

房地产

2017年05月03日

中天金融 (000540)

——贵州龙头房企，大金融转型顺利推进

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司2016年收入和利润稳健增长，销售良好，符合预期。**公司实现营业收入194.6亿元，同比增长26.5%；其中，房地产项目结转营业收入186.9亿元，同比增长25.6%；实现净利润约29.4亿元，同比增长12.8%；实现扣非后净利润29.1亿元，同比增长28.8%。公司累计实现销售合同额212.1亿元，同比增长10.5%。2017年一季度公司实现营业收入61.0亿元，同比增长9.3%；实现归母净利润9.4亿元，同比下降5.6%。
- **毛利率略有下滑，土地储备充裕。**公司2016年销售毛利率33.8%，较2015年下降了1.7个百分点，毛利率下滑主要是由于报告期内住宅结算大幅增加，同时住宅的毛利率由于结算结构影响较2015年下降了6.1个百分点所致。公司2017年一季度毛利率为39.99%，较去年同期增长3.3个百分点，毛利率回升明显。公司土地储备充足，土储的规划建筑面积1027.5万方，其中1011万方在贵阳，未来3-5年开发经营持续性较好。
- **财务费用增长较快，短期现金流压力较小。**2016年销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为2.2%、2.8%、4.5%，公司管理效率有所提升，销售费用率与管理费用率下降；财务费用率上升较快，2016年为4.5%，较2015年增加了3.5个百分点。主要由于公司2016年度大规模融资、发行多期非公开公司债券（2016年发行98.3亿元）。公司目前剔除预收账款的真实资产负债率为75.8%，在行业中偏高（真实资产负债率公式为（总负债-预收账款）/（总资产-预收账款））。公司在手货币资金96.5亿元，是短期借款和一年内到期的长期借款的2.2倍，现金流压力较小。
- **金控转型顺利推进，大金融布局进一步彰显。**公司2016年增持海际证券股份，股权由2015年的67%增加为95%，持有中融人寿36%股权、友山基金70%股权，华宇再保险、百安财产保险、中天友山基金管理处于行政审批阶段。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%，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。2016年友山基金为公司贡献利润2820万元，海际证券贡献利润481万元。公司金融版图进一步扩张，拓展未来利润增长点。
- **盈利预测与投资评级：下调盈利预测，维持增持评级。**公司是贵州省唯一的房地产上市公司，区域优势明显，我们看好公司受益于贵州经济发展，未来地产业务将稳健发展，同时公司转型大金融决心坚定，已经获得4张牌照，整体金融布局日趋完善。鉴于房地产政策调控趋严，我们下调盈利预测。2017-2019年归属于母公司的净利润38.5亿元/48.4亿元/55.4亿元，对应EPS：0.82元/1.03元/1.18元（原预计17-18年归属于母公司的净利润：39.8/47.3亿元，预计17-18年EPS为：0.85/1.01），维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	19,461	6,098	24,413	29,069	33,836
同比增长率 (%)	26.48	9.28	25.45	19.07	16.40
净利润 (百万元)	2,939	941	3,848	4,842	5,537
同比增长率 (%)	12.76	-5.63	30.91	25.83	14.35
每股收益 (元/股)	0.63	0.20	0.82	1.03	1.18
毛利率 (%)	33.8	40.0	33.5	35.2	35.7
ROE (%)	19.7	5.9	21.7	22.6	21.7
市盈率	11		8	6	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

市场数据： 2017年05月02日

收盘价 (元)	6.59
一年内最高/最低 (元)	7.64/6.01
市净率	1.9
息率 (分红/股价)	-
流通A股市值 (百万元)	26013
上证指数/深证成指	3143.71 / 10223.97

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产 (元)	3.4
资产负债率%	77.22
总股本/流通A股 (百万)	4699/3947
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中天城投 (000540) 点评：业绩符合预期，金控布局持续落子》 2016/11/01
《中天城投 (000540) 点评：主业稳健，金控持续布局》 2016/08/30

