

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)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2014 年 12 月 16 日

源头活水、再造中天，价值低估、坚定买入

证券分析师： 区瑞明 0755-82130678
 联系人： 朱宏磊 0755-82130513

ourm@guosen.com.cn
zhuhl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

事项：

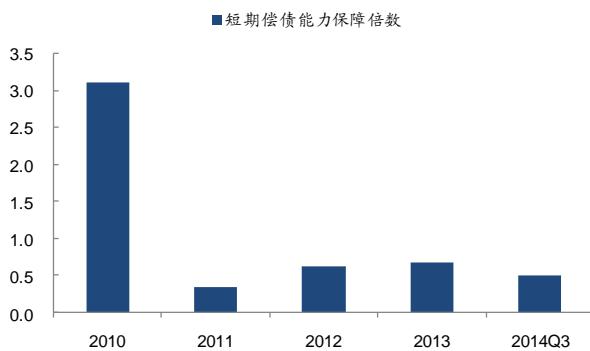
公司 12 月 16 日公告：公司非公开发行股票完成，发行价格为 6.32 元，发行 42721.52 万股，募资约 27 亿，定增对象分别为金世旗国际控股股份有限公司（简称“金世旗”）、东吴基金管理有限公司（简称“东吴基金”）、渤海证券股份有限公司（简称“渤海证券”）、东海基金管理有限责任公司（简称“东海基金”）、财通基金管理有限公司（简称“财通基金”）和华夏人寿保险股份有限公司（简称“华夏人寿”），金世旗锁定期为三年、其他投资者锁定期为一年，已于 12 月 8 日收到定增对象缴纳的申购款。

评论：

■ 定增大幅降低公司财务杠杆，有望再造一个新“中天”

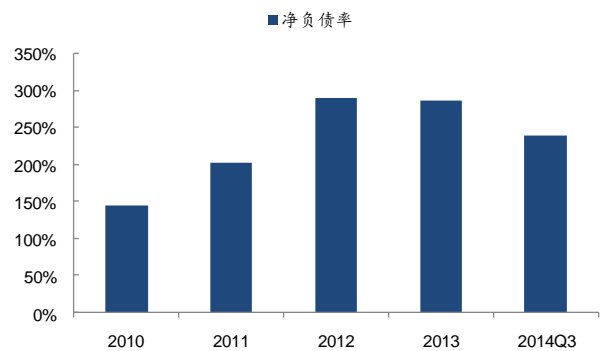
中天城投是贵州唯一的上市房企，土储超 2000 万方。如此庞大的土储加上受限于房企再融资的收紧，公司近年财务杠杆居高不下。

图 1：短期偿债能力倍数处于低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

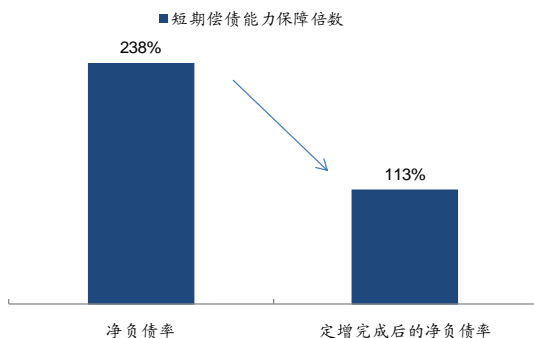
图 2：净负债率长期处于高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

本次定增的成功实施，将大大降低公司的财务杠杆，打开债务空间、优化资本结构，并为后续的多元化融资业务（如银行中票、公司债）等创造了条件。

图 3: 净负债率大幅下降



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

定增完成后, 公司净负债率降至 113%。若继续维持此前的高杠杆运营, 定增资金可撬动的杠杆空间约为 64 亿, 相较于公司 46.3 亿的净资产来说, 这相当于再造一个“中天”!

