

证券研究报告—动态报告

房地产

房地产开发 II

中天城投 (000540)

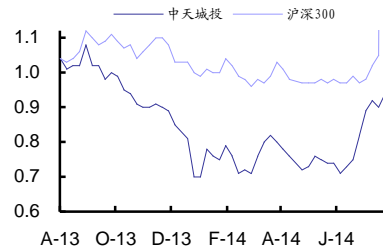
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,288/1,278
总市值/流通 (百万元)	8,331/8,270
上证综指/深圳成指	2,206/7,894
12 个月最高/最低元)	7.37/4.53

相关研究报告:

- 《中天城投-000540-三季度业绩预告快评: 净利润大增符合预期, 销售大增超预期》——2013-10-15
- 《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

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

联系人: 朱宏磊

电话: 0755-82130513
E-MAIL: zhuhl@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

高增长、动力足, 维持推荐评级

● 净利大增 91%, 市值管理动力十足

上半年营收 51.95 亿元, 增长 90%; 净利润 9.64 亿元, 增长 91%; EPS0.75 元。业绩大增, 彰显了公司十足的市值管理动力。

● 前三季度业绩预增 60-100%

上半年房地产合同销售额约 78 亿元, 同比增长 11%。除了规模增大外, 主要项目均价上浮也是销售增长的原因。公司预收款较多, 期末预收款达 140 亿, 同比增长 40.5%, 对 2014 年业绩保障倍数达 3.1 倍, 在较强的市值管理动力下, 有充足的弹药释放业绩。前三季度业绩预增 60%-100%, EPS0.9-1.12 元。

● 财务杠杆偏高但仍安全, 再融资若成功实施将助推公司发展

资产负债率 89%, 与年初相比持平; 扣除预收账款后的资产负债率 54%, 较年初提升约 1 个百分点。净负债率达 252%, 财务杠杆偏高。再融资若成功实施, 公司净负债率将降至 189%, 债务空间打开, 财务杠杆下降, 资本结构优化, 有利于公司长远发展。

● 拟进军大健康医疗、互联网金融及金控领域, 前景光明

一方面公司紧抓人口老龄化机遇, 以养老地产为纽带, 在贵阳投资建设和运营大健康产业; 另一方面, 公司出资 3000 万元控股贵阳互联网金融产业投资发展有限公司, 既是顺应贵阳发展互联网金融的大势, 也是对前期入股贵州银行、贵阳银行等金融战略的进一步补充, 在大健康产业之外布局另一高价值领域。报告期后公司还将分别设立金融投资深耕相关领域。

● 贵州龙头, 资源攫取能力强、成长性好, 维持推荐评级

公司作为贵州龙头房企, 资源攫取能力强, 土储优质, 暂不考虑多元化业务贡献, 仅地产业务亦能保障今明两年业绩高增长, 上调 2014 年 EPS 至 1.2 元, 预计 14-16 年 EPS 为 1.20/1.45/1.75 元, 对应 PE 为 5.4x/4.5x/3.7x, 不考虑潜在矿业的 NAVPS 为 14.97 元, P/NAV 为 0.43, 维持推荐评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,554	7,576	8,043	9,033	12,817
(+/-%)	6.7%	113.2%	6.2%	12.3%	41.9%
净利润(百万元)	438	1,081	1,541	1,866	2,253
(+/-%)	-16.5%	146.6%	42.5%	21.1%	20.8%
摊薄每股收益 (元)	0.34	0.84	1.20	1.45	1.75
EBIT Margin	19.9%	21.8%	25.2%	25.4%	21.6%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	31.8%	47.4%	60.9%	79.5%
市盈率 (PE)	19.0	7.7	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	38.4	23.1	16.9	16.6	18.3
市净率 (PB)	3.5	2.4	2.6	2.7	2.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

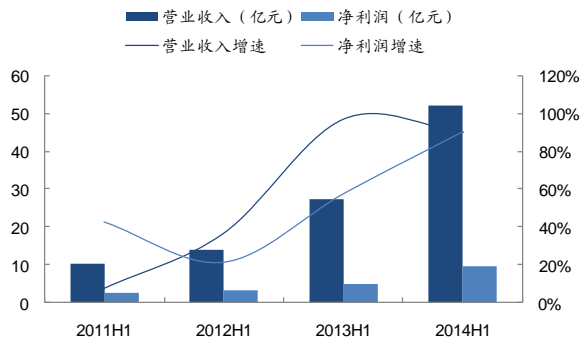
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

