

动态报告/公司快评

房地产

中天城投 (000540)

推荐

房地产开发

2009 年业绩预增快评

(维持评级)

2010 年 1 月 22 日

业绩靓丽，未来两年仍有望保持高增长

分析师：方焱 fangyan@guosen.com.cn 0755-82130648

分析师：区瑞明 ourm@guosen.com.cn 0755-82130833-1853

事项：

公司今日发布2009年业绩预告公告：09年实现净利润4.39-5.35亿元，同比增长130%-180%，EPS按最新股本摊薄为0.77元-0.93元。

评论：

■ 公司所预告的业绩区间超出我们预期

我们对公司中期业绩的预测值为 EPS0.71 元，公司本次预告的业绩区间超出我们这一预期。09 年公司针对区域房地产市场迅速升温的情况，采取了如下经营策略：1、在确保产品合理利润水平的前提下，加大促销力度；2、适时推出受到市场欢迎的中小户型、总价较低的高性价比产品。上述策略效果明显，公司销售势头旺盛，营业收入和营业利润明显增长。另外，公司第三季度发生了两项非常性损益：一项是公司收到政府奖励的产业扶持资金 1.34 亿元，该项奖励资金相应增加公司年度利润 1.05 亿元；另外一项是公司收购华润贵阳城市建设有限公司 83% 股权(暨渔安片区一级开发项目)，由于收购成本低于项目公允价值变动，初步确认增加利润约 0.96 亿元，上述两项非经常性损益能增厚 EPS0.34 元。

■ 公司发展战略清晰，项目储备丰富，盈利能力强

公司房地产综合实力在贵州排名第一，市场占有率超过 10%。公司的发展战略是在加速发展房地产的同时，充分利用贵阳和贵州省资源优势，积极拓展矿业和旅游会展业务。公司目前二级开发项目有 8 个，包括未建、已开工未售及已售未结项目，权益总建面达 640 万平米，足够公司 5-6 年开发，其中权益可结算建面约 505 万平米。另外，预计公司在渔安片区的 5600 多亩一级开发项目中，约有 1100 多亩土地可能将按一二级联动模式开发，若此，公司二级开发项目权益总建面将突破 808 万平米，权益可结算建面也将达到 692 万平米。从项目盈利前景看：地价方面，除渔安片区一二级联动地块，其余项目大部分已付清，可结算面积的楼面地价从 45 元/平米至 805 元/平米不等，平均楼面地价仅 310 元/平方米，平均完全成本(含地价)仅 2210 元/平米；售价从 2800 元/平米至 15000 元/平米不等，平均售价至少能达到 4211 元/平米，若完全售罄，销售额将突破 290 亿元，毛利率将达到 48%，实现净利有望接近百亿元，盈利前景十分可观。

■ 一级开发收益巨大，将在 2010 年开始陆续体现

华润贵阳负责对贵阳渔安片区 9.53 平方公里的土地进行一级开发，完成一级开发后，预计可出让的商业用地在 5622 亩左右。渔安片区系贵阳市中心城区云岩区的组成部分，位于云岩区东部，距离贵阳市中心(大十字)直线距离约 6 公里，位于南明河下游，目前云岩区基本无大幅可供出让的土地，因此本项目土地具有稀缺性。云岩区政府与华润

贵阳已在开发合同中约定：政府用土地出让收益以及片区城市建设配套费支付华润贵阳上述投资成本，投资成本支付完成之后的剩余部分，由云岩区政府与华润贵阳公司双方按照 3: 7 比例进行分成。我们经调研后测算，开发成本约 39 万/亩，未来土地出让价格至少能达到 150 万元/亩，随着北京路东延至本项目（预计 2010 年开通），地价有望升至 250--300 万元/亩。按 150 万元/亩的地价下限和 300 万元/亩的上限假设，预计该一级开发项目在 2012 年前将为公司带来 33-68 亿元的净利，增厚 RNAV 4.60 元/股至 9.25 元/股。

■ 积极拓展矿业，价值巨大

除房地产外，公司还积极拓展矿业，已取得 2000 万吨锰矿、5 亿吨煤矿探矿权，并与当地地矿部门成立了合资公司。公司分别持股 70%和 85%，预计 09 年底或 2010 年上半年取得采矿权，2011 年实施矿业开采，2012 年后形成煤 500 万吨/年的生产能力；锰矿方面，形成 80 万吨/年的生产能力。

■ 定向增发助力公司发展

公司拟以 8.33 元/股的价格定向增发 1.88 亿股，募集资金约 16 亿元投入中天会展城项目。该项目是贵州省重点项目，公司在开发本项目过程中也获得了一系列优惠政策，09 年还获得了政府给予的 1 亿元经营性补助。项目总建面约 256 万平方米，预计销售额能达到 72 亿元。目前增发方案已报证监会审批，若能成功实施，将有利于公司进一步扩张规模、提升竞争力及持续盈利能力、为公司扩大市场占有率奠定基础，并能优化资本结构、改善财务状况，降低偿债风险。如果增发不能顺利实施，我们认为对公司经营造成的负面影响也非常有限，理由：1、中天会展城项目质地十分优良，是贵阳重点工程，信贷支持十分有保障；2、公司财务相对稳健，资产负债率合理，09 年三季报显示，扣除预收款后的资产负债率为 68%，货币资金 7.2 亿，远远大于短期借款与一年内到期的非流动负债总和 3.1 亿元。

■ 公司未来两年高增长十分确定，维持“推荐”评级

预计公司 10 及 11 年净利润 9.06 亿元和 16.87 亿元，09-11 年的年复合增长率超过 90%，不考虑增发后摊薄，2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 1.59 元和 2.95 元，动态 PE 分别是 10.7 倍和 5.8 倍，按增发后总股本（约 7.61 亿股）摊薄，动态 PE 则分别是 14 倍、7.6 倍，维持“推荐”评级。

房地产业务 NAV 估值：公司房地产业务的估值约 147 亿，按目前股本摊薄 NAV 为 25.71 元/股，按增发后股本摊薄 19.5 元/股。

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。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。