

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)

2015年05月18日

互联网金融的血统愈发浓厚，估值有望进一步提升

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码：S0980510120051

证券分析师： 朱宏磊

0755-82130513

zhuhl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515020002

事项：

中天城投公告：①拟控股贵州合石电子商务有限公司；②拟投资成立小额贷款公司；③拟投资成立融资性担保公司；④与贵州中黔金融资产交易中心有限公司签订战略合作框架协议；⑤董事会审议通过增加“大金融”及“大健康”管理团队的薪酬标准；⑥拟对子公司——金融控股有限公司增资至36亿元。

评论：

■ 向着目标奔跑，不负我们鼎力推荐

公司于2014年8月公告投资、控股贵阳互联网金融产业投资有限公司，拟进军互联网金融产业。我们于2014年12月16日公司完成定增、净负债率由238%降至113%的时点，意识到其战略转型、布局互联网金融已具备财务可行性，于是发布了呼吁坚定买入公司股票研报《源头活水、再造中天，价值低估、坚定买入》。自那时起，我们成为了全市场呐喊“买入中天城投”声音最大的卖方，尤其是在2015年一季度！每逢市场犹豫时，我们的“买入”提示最频繁、最坚定！我们的呐喊和呼吁获得了广大投资者的响应，在《源头活水、再造中天，价值低估、坚定买入》发布后的一个季度，公司股价就迎来了超过200%的涨幅。

今日连发的上述六个公告，彰显了其朝着互联网金融转型目标奔跑的强大执行力，与其奔跑的股价一样，没有辜负我们的鼎力推荐。

■ 布局全产业链，构建互联网金融生态圈

公司在年报中已明确提出“计划在银行、证券、信托、保险领域实现控股和参股，在互联网银行、在线支付、远程支付、P2P小额贷款、供应链金融领域取得经营资质和牌照”，彰显了其拟大手笔布局互联网金融全产业链、构建互联网金融生态圈的宏大目标，今天发布的上述六个公告，涵盖了对P2P、电商小贷、金融资产交易、融资担保四大领域的投资，正是朝着这个目标前进——

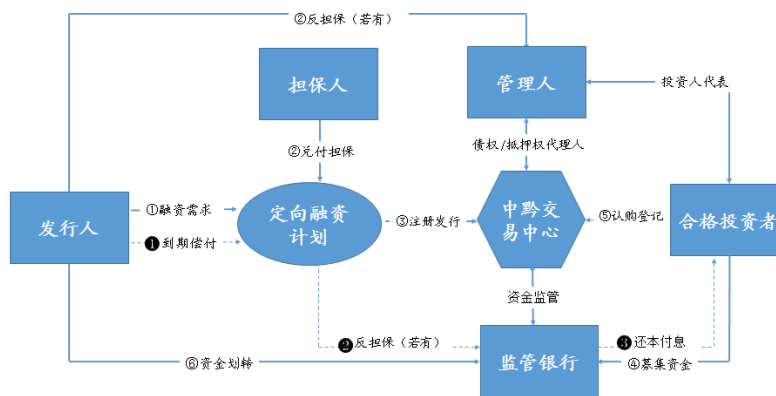
1. 中天城投全资子公司贵阳金控通过增资模式实现控股招商贷一事达成协议。根据双方签订的增资协议，贵阳金控将持有招商贷55%的股权，达到对其绝对控股。

未来招商贷将被打造成为类似交易所的纯信息中介平台，除了提供小额网贷撮合服务之外，也将提供大额债权转让服务，由包括地方政府资产、银行资产、国有企业资产、资产管理公司在内的各类优质资产所构成，从而使招商贷成为能全方位覆盖普通借款人和机构借款人并能够有效撮合借贷双方交易的优质信息平台。

中天城投将以招商贷为核心平台，打造互联网金融产业生态链，基础资产包括小额网贷资产、地方政府债、大额企业债权、金融债、供应链金融产品等，通过担保公司显性担保结合后台风控大数据，形成完整闭环。公司设想，招商贷作为核心信息中介完成交易撮合，公司通过外部债权平台、小贷公司、传统金融机构提供优质基础资产，旗下担保公司对基础资产进行显性担保，托管银行作为资金交易结算中介，形成资金流、信息流相互独立而又有机统一的闭环。

