

## 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)

2016年01月31日

## 转型持续，业绩靓丽

 证券分析师： 区瑞明  
 证券分析师： 朱宏磊

 0755-82130678  
 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  
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515020002

中天城投是国信房地产长期跟踪、持续推荐的品种之一，第一篇深度报告可以追溯至 2008 年 6 月。公司股价的表现如下：2009 年起至最高点累计上涨 35 倍，至今涨幅仍有 12 倍；2014 年 12 月 16 日公司完成定增、净负债率由 238% 降至 113% 的时点（彼时股价 4 元）我们意识到其战略转型、布局互联网金融已具备财务可行性，发布研报《源头活水、再造中天，价值洼地，坚定买入》于全市场率先预判公司市值有望突破 300 亿元并大声疾呼买入；其后在 170 亿元市值附近，我们不断通过研报、短信、微信、路演等多种形式力荐，自起推之日最高涨幅 349%（逾 4 倍），市值最高跃升至 770 亿元，同时期涨幅在所有地产股中排名第 4，是牛市中博取超额收益的优质品种；其后虽经历调整，至今仍距我们 14 年 12 月 16 日的起推点上涨 67%（市值 313 亿元），大幅跑赢沪深 300 指数和房地产指数。公司近期在转型“大金融”布局中建树颇丰，年末业绩预告亦交出靓丽答卷，更新如下——

### ■ 业绩预增 50%-80%，交出靓丽答卷

得益于房地产业务结算规模增加和部分子公司享受西部大开发企业所得税优惠政策，公司 2015 年的业绩预期增长 50%-80%，EPS 区间为 0.56-0.67 元，基本符合我们前期 0.60 元的预计。公司 2015 年的销售业绩同样靓丽：根据极智讯的数据，公司全年销售总额 205 亿，位居“中国典型房企年度销售业绩排行榜”前 50 位；其主力楼盘未来方舟、贵州金融城劲销 100 亿，登顶贵州区域榜首，贵阳市场占比 17.2%。公司深耕贵阳多年，品牌及资源优势明显，未来有望继续紧抓政策宽松带来的机遇加速去化，稳固区域龙头地位。

### ■ 转型“大金融”持续加码，从体系上完成构建集传统金融与创新金融于一体的金融生态圈雏形

2014 年 12 月完成定增后，公司净负债率大幅下降，为转型打开财务空间。经过 2014 年的铺垫和准备后，2015 年公司在转型“大金融”方面卓有建树。

表 1: 公司的“大金融”布局日益完善

时间	事项
2015 年 12 月	增资贵阳金控至 60 亿元
2015 年 12 月	30.1 亿元竞拍海际证券 67% 股权成功
2015 年 11 月	出资 1.4 亿元设立友山基金，占比 70%
2015 年 11 月	出资 1.8 亿元设立百安互联网保险，占比 18%
2015 年 10 月	出资 3 亿元设立华宇再保险，占比 20%，并将申请综合性再保险牌照
2015 年 10 月	拟参与竞拍海际证券 67% 的股权，底价 4.1 亿元
2015 年 9 月	20 亿元收购联合铜箔股份，间接收购中融人寿 20% 股份
2015 年 8 月	增资贵州中黔金融资产交易中心
2015 年 6 月	出资 20 亿设立中天城投（贵州）普惠金融服务有限公司
2015 年 5 月	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。

2015年1月	成立了中天城投集团(上海)股权投资基金、上海虎魄股权投资基金,与贵阳高新黔投小贷、贵州合石电子商务有限公司(招商贷)签订战略合作协议并在尽调后控股
2014年11月	再注资3500万入股贵阳互联网金融产投,占比达65%,实现绝对控股
2014年8月	公司出资3000万入股贵阳互联网金融产投,占比46.15%
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5月	贵阳互联网金融产投成立
2013年12月	投资9443万元入股贵州银行,占比1%
2012年	入股贵阳银行

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所

随着在证券(受让海际证券67%的股权)、保险(收购中融人寿20%股权、出资1.8亿元设立百安互联网保险、出资3亿元设立华宇再保险)等金融领域的不断加码,公司的“大金融”格局不断得到完善,已形成:

①以贵阳金融控股有限公司为传统金融领域产业主体,以并购重组为主要手段,获取银行、保险、证券、期货、信托等金融机构经营资质和牌照的发展路径;

②以中天普惠金融服务有限公司为主体,通过控股、参股、新设等系列方式,成功获得包括P2P、大数据交易、大数据评估、大数据征信、大数据开发平台、众筹金融资产交易、互联网金融、移动金融、体育金融等多项业务发展先机,初步形成汇集各类新兴金融产业实体于一体的普惠金融业态集群。