净利大增 91%，市值管理动力十足

公司上半年实现营收 51.95 亿元，增长 90%；净利润 9.64 亿元，增长 91%；EPS0.75 元。中期业绩大幅增长，彰显公司市值管理动力十足。

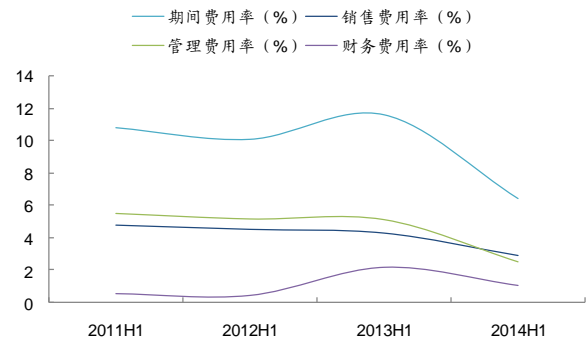
期末毛利率同比下滑 11 个百分点，但得益于对期间费用率的良好控制，净利率同比持平。

图 1：公司 2014 年上半年业绩同比增长 90%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：报告期期间费用率下降



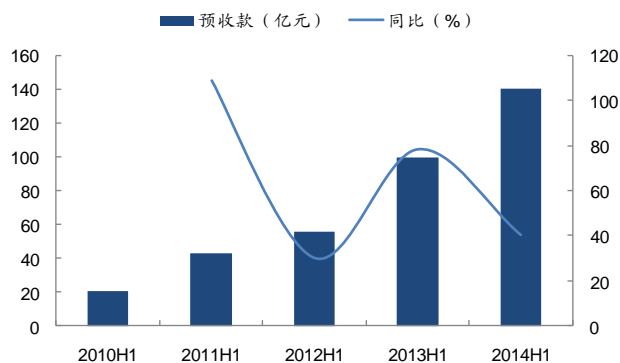
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

前三季业绩预增 60-100%

上半年房地产合同销售额约 78 亿元，同比增长 11%。得益于贵阳较为落后的城镇化水平和去大盘化成效明显，市住房成交均价上涨 7.6%，公司主要项目均价上浮 10%。

公司预收款较多，期末预收款达 140 亿，同比增长 40.5%，对 2014 年业绩保障倍数达 3.1 倍，在较强的市值管理动力下，有充足的弹药释放业绩。前三季业绩预增 60%-100%，EPS0.9-1.12 元。

图 3：预收款同比变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

财务杠杆偏高但仍安全，再融资若成功实施将助推公司发展

资产负债率 89%，与年初相比持平；扣除预收账款后的资产负债率 54%，较年初提升约 1 个百分点。报告期内货币资金有所减少，货币资金对短期借款和一年内到期非流动负债覆盖率降至 0.6 倍。期末净负债率达 252%，财务杠杆偏高。

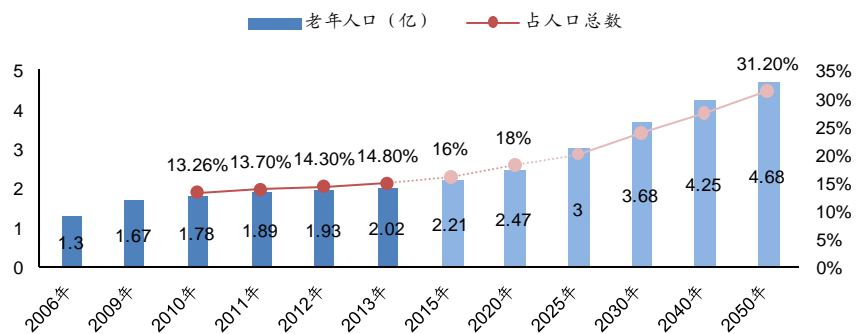
公司再融资预案已获发审委通过，拟募集不超过 27 亿用于开发新项目。若成功实

施，公司净负债率将降至 116%，债务空间打开，财务杠杆下降，资本结构优化，有利于公司长远发展。

拟进军大健康医疗、互联网金融及金控领域，前景光明

在我们前期的报告《拿地一小步，养老产业迈出一大步》中论述了养老产业将成为我国下一个掘金点。公司紧抓人口老龄化机遇，以养老地产为纽带，在贵阳投资建设和运营大健康产业：第一个养老地产项目已进入选址阶段，未来方舟的综合医院项目在选择合作方。报告期后公司还将成立大健康产业控股公司，深入推进产业发展。依托贵州得天独厚的环境、生态、气候、资源和交通等优势，公司在养老产业领域发展空间巨大。