2. 中天城投将以贵阳金控作为主发起人、以自有资金现金出资 33,000 万元~65,000 万元，为最大出资人，其余注册资金由自然人陈格路等其他出资者组成，在贵阳成立小额贷款公司。
小额贷款公司是公司构建以贵州合石电子商务有限公司招商贷平台为核心的普惠金融业务的重要组成部分。公司出资成立小额贷款公司，可有效增加相关贷款额度，与公司业务发展布局合理匹配，为电商交易双方及其他相关业务方提供更有力的融资支持，同时有利于增加公司的盈利来源。
 3. 中天城投拟以自有资金出资人民币 65,000 万元在贵阳设立一家融资性担保公司，以促进大金融业务的发展。融资性担保公司的设立不但可充分发挥公司产融结合优势，为部分与公司保持良好合作关系的中小企业提供有效的抵押、担保，协助其解决发展中融资难、融资贵的问题；同时还可通过收取相应的担保费用获得一定资本回报。
 4. 中天城投子公司贵阳金控拟投资贵州中黔金融资产交易中心有限公司（以下简称“中黔交易中心”），已签署了合作框架协议。中黔交易中心是贵州省内从事金融资产交易业务的企业，2013 年 11 月成立，2014 年 4 月起正式开展业务，拥有稳定完整的管理团队。经营范围为金融资产交易业务。目前主要业务包括定向融资计划和金融资产收益权转让。
- 定向融资计划指：发行人将特定投资者作为募集对象而发行的，约定在一定期限内还本付息的债务融资工具。作为银行贷款的有效补充，通过中黔交易中心发行定向融资计划对于某些融资主体而言是一种有效的直接融资方式。

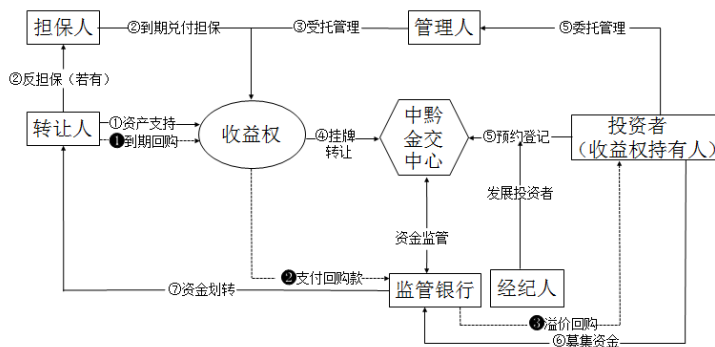
图 1：定向融资计划基本交易结构



资料来源：中黔金融资产交易中心介绍、国信证券经济研究所整理

- 金融资产收益权转让指：以具有确定额度、预期收益和期限的金融资产为基础，通过中黔交易中心转让其收益权来获得融资的创新金融业务。一般来说，转让人向中黔交易中心申请转让企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权、基础设施、商业物业、委托贷款等收益权，经中黔交易中心审批通过后面向合格投资者转让；产品存续期满时，向投资者溢价回购该收益权。

图 2：金融资产收益权转让基本交易结构



资料来源：中黔金融资产交易中心介绍、国信证券经济研究所整理

中黔交易中心现有的金融资产交易业务将丰富中天城投大金融板块产业构成，与现有金融类及大数据类控股、参股公司业务板块形成协同共赢，构建并完善公司的金融业态，整合公司现有的资源优势，积极融合互联网金融资源要素，打造惠民金融平台，拓展公司金融产业渠道，推进公司大金融生态链的发展与丰富。

5. 在今年5月5日中天城投还通过贵阳金控、贵阳移动金融发展公司向主营智能卡的上海柯斯软件公司增资扩股。

由上海联和投资公司控股的上海柯斯成立于2002年，是专业从事智能卡操作系统（COS）开发、智能卡生产和服务、移动金融产品与智能卡增值业务平台研发和运营的高科技企业，具备智能卡、电信、金融等业内重要资质。公司拥有完整的产品线，包括电信产品系列、移动支付系列、非电信产品系列和系统集成系列，涉及电信、金融、税控、社保、建设事业等多个领域的智能卡产品。

参股上海柯斯将为贵阳市移动金融产业链的建立、全面完成国家发改委与人民银行移动金融创新服务试点目标提供保障；也是对中天城投大金融生态链的有益补充。

另外，中天城投还公告了对贵阳金控进一步增资的决议，将以现金方式对贵阳金控增加注册资本85,000万元至360,000万元总额。据公司在全景网上的投资者活动介绍，截至今年2月份，贵阳互联网金融产业园已吸引64家互联网金融企业拟入驻。未来有望通过贵阳金控对产业园区内的资源进行进一步的整合。我们认为，公司的一系列动作已表明其对互联网金融的投入最终将贯穿全产业链，最终构建完整生态圈。