■ 贵州龙头, 土储丰富, 销售逆市上扬

公司深耕贵阳多年, 除了 2013 年实施“走出去”战略取得的南京项目外, 其他项目均在贵阳。

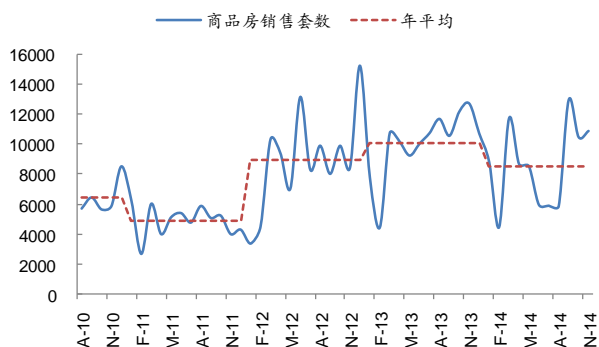
表 1: 公司项目一览

项目名称	区域	权益	建筑面积 (万方)	权益建面 (万方)
未来方舟	贵阳	100%	720	720
假日方舟	贵阳	100%	720	720
国际金融中心	贵阳	100%	450	450
会展城	贵阳	100%	274	274
云岩渔安安井回迁居住区	贵阳	100%	180	180
世纪新城	贵阳	100%	110	110
文化地产项目	贵阳	100%	107	107
景怡西苑	贵阳	100%	79	79
中天万里湘江	贵阳	91%	67	61
中天花园	贵阳	100%	62	62
南湖项目	贵阳	100%	17	17
中天铭廷	南京	100%	8	8
合计				2787

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

与资本市场的印象不同, 贵阳房地产市场颇为健康: 不但成交量维持在较高水准, 价格也稳中有升。

图 4: 贵阳房地产市场成交量维持在高位



资料来源: 中指数据、国信证券经济研究所整理

图 5: 贵阳房地产价格稳中有升



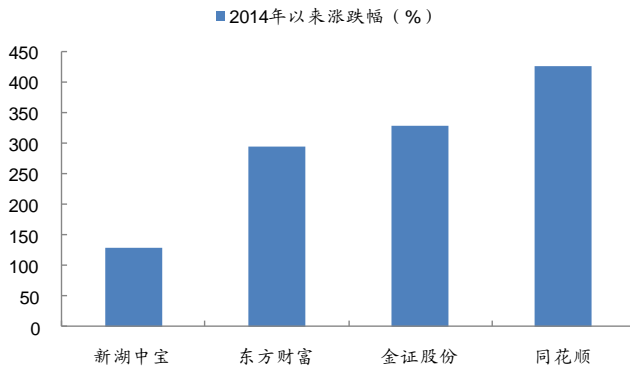
资料来源: 中指数据、国信证券经济研究所整理

得益于健康的楼市和贵阳“去大盘化新政”（对房地产开发项目严格执行“净地出让”），公司14年上半年销售同比增长11%，成为为数不多的销售逆市上扬的公司之一。随着贵阳城镇化进程的进一步加快，公司将进入业绩的加速释放期。

■ 顺风顺水，进军互联网金融

2013年，在“阿里小贷”、“余额宝”等产品的冲击下，互联网金融逐步火热起来；2014年，互联网金融的风口已然确立，并成为资本市场的宠儿——东方财富、金证股份、同花顺等涨幅均超过300%，连沾上互联网金融边的地产股新湖中宝也走出翻倍行情。

图6：2014年互联网金融概念股涨幅一览



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在贵州“引金入黔”、打造西部重要金融中心以及贵阳“建设成为西部科技金融创新和互联网创新城市”的大背景下，公司顺势而为，通过参股贵阳银行和贵州银行、收购贵阳互联网金融产业投资发展有限公司（贵州互联网金融产投），跨入互联网金融蓝海。

表2：公司进军互联网金融大事记

时间	事项
2012年	入股贵阳银行
2013年12月	拟投资9443万元入股贵州银行，占比1%
2014年5月	贵阳互联网金融产投成立
2014年8月	出资17亿元，设立中天城投集团金融投资公司
2014年8月	公司出资3000万元入股贵阳互联网金融产投，占比46.15%
2014年11月	再注资3500万元入股贵阳互联网金融产投，占比达65%，实现绝对控股

