

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 10 月 19 日

进军“保险”，坚定买入

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子公司贵阳金控拟出资 20 亿元收购中科英华和上海中科持有的联合铜箔（惠州）有限公司 100% 股权，间接收购了中融人寿保险股份有限公司 20% 的股权；②公司公布第二期限限制性股票激励计划，新的解锁条件对未来四年净利润要求为 22.1/28.7/37.4/48.6 亿元，高于第一期限限制性股票激励计划中的解锁要求。

评论：

■ 向着目标继续奔跑，不负我们鼎力推荐

中天城投是国信证券地产团队最早挖掘的牛股，自 2009 年以来撰写的研报已超 30 篇。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的研报《源头活水、再造中天，价值低估、坚定买入》；2015 年年初在年度策略《短享繁荣，长思变革》即为今年地产选股思路定下“改革、转型”两条主线，更将中天作为牛市主打品种力推，一季度喊买声音最大！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，自起推之日最高涨幅 349%（逾 4 倍），市值最高跃升至 770 亿元；其后，虽经历股市异常波动，至今仍距我们起推点上涨 83%，大幅跑赢沪深 300 指数和房地产指数。

今日公司再发公告，通过收购联合铜箔实现收购中融寿险 20% 的股权，彰显了其整合优质资源、拓展金融产业渠道、朝着互联网金融转型目标奔跑的强大执行力。

■ 收购中融寿险，彰显公司转型团队的强悍执行力

本次公司出资 20 亿元收购联合铜箔从而间接获得中融人寿 20% 的股权，成为其并列第一大股东（另一大股东清华控股亦持有 20% 股权），看重的是中融人寿未来的经营状况和获利能力，及其与公司转型战略的契合，此次拟收购股权资产交易事项符合公司“并购重组、产融结合、创新发展”的战略发展部署，有利于公司未来长期发展，获取优质大金融基础资产、实现金融领域收益提升，奠定大健康战略发展核心基础，完善公司特色精小地产增值服务业务构架，符合公司全体股东的长远利益，再次彰显了公司转型团队的强悍执行力。

■ 第二期限限制性股票激励计划上调 15-16 年盈利门槛，彰显公司对未来发展的信心

公司公告了第二期限限制性股票激励计划，其中对于 15-18 年的盈利预期上调至 22.1/28.7/37.4/48.6 亿元，相较 2013 年 7 月的起一期限限制性股票激励计划，其 15、16 年的盈利预期均上调了 46.6%。

表 1：二期限限制性股票激励计划的盈利门槛较一期有 46% 的提升

第一期限限制性股票激励计划					
年度	2012	2015	2016	2017	2018

以 2012 年为基准年净利增速要求		1060%	1408%		
相应扣非净利润门槛（亿元）	1.3	15.08	19.60		
第二期限限制性股票激励计划					
年度	2014	2015	2016	2017	2018
以 2014 年为基准年净利增速要求		80%	134%	204.20%	295.46%
相应扣非净利润门槛（亿元）	12.28	22.10	28.74	37.36	48.56
年度		2015	2016		
一、二期净利门槛提升幅度		46.6%	46.6%		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

二期限限制性股票激励计划的推出，将进一步绑定公司管理层的利益、激发其积极性，为公司中长期的发展保驾护航；同时，对于限制性条件中盈利项的向上提升，也彰显了公司对于未来发展的信心。

■ 天时、地利、人和，构建互联网金融生态圈，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，转型的过程可谓是“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。

公司亦动作连连，切实推进战略转型，加速“两大一小”战略落地。5 月 18 日公司更是六公告齐发：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，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，8 月 28 日设立贵州生活宝智慧社区开发运营有限公司、设立中天普惠金服、参与设立贵阳体育金融，向着“布局互联网金融全产业链、构建互联网金融生态圈”目标大步迈进。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”。

■ 转型动作不断，为再次腾飞积蓄力量，维持最高评级——“买入”

2015 年是公司实施“大金融、大健康、小地产”即“两大一小”战略关键时期，为顺利推进公司战略转型，公司提出“并购重组、创新发展、产融结合”的十二字实施方针。二期限限制性股票激励计划的推出，进一步绑定员工利益，调动起积极性，为转型保驾护航，同时对业绩门槛的提升彰显出公司对于未来发展的信心；收购中融寿险进军保险领域，“大金融”布局再迈出一大步。预计 15-17 年 EPS0.60/0.75/0.89 元，对应 PE 分别为 12.3/9.8/8.2X，维持最高评级——“买入”。

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	6%	4%	5%	6%
P/E	19.7	12.3	9.8	8.2
P/B	4.3	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	35.2	20.3	19.4	18.8

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-000540-2015 年半年报点评: 多管齐下、加速转型, 为再次腾飞积蓄力量》 ——2015-08-28
- 《中天城投-000540-重大事件快评: 控股股东、高管齐增持, 彰显意志与信心》 ——2015-07-07
- 《中天城投-000540-重大事件快评: 互联网金融的血统愈发浓厚, 估值有望进一步提升》 ——2015-05-18
- 《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

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。