红比率 | 35.9% | 0.0% | 19.1% | 18.4% | 12.5% |
| | | | | | | 股息收益率 | 3.0% | 0.0% | 2.3% | 3.0% | 2.5% |

现金流量表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 净利润 | 2,614.3 | 2,952.8 | 3,810.5 | 5,074.1 | 6,209.7 | EPS(元) | 0.55 | 0.63 | 0.81 | 1.08 | 1.32 |
| 加:折旧和摊销 | 148.9 | 152.9 | 139.2 | 139.2 | 139.2 | BVPS(元) | 2.68 | 3.17 | 3.23 | 4.24 | 5.51 |
| 资产减值准备 | 32.6 | 105.1 | - | - | - | PE(X) | 12.0 | 10.6 | 8.2 | 6.2 | 5.0 |
| 公允价值变动损失 | - | -115.0 | 652.9 | 1,001.1 | 1,802.0 | PB(X) | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 1.6 | 1.2 |
| 财务费用 | 156.9 | 1,029.2 | 1,152.9 | 1,616.9 | 1,937.3 | P/FCF | 7.0 | 3.4 | -4.5 | 9.6 | 10.7 |
| 投资损失 | -45.4 | -76.2 | -44.0 | -55.8 | -59.3 | P/S | 2.0 | 1.6 | 1.2 | 0.9 | 0.8 |
| 少数股东损益 | 7.6 | 13.4 | 8.5 | 16.4 | 20.7 | EV/EBITDA | 16.3 | 10.6 | 7.2 | 6.7 | 4.8 |
| 营运资金的变动 | -5,311.7 | -1,027.5 | 2,360.1 | -18,397.9 | 2,279.5 | CAGR(%) | 24.9% | 28.3% | 33.6% | 24.9% | 28.3% |
| 经营活动产生现金流量 | -97.3 | 445.8 | 8,080.0 | -10,606.1 | 12,329.1 | PEG | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -4,771.4 | -12,145.5 | 2,335.7 | -2,678.0 | -4,256.1 | ROIC/WACC | 2.1 | 2.2 | 1.7 | 2.5 | 1.8 |
| 融资活动产生现金流量 | 8,572.9 | 13,595.9 | -18,049.5 | 13,972.9 | -7,512.2 | REP | 1.3 | 0.7 | 1.0 | 0.5 | 0.6 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034