

## 证券研究报告—动态报告公司快评

房地产

房地产开发 II

中天城投 (000540)

三季度业绩预告快评

推荐

(维持评级)

2013年10月15日

# 净利润大增符合预期，销售大增超预期

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980510120051

证券分析师： 黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511070003

## 事项：

中天城投预告前三季净利润同比增长 80%-110%，EPS0.54-0.63 元。公司还披露 1-9 月房地产销售金额 140 亿元，同比增长近 2 倍。

## 评论：

### ■ 优质资源禀赋进入加速释放期是业绩和销售高增长主因，净利符合预期、销售超预期

#### 一、沉淀的优质资源今年开始进入加速释放期——

- 1) 核心项目未来方舟属于渔安安井片区一二级联动项目，从一级开发到二级联动，历时六年锤炼，随着南明河排污截流完成、市政道路的通车、其他配套的完善，未来方舟已成为今明两年推动公司业绩增长的“奶牛”，保守测算：从 2012 年末起算，该项目整体规划未来可结算的总面积达到 700 万平（含潜在储备），货值近 385 亿；
- 2) 公司另一核心项目是贵阳金融城项目。贵阳金融城项目受益于之前公司成功开发并完成销售的大盘中天会展城先行带动，以及中央对当地的政策倾斜、地方政府对地方金融的战略布局，从启动到开始销售的速度较快，今年已开始销售。据贵阳金阳新区管委会的筑金管通字【2012】63 号文规定，金融监管机构购买公司开发的写字楼，可享受较大的销售价格及土地成本优惠，销售价格优惠也能保证公司有 10%以上净利润，土地成本优惠，由管委会补贴给已购买写字楼的金融监管机构，随着未来金融监管机构的进驻，商业银行、保险、券商及相关中介、服务行业的公司势必跟随进驻，这些公司购置写字楼则按市场价格来，也就是说，虽然金融监管机构进驻时的置业成本不高，公司挣到的利润率也不到，但金融监管机构进来后，势必能带旺公司在金融城开发的其他写字楼项目的销售，而且根据文件规定，进驻的这些企业的员工，可低价购置中天城投开发的配套住宅，这些企业的营业税、所得税将获得减免，员工的所得税也能减免。据我们跟踪，前三季，公司金融城项目已合同签约 60 亿元，主要是地方金融机构。

#### 二、净利润增速符合预期，销售增速超出市场预期——

- 1) 由于公司今年一季报、中报均实现高增长，加上预收款较多，股权激励计划对业绩释放的节奏也有要求，因此公司前三季净利润 80%-110%的增速，没有超出市场此前预期；
- 2) 前三季销售 140 亿，我们认为是超出市场预期的。9 月 30 日媒体做的地产排行榜销售额 TO50 上没有出现公司，按照榜单数据，市场认为公司销售额连一百亿都不到。我们分析公司销售额接近榜单 TOP30 但却未上榜的原因是：①公司住宅销售当中一部分是外地客一次性付款，由于未采用按揭，这部分销售对公司而言没有急于备案获取按揭流动性的迫切，在预售资金监管背景下，公司或许不急于备案，因此筑房网上看不到备案数据，媒体 TOP50 榜的数据基本上是来源于政府网站的网签备案数据；②金融城项目的销售，多为整售，公司对机构之间的协议，若公司不披露，也难以在政府网站上看到。

### ■ 定向增发若成功实施，有利于公司长远发展

公司 9 月 27 日公布了定增预案，拟以不低于 6.61 元/股的价格，向大股东金世旗控股等发行不超过 4.53 亿股，预计募资 30 亿元用于开发房地产项目。其中，公司控股股东金世旗控股承诺认购不高于最终发行数量 35% 的股份。按该预案，此次募资拟用于贵阳国际金融中心一期商务区项目、贵阳市云岩渔安、安井回迁安置居住区 E 组团（公租房组团）项目，以及补充流动资金。其中，贵阳国际金融中心一期商务区项目拟使用募集资金 24 亿元，公租房项目拟使用募集资金 3 亿元。我们认为，公司攫取资源能力超强，但受制于资金制约，中报披露净负债率高达 311%，若本次募资成功，将大幅改善公司的资本结构，净负债率有望降至 200%，为公司打开了加杠杆获取新的优质资源的空间。

### ■ 公司信誉经得起历史检验

自金世旗正式入驻以来，公司在完成年度销售计划方面，除 2011 年有落差外，其他年份均达标甚至超额完成。罗玉平董事长率领的金世旗集团及旗下的中天城投在历史上为贵阳的经济和民生做出了重大贡献，承担大盘开发已深受当地政府和百姓信任，从实业经营层面看，公司的信誉是经过历史检验的！