■ 天时、地利、人和，预计互联网金融有望成为公司最核心主业

去年以来，中天城投通过定增引入战略投资者，拉开了转型互联网金融的大幕，转型的过程可谓“逢天时、占地利、得人和”——

- 天时：国务院总理李克强3月5日在十二届全国人大三次会议上作政府工作报告时指出，新兴产业和新兴业态是竞争高地，2015年将制定“互联网+”行动计划。报告中，李克强两次提到“互联网金融”。在部署2015年工作时，李克强总理强调“制定‘互联网+’行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。国家已设立400亿元新兴产业创业投资引导基金，要整合筹措更多资金，为产业创新加油助力。”
- 地利：贵阳市出台《支持贵阳市互联网金融产业发展的若干政策措施》从登记注册、办公用房、税收到人才形成完善的政策扶持体系，并成立了贵阳互联网金融产业园，着力吸引和带动互联网金融企业落户贵阳，全力打造互联网金融企业聚集区，致力将贵阳建设成为西部科技金融创新城市和互联网金融创新城市。
- 人和：除了贵阳市对于互联网金融人才的积极招揽，中天城投还审议并通过《关于审议公司薪酬制度增加“大金融”与“大健康”产业薪酬制度标准的议案》，同意公司对于“大金融”与“大健康”产业关联企业核心管理团队及不同业务领域的负责人实行年薪制，其薪酬水平以公司房地产板块薪酬标准为参照，“大金融”产业薪酬标准为房地产板块的3-5倍，“大健康”产业薪酬标准为房地产板块的1-3倍。

公司董事会决议，将切实推进战略转型，加速“两大一小”战略落地，即“大金融”+“大健康”+“小地产”。从公司近期频繁的资本动作和对未来的展望，保守估计在五到十年内，互联网金融有望成为公司最核心主业，公司的两大一小战略最终将演变成聚焦互联网金融，互联网金融对公司的业绩贡献将超过大健康和小地产。

■ 受益降准降息及高铁通车，地产业务回升，有利于互联网金融业务的聚焦

去年以来，随着政策、货币环境的持续宽松，尤其是降息、降准带来的刺激，房地产行业销售修复较为明显。另外，随着贵广高铁的开通，贵阳将逐步成为西南地区的枢纽站。贵阳北站的运营和陆续开通的高铁线路，成为当地楼盘售卖的亮点。作为本土最大的房地产开发商，中天城投无疑是最大的受益者：据媒体报道，公司的未来方舟项目均价已上涨两成。中天城投受益贵阳高铁开通未来方舟均价涨两成。地产业务的加速去化、现金回笼，有利于公司对互联网金融业务的聚焦。

■ 血统愈发浓厚，估值水平长期将向互联网金融龙头靠拢，维持最高评级——“买入”

公司向互联网金融转型动作频频、血统愈发浓厚，若最终能成功打造从第三方支付、移动支付，到在线理财、电商小贷、P2P、股权、实物众筹以及数据征信、金融服务平台、担保等的互联网金融平台，估值水平长期将向互联网金融龙头靠拢。目前互联网金融相关品种的整体估值水平已达150倍以上。预计公司15-17年EPS0.60/0.75/0.89，对应PE22.7/18.2/15.2X，估值有望得到进一步提升，维持最高评级——“买入”。