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

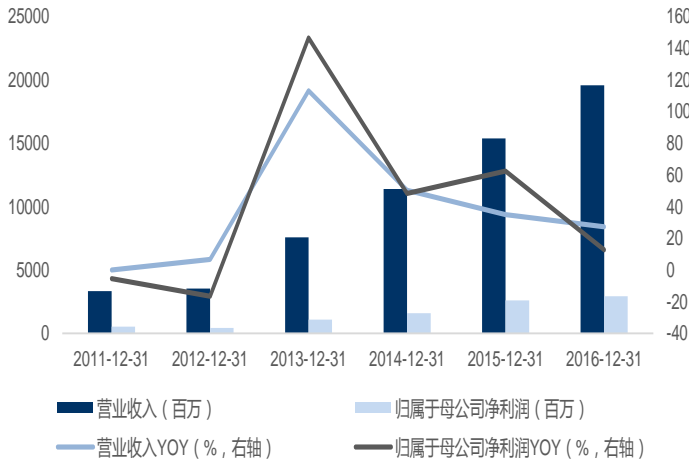
曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

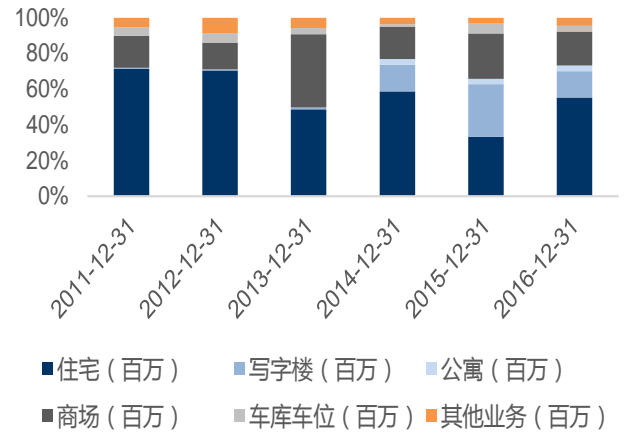
附录

图 1: 公司 2016 年营收增长 27.4%，净利润增长 12.9%



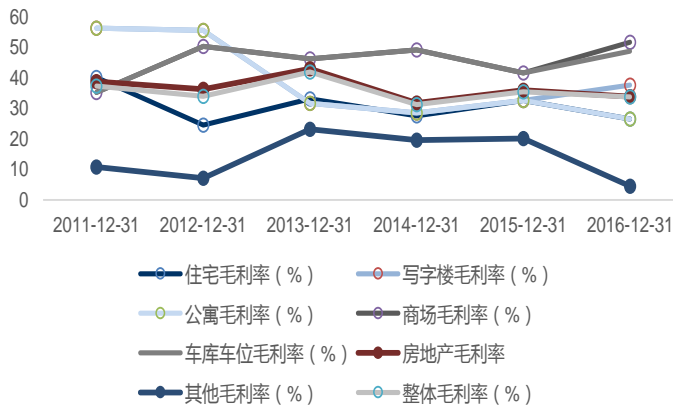
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 公司 2016 年住宅收入占比显著提升



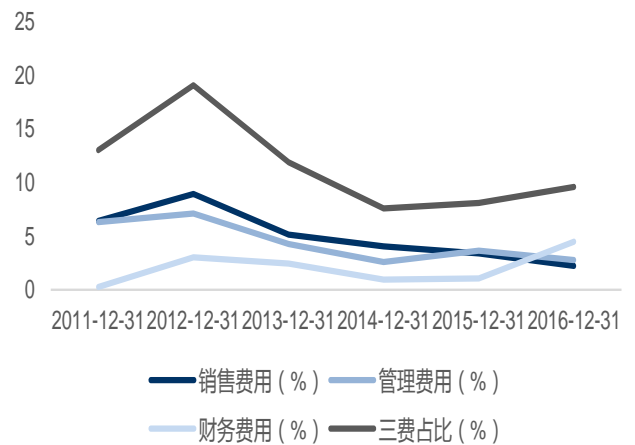
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 公司各项业务毛利率，其中 2016 年住宅下降明显



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 公司 2016 年财务费用显著上升



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1: 公司 2016 年融资情况

时间	融资方式	简称	金额(亿元)	期限(年)	利率	到期年份	转出年份
2016/1	非公开发行人公司债	16 中城 01	14	3	0.08	2019	2018
2016/2	非公开定向债务融资工具		20	<=5			
2016/2	中期票据		37	<=5			
2016/3	非公开发行人公司债	16 中城 02	1	3	0.08	2019	2018
2016/3	非公开发行人公司债	16 中城 03	3.4	3	0.075	2019	2018
2016/8	非公开发行人公司债	16 中城 04	16	3	0.075	2019	2018
2016/9	非公开发行人公司债	16 中城 05	15	3	0.075	2019	2018
2016/10	非公开发行人公司债	16 中城 06	35.1	3	0.072	2019	2018
2016/10	非公开发行人公司债	16 中城 07	13.9	3	0.068	2019	2018