### ■ 2013 年是向上的重大拐点，维持“推荐”评级

公司大股东股权质押比例高、市值管理动力足，在坚持自身特征和尊重自身实际的基础上向行业标杆企业学习，7 月份推出了股权激励计划，弥补了长期激励不足的问题，有利于促进长期可持续发展。公司努力探索和尝试在其他省市开展房地产项目开发，先后深入京、沪、宁、苏、汉等城市进行市场调查，为实施“走出去”战略奠定了坚实基础，目前已在南京迈出异地扩张的实质性步伐。由于沉淀资源近两年陆续进入销售和结算，2013 年是公司向上的重大拐点，预计 13/14/15 年 EPS 为 0.81/1.01/1.30 元，对应 PE 为 8.6x/6.9x/5.3x（盈利预测及估值见附表），不考虑潜在矿业的 NAV 为 12.48 元，P/NAV 为 0.56 倍，维持推荐评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	2141	3219	2983	2410
应收款项	375	789	902	1597
存货净额	18640	11365	14952	29506
其他流动资产	819	1440	2139	3367
<b>流动资产合计</b>	<b>21975</b>	<b>16812</b>	<b>20975</b>	<b>36880</b>
固定资产	2928	2863	2797	2731
无形资产及其他	77	70	62	54
投资性房地产	679	679	679	679
长期股权投资	37	37	37	37
<b>资产总计</b>	<b>25899</b>	<b>20665</b>	<b>24738</b>	<b>40563</b>
短期借款及交易性金融负债	3412	750	750	750
应付款项	3547	2652	3901	7684
其他流动负债	9451	7259	9437	20646
<b>流动负债合计</b>	<b>16409</b>	<b>10660</b>	<b>14087</b>	<b>29080</b>
长期借款及应付债券	6333	6333	6333	6333
其他长期负债	530	530	530	530
<b>长期负债合计</b>	<b>6863</b>	<b>6863</b>	<b>6863</b>	<b>6863</b>
<b>负债合计</b>	<b>23272</b>	<b>17523</b>	<b>20950</b>	<b>35942</b>
少数股东权益	260	260	260	260
股东权益	2367	2882	3528	4360
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25899</b>	<b>20665</b>	<b>24738</b>	<b>40563</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.34	0.81	1.01	1.30
每股红利	0.76	0.40	0.51	0.65
每股净资产	1.85	2.25	2.76	3.41
ROIC	2%	10%	16%	18%
ROE	19%	36%	37%	38%
毛利率	34%	52%	56%	44%
EBIT Margin	9%	20%	19%	15%
EBITDA Margin	12%	22%	20%	16%
收入增长	7%	62%	43%	57%
净利润增长率	-16%	135%	25%	29%
资产负债率	91%	86%	86%	89%
息率	11%	6%	7%	9%
P/E	20.3	8.6	6.9	5.3
P/B	3.8	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	77.4	21.1	18.1	22.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>3554</b>	<b>5759</b>	<b>8227</b>	<b>12950</b>
营业成本	2345	2765	3650	7228
营业税金及附加	328	946	1681	1698
销售费用	318	461	658	1036
管理费用	253	411	666	1044
财务费用	108	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(12)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	191	1176	1571	1945
营业外净收支	410	70	85	85
<b>利润总额</b>	<b>601</b>	<b>1246</b>	<b>1656</b>	<b>2030</b>
所得税费用	163	216	364	365
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>438</b>	<b>1030</b>	<b>1292</b>	<b>1665</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>438</b>	<b>1030</b>	<b>1292</b>	<b>1665</b>
折旧摊销	106	73	73	73
公允价值变动损失	12	0	0	0
应付账款	51	(895)	1249	3783
财务费用	108	0	0	0
营运资本变动	(2890)	3151	(956)	(1478)
其他	(51)	895	(1249)	(3783)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(2334)</b>	<b>4254</b>	<b>410</b>	<b>260</b>
资本开支	(24)	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(24)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	3673	0	0	0
支付股利、利息	(972)	(515)	(646)	(832)
其它融资现金流	(2095)	(2662)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>3305</b>	<b>(3177)</b>	<b>(646)</b>	<b>(832)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>947</b>	<b>1078</b>	<b>(236)</b>	<b>(572)</b>
货币资金的期初余额	1193	2141	3219	2983
货币资金的期末余额	2141	3219	2983	2410
企业自由现金流	(2583)	4197	344	191
权益自由现金流	(1005)	1535	344	191

## 相关研究报告:

- 《中天城投-000540-2013年半年报点评: 资源禀赋进入释放期是中期业绩大增主因》 —— 2013-08-21
- 《中天城投-000540-鼓足风帆, 再度起航》 —— 2013-05-20
- 《中天城投-000540-打造“矿业+地产”方舟》 —— 2012-02-21
- 《中天城投-000540-业绩符合预期, 近期亮点在“文化地产”及“贵州煤炭资源整合”》 —— 2011-10-26
- 《中天城投-000540-四轮驱动, 有条不紊》 —— 2011-08-31

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行