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 地利人和，布局大健康产业

公司深耕贵阳多年，依托贵州贵阳得天独厚的环境、生态、气候、资源和交通等优势，提前布局大健康产业，提供高品质、高水平、新理念、新体系的医疗、医药、养老、养生和健康管理等方面的大健康服务。公司在贵阳的第一个养老地产项目正在选址规划中，未来方舟项目规划中的综合性医院项目也在选择合作方的过程中。

■ 管理层激励到位、业绩加速释放、多元化转型先锋，维持最高的投资评级——“买入”

公司股权激励计划已进行完首次行权，完善的激励制度保证了业绩的加速释放，定增顺利完成释放杠杆为多元化转型护航，顺风顺水迈入互联网金融蓝海、借地利人和布局大健康产业，公司估值提升空间巨大。按增发后新的股本摊薄，假设互联网金融及大健康产业自2015年开始贡献利润，且此块新业务税后利润占比约30%、年复合增长率15%：预计14-16年EPS0.98/1.50/1.87元，对应PE10.3/6.7/5.4X，合理估值为每股21.55元，其中地产重估价值为每股13.33元，维持最高投资评级——“买入”！

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3923	7971	9188	6770
应收款项	1211	938	1260	1838
存货净额	25340	20430	25428	43761
其他流动资产	974	1456	1955	2850
流动资产合计	31448	30795	37830	55218
固定资产	2865	2673	2474	2269
无形资产及其他	152	146	140	134
投资性房地产	1854	1854	1854	1854
长期股权投资	131	231	331	431
资产总计	36450	35699	42630	59907
短期借款及交易性金融负债	5713	4500	4500	4500
应付款项	3003	4227	6781	13675
其他流动负债	14967	14603	19236	29939
流动负债合计	23684	23330	30517	48115
长期借款及应付债券	8674	8444	8444	8444
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	32213	39400	56997
少数股东权益	252	252	252	252
股东权益	3402	3234	2978	2657
负债和股东权益总计	36450	35699	42630	59907

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.63	0.98	1.50	1.87
每股红利	0.82	1.07	1.65	2.06
每股净资产	1.98	1.89	1.74	1.55
ROIC	8%	12%	24%	29%
ROE	32%	52%	58%	50%
毛利率	42%	57%	62%	53%
EBIT Margin	21%	25%	28%	24%
EBITDA Margin	23%	29%	30%	26%
收入增长	113%	13%	34%	46%
净利润增长率	147%	55%	54%	25%
资产负债率	91%	91%	93%	96%
息率	8%	11%	16%	20%
P/E	16.0	10.3	6.7	5.4
P/B	5.1	5.3	5.8	6.5
EV/EBITDA	29.0	20.0	16.3	17.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7576	8563	11498	16767
营业成本	4399	3649	4318	7920
营业税金及附加	846	1789	2171	2371
销售费用	392	514	957	1313
管理费用	325	434	877	1185
财务费用	185	51	45	45
投资收益	6	3	4	3
资产减值及公允价值变动	(49)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1387	2129	3134	3936
营业外净收支	83	0	0	0
利润总额	1471	2129	3134	3936
所得税费用	389	457	565	726
少数股东损益	0	1	1	1
归属于母公司净利润	1081	1672	2567	3209

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1081	1672	2567	3209
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)	5558	1365	(2212)
其它	(37)	3	3	4
经营活动现金流	(2502)	7531	4241	1311
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)	(1839)	(2824)	(3529)
其它融资现金流	2506	(1213)	0	0
融资活动现金流	4416	(3283)	(2824)	(3529)
现金净变动	1782	4049	1217	(2418)
货币资金的期初余额	2141	3923	7971	9188
货币资金的期末余额	3923	7971	9188	6770
企业自由现金流	(2483)	7470	4176	1247
权益自由现金流	2364	5986	4139	1210

相关研究报告:

- 《中天城投-000540-2014年半年报点评: 高增长、动力足, 维持推荐评级》 ——2014-08-15
- 《中天城投-000540-2014年半年报点评: 高增长、动力足, 维持推荐评级》 ——2014-08-15
- 《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

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	增持	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±10%之间
	卖出	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	超配	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。