■ 前期重要报告一览

《中天城投-000540-重大事件快评：信心和意志的彰显，维持最高评级——“买入”》——2015-04-10

《中天城投-000540-2014 年年报点评：产融结合、并购重组、创新发展，维持“买入”》——2015-02-17

《中天城投-000540-公司快评：源头活水、再造中天，价值低估、坚定买入》——2014-12-16

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 5204 | 5000 | 6000 | 7000 |
| 应收款项 | 1273 | 2292 | 2852 | 3430 |
| 存货净额 | 30138 | 45354 | 58038 | 71061 |
| 其他流动资产 | 1264 | 2205 | 2734 | 3253 |
| 流动资产合计 | 37879 | 54851 | 69624 | 84744 |
| 固定资产 | 3477 | 3176 | 2860 | 2531 |
| 无形资产及其他 | 153 | 147 | 141 | 135 |
| 投资性房地产 | 1832 | 1832 | 1832 | 1832 |
| 长期股权投资 | 53 | 58 | 68 | 78 |
| 资产总计 | 43395 | 60065 | 74526 | 89321 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 5462 | 8825 | 14435 | 18673 |
| 应付款项 | 6101 | 11338 | 14286 | 17227 |
| 其他流动负债 | 15835 | 22646 | 26784 | 32344 |
| 流动负债合计 | 27399 | 42810 | 55505 | 68245 |
| 长期借款及应付债券 | 7461 | 7231 | 7231 | 7231 |
| 其他长期负债 | 900 | 1100 | 1260 | 1390 |
| 长期负债合计 | 8361 | 8331 | 8491 | 8621 |
| 负债合计 | 35760 | 51141 | 63996 | 76866 |
| 少数股东权益 | 335 | 335 | 336 | 336 |
| 股东权益 | 7300 | 8589 | 10194 | 12119 |
| 负债和股东权益总计 | 43395 | 60065 | 74526 | 89321 |

| 关键财务与估值指标 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.37 | 0.60 | 0.75 | 0.89 |
| 每股红利 | 0.44 | 0.30 | 0.37 | 0.45 |
| 每股净资产 | 1.70 | 2.00 | 2.37 | 2.82 |
| ROIC | 7% | 12% | 12% | 12% |
| ROE | 22% | 30% | 32% | 32% |
| 毛利率 | 31% | 36% | 36% | 36% |
| EBIT Margin | 16% | 20% | 20% | 20% |
| EBITDA Margin | 17% | 22% | 22% | 21% |
| 收入增长 | 50% | 60% | 25% | 20% |
| 净利润增长率 | 48% | 61% | 25% | 20% |
| 资产负债率 | 83% | 86% | 86% | 86% |
| 息率 | 3% | 2% | 3% | 3% |
| P/E | 36.5 | 22.7 | 18.2 | 15.2 |
| P/B | 8.0 | 6.8 | 5.7 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 49.2 | 26.9 | 24.9 | 23.4 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 11391 | 18225 | 22782 | 27338 |
| 营业成本 | 7827 | 11683 | 14626 | 17551 |
| 营业税金及附加 | 1009 | 1604 | 2028 | 2460 |
| 销售费用 | 463 | 747 | 957 | 1176 |
| 管理费用 | 296 | 480 | 610 | 744 |
| 财务费用 | 108 | 272 | 276 | 271 |
| 投资收益 | 8 | 3 | 3 | 3 |
| 资产减值及公允价值变动 | (31) | (10) | (10) | (10) |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1665 | 3433 | 4278 | 5129 |
| 营业外净收支 | 466 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2131 | 3433 | 4278 | 5129 |
| 所得税费用 | 529 | 858 | 1070 | 1282 |
| 少数股东损益 | (1) | (2) | (3) | (3) |
| 归属于母公司净利润 | 1604 | 2577 | 3211 | 3850 |

| 现金流量表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 1604 | 2577 | 3211 | 3850 |
| 资产减值准备 | (18) | (3) | (3) | (3) |
| 折旧摊销 | 118 | 360 | 364 | 368 |
| 公允价值变动损失 | 31 | 10 | 10 | 10 |
| 财务费用 | 108 | 272 | 276 | 271 |
| 营运资本变动 | (719) | (4930) | (6531) | (5492) |
| 其它 | 18 | 3 | 3 | 3 |
| 经营活动现金流 | 1035 | (1983) | (2945) | (1263) |
| 资本开支 | (680) | (60) | (50) | (40) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (602) | (65) | (60) | (50) |
| 权益性融资 | 2721 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (1213) | (230) | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (1898) | (1288) | (1606) | (1925) |
| 其它融资现金流 | 4349 | 3363 | 5610 | 4238 |
| 融资活动现金流 | 849 | 1844 | 4005 | 2313 |
| 现金净变动 | 1281 | (204) | 1000 | 1000 |
| 货币资金的期初余额 | 3923 | 5204 | 5000 | 6000 |
| 货币资金的期末余额 | 5204 | 5000 | 6000 | 7000 |
| 企业自由现金流 | 70 | (1846) | (2795) | (1108) |
| 权益自由现金流 | 3206 | 1082 | 2608 | 2927 |

相关研究报告:

- 《中天城投-000540-重大事件快评: 信心和意志的彰显, 维持最高评级——“买入”》 ——2015-04-10
- 《中天城投-000540-2014 年年报点评: 产融结合、并购重组、创新发展, 维持“买入”》 ——2015-02-17
- 《中天城投-000540-公司快评: 源头活水、再造中天, 价值低估、坚定买入》 ——2014-12-16
- 《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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。