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

利润表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,391	15,386	19,597	24,413	29,069	33,836
营业收入同比增长率 (yoy)	50%	35%	27%	25%	19%	16%
减: 营业成本	7,827	9,933	12,890	16,244	18,829	21,746
毛利率(%)	31%	35%	34%	33%	35%	36%
减: 营业税金及附加	1,009	1,531	1,491	1,831	2,558	3,113
主营业务利润	2,555	3,922	5,216	6,338	7,682	8,977
主营业务利润率(%)	22%	25%	27%	26%	26%	27%
减: 销售费用	463	521	438	513	581	778
减: 管理费用	296	563	544	708	872	947
减: 财务费用	108	163	883	749	780	881
经营性利润	1,688	2,674	3,351	4,368	5,449	6,371
经营性利润率(%)	15%	17%	17%	18%	19%	19%
减: 资产减值损失	31	33	105	5	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	115	0	0	0
加: 投资收益	8	45	78	27	33	29
营业利润	1,665	2,687	3,439	4,391	5,483	6,401
加: 营业外净收入	466	233	21	240	165	142
利润总额	2,131	2,921	3,460	4,631	5,647	6,542
减: 所得税	529	306	488	767	781	977
净利润	1,602	2,614	2,972	3,864	4,866	5,565
少数股东损益	-1	8	13	15	24	28
归属于母公司所有者的净利润	1,604	2,607	2,958	3,848	4,842	5,537
每股收益 (元)	0.34	0.55	0.63	0.82	1.03	1.18
归属于母公司所有者的净利润率 (%)	14%	17%	15%	16%	17%	16%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	43,842	51,834	56,088	65,460	76,706
现金及等价物	8,355	14,007	12,681	16,407	22,444
应收款项	2,270	4,145	4,550	5,084	5,756
存货净额	33,012	33,498	38,676	43,788	48,324
其他流动资产	205	181	181	181	181
长期投资	3,097	10,029	11,401	13,213	14,922
固定资产	3,375	3,249	2,990	2,730	2,471
无形资产及其他资产	5,087	6,047	6,034	6,021	6,010
资产总计	55,400	71,159	76,512	87,425	100,109
流动负债	29,091	22,635	22,573	25,960	29,123
短期借款	7,998	5,377	1,100	1,300	1,500
应付款项	16,684	14,057	18,068	20,940	24,182
其它流动负债	197	0	0	0	0
非流动负债	13,351	32,948	35,557	39,372	44,780
负债合计	42,442	55,583	58,131	65,331	73,903
股本	4,683	4,697	4,697	4,697	4,697
资本公积	3,317	3,275	3,275	3,275	3,275
盈余公积	534	743	1,027	1,371	1,769
未分配利润	4,082	5,876	8,386	11,729	15,415
少数股东权益	343	665	680	705	732
股东权益	12,958	15,576	18,382	22,094	26,206
负债和股东权益合计	55,400	71,159	76,513	87,425	100,109

资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	2,614	2,953	3,864	4,866	5,565
加：折旧摊销减值	181	258	280	276	276
财务费用	157	1,029	749	780	881
非经营损失	(18)	(353)	(110)	(20)	(11)
营运资本变动	(3,231)	(3,613)	(1,577)	(2,774)	(1,968)
其它	0	0	205	314	(278)
经营活动现金流	(97)	446	3,412	3,442	4,465
资本开支	16	31	3	4	5
其它投资现金流	(4,936)	(13,489)	(1,345)	(1,779)	(1,680)
投资活动现金流	(4,771)	(12,146)	(1,349)	(1,783)	(1,685)
吸收投资	3,360	35	0	0	0
负债净变化	878	7,201	(1,783)	3,929	5,703
支付股利、利息	1,943	2,866	1,805	1,934	2,333
其它融资现金流	(130)	(588)	198	71	(114)
融资活动现金流	8,573	13,596	(3,390)	2,066	3,257
净现金流	3,704	1,899	(1,326)	3,726	6,037

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。