从体系上完成构建集传统金融与创新金融于一体的金融生态圈雏形。

### ■ “大健康”转型扬帆启航

“大金融”格局已具雏形,“大健康”的转型亦扬帆启航。在2015年半年报中公司披露:已初步探索出一条基于互联网+战略及O2O技术,形成一套以人的需求为核心,涵盖“医、养、护、检、药”在内的“大健康”产业构架体系发展思路;同时,公司将依托已有成熟社区资源、规模化区域体育健身资源和区域领先教育资源,紧抓《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》和《中国足球改革发展总体方案》发布后所带来的体育产业市场化发展机遇,整合各类体育协会、训练基地、国外先进训练技术、赛事组织方和体育金融等优势要素,构建包括青少年足球、青少年体育健身、体育游戏竞猜、专业体育装备在内的“大健康+体育”规模化产业体系,将其建设成为“大健康”产业的重要组成部分及公司“小地产”的特色配套精品资源。目前,大健康产业投资公司已在筹备之中。

2015年11月,公司与四川医科大学签订战略合作协议,双方将积极推动建立大健康合作平台或项目实施主体,在泸州、贵州、四川乃至全国范围内就合作办学、建设健康产业园区、看护培训、养老护理,合作开发医院、体检中心、社区医疗、居家养老、基层健康管理中心及打造民族医药平台等方面进行合作。与四川医科大学的合作,正是公司“大健康”战略的重要推进,既完善了“大健康”产业发展基础性要素体系,亦抢占了大健康战略优质外部资源尤其是人才资源。公司披露将以合作办学为重点项目,以养老产业中看护培训、养老护理作为核心要素推进与川医大实质性合作,推动公司“以保险公司为聚集各类健康服务要素及资金封闭运行的核心平台;将整合资金流、信息流、业务流,构建包括医、养、护、检、药在内的普惠大健康O2O业务平台体系下的‘大健康’产业构架商业模式”落地,倾力推进大健康战略发展。

### ■ 对大股东定增已完成,彰显信心和意志,助力转型

2015年4月,公司公告拟对大股东单方定增,价格为9.86元/股(较目前股价溢价47%)、锁定期三年,彼时正值公司股价价值迭创新高之时,此举充分显示了大股东对公司发展充满信心,并向资本市场传递出强烈的积极信号——中天转型事在必成!2016年1月,定增完成,到位资金30亿元进一步优化公司的资债结构,提高了资本实力,为发展注入流动性,助力转型。

### ■ 转型动作不断、布局逐步完善,为再次腾飞积蓄力量,维持“买入”评级

2015年是公司建树颇丰的一年:地产业务交出靓丽答卷;“大金融”格局初成;“大健康”扬帆启航。多元化的布局不但增强了公司对抗行业风险的能力,同时亦有望形成新的业绩增长点,支撑公司的中长期发展。我们保守估计在五到十年内,公司的地产业务将不断萎缩,互联网金融有望成为公司最核心主业,健康产业将完成初步布局并探索出商业模式,公司两大一小战略将得到充分实施,不断提升公司的盈利能力和核心竞争力,实现再次腾飞。预计15-17年EPS0.60/0.75/0.89元,对应PE分别为11.2/9.0/7.5X,维持“买入”评级。

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>37879</b>	<b>54851</b>	<b>69624</b>	<b>84744</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>43395</b>	<b>60065</b>	<b>74526</b>	<b>89321</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>27399</b>	<b>42810</b>	<b>55505</b>	<b>68245</b>
长期借款及应付债券	7461	7231	7231	7231
其他长期负债	900	1100	1260	1390
<b>长期负债合计</b>	<b>8361</b>	<b>8331</b>	<b>8491</b>	<b>8621</b>
<b>负债合计</b>	<b>35760</b>	<b>51141</b>	<b>63996</b>	<b>76866</b>
少数股东权益	335	335	336	336
股东权益	7300	8589	10194	12119
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43395</b>	<b>60065</b>	<b>74526</b>	<b>89321</b>

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	7%	4%	6%	7%
P/E	18.0	11.2	9.0	7.5
P/B	3.9	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	33.7	19.6	18.8	18.3

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
<b>营业收入</b>	<b>11391</b>	<b>18225</b>	<b>22782</b>	<b>27338</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>2131</b>	<b>3433</b>	<b>4278</b>	<b>5129</b>
所得税费用	529	858	1070	1282
少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(3)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1604</b>	<b>2577</b>	<b>3211</b>	<b>3850</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>1604</b>	<b>2577</b>	<b>3211</b>	<b>3850</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1035</b>	<b>(1983)</b>	<b>(2945)</b>	<b>(1263)</b>
资本开支	(680)	(60)	(50)	(40)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(602)</b>	<b>(65)</b>	<b>(60)</b>	<b>(50)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>849</b>	<b>1844</b>	<b>4005</b>	<b>2313</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1281</b>	<b>(204)</b>	<b>1000</b>	<b>1000</b>
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: 进军“保险”, 坚定买入》 —— 2015-10-19
- 《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

## 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。