图 4：人口老龄化迅速发展已成为下一掘金点



资料来源：社会服务发展统计公报 2009-2012、全国老龄委新闻、国信证券经济研究所整理

另一方面，公司出资 3000 万元控股贵阳互联网金融产业投资发展有限公司，既是顺应贵阳发展互联网金融大势（每年不低于 5000 万元补贴金融基础设施建设和互联网金融企业），也是对前期入股贵州银行、贵阳银行等金融战略的进一步补充，在大健康产业之外布局另一高价值领域。报告期后公司将成立金融投资公司深入地推进投资金融的战略规划和发展实施。

贵州龙头，资源攫取能力强、成长性好，维持推荐评级

公司作为贵州龙头房企，资源攫取能力强，土储优质，暂不考虑多元化业务贡献，仅地产业务亦能保障今明两年业绩高增长，上调 2014 年 EPS 至 1.2 元，预计 14-16 年 EPS 为 1.20/1.45/1.74 元，对应 PE 为 5.4x/4.5x/3.7x，不考虑潜在矿业的 NAVPS 为 14.97 元，P/NAV 为 0.43，维持推荐评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3923	8226	8417	6475	营业收入	7576	8043	9033	12817
应收款项	1211	881	990	1405	营业成本	4399	3419	3711	6521
存货净额	25340	19191	22355	36483	营业税金及附加	846	1707	2031	2110
其他流动资产	974	1367	1536	2179	销售费用	392	483	542	769
流动资产合计	31448	29666	33298	46542	管理费用	325	408	458	647
固定资产	2865	2673	2474	2269	财务费用	185	51	45	45
无形资产及其他	152	146	140	134	投资收益	6	3	4	3
投资性房地产	1854	1854	1854	1854	资产减值及公允价值变动	(49)	0	0	0
长期股权投资	131	231	331	431	其他收入	0	0	0	0
资产总计	36450	34570	38097	51230	营业利润	1387	1978	2250	2728
短期借款及交易性金融负债	5713	4500	4500	4500	营业外净收支	83	0	0	0
应付款项	3003	3970	5961	11401	利润总额	1471	1978	2250	2728
其他流动负债	14967	13717	15440	23358	所得税费用	389	437	384	474
流动负债合计	23684	22188	25901	39259	少数股东损益	0	1	1	1
长期借款及应付债券	8674	8444	8444	8444	归属于母公司净利润	1081	1541	1866	2253
其他长期负债	439	439	439	439					
长期负债合计	9113	8883	8883	8883					
负债合计	32797	31070	34784	48142					
少数股东权益	252	252	252	252					
股东权益	3402	3248	3061	2836					
负债和股东权益总计	36450	34570	38097	51230					

现金流量表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1081	1541	1866	2253
资产减值准备	37	(3)	(3)	(4)
折旧摊销	114	301	308	315
公允价值变动损失	49	0	0	0
财务费用	185	51	45	45
营运资本变动	(3745)	5800	269	(1832)
其它	(37)	3	3	4
经营活动现金流	(2502)	7642	2443	736
资本开支	(38)	(100)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(133)	(200)	(200)	(200)
权益性融资	29	0	0	0
负债净变化	2341	(230)	0	0
支付股利、利息	(1401)	(1695)	(2052)	(2479)
其它融资现金流	2506	(1213)	0	0
融资活动现金流	4416	(3138)	(2052)	(2479)
现金净变动	1782	4304	191	(1942)
货币资金的期初余额	2141	3923	8226	8417
货币资金的期末余额	3923	8226	8417	6475
企业自由现金流	(2483)	7581	2378	672
权益自由现金流	2364	6097	2340	635

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.84	1.20	1.45	1.75
每股红利	1.09	1.32	1.59	1.92
每股净资产	2.64	2.52	2.38	2.20
ROIC	8%	11%	17%	19%
ROE	32%	47%	61%	79%
毛利率	42%	57%	59%	49%
EBIT Margin	21%	25%	25%	22%
EBITDA Margin	23%	29%	29%	24%
收入增长	113%	6%	12%	42%
净利润增长率	147%	43%	21%	21%
资产负债率	91%	91%	92%	94%
息率	17%	20%	25%	30%
P/E	7.7	5.4	4.5	3.7
P/B	2.4	2.6	2.7	2.9
EV/EBITDA	23.8	16.9	16.6	18.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸		计算机	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863