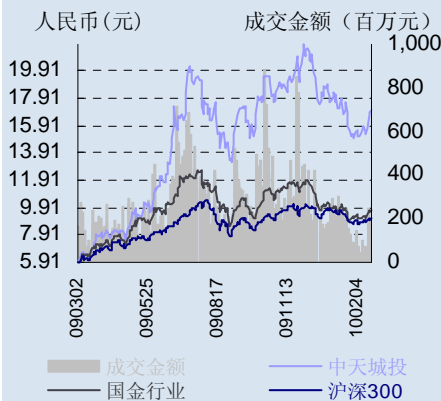


2010年03月02日

 市价(人民币): 17.00元
 目标(人民币): 20.32-22.86元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	300.92
总市值(百万元)	9,705.27
年内股价最高最低(元)	21.88/6.12
沪深300指数	3324.42
深证成指	12588.26


分析师: 曹旭特
 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中天城投 (000540.SZ)

——当地产再融资放开你会想起谁？

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.031	0.314	0.535	0.789	1.271	1.614
净利润增长率	N/A	912.57%	86.35%	135.91%	61.04%	27.01%
市盈率(倍)	113.02	39.58	9.27	21.54	13.38	10.53
行业优化市盈率(倍)	40.46	72.52	18.95	45.56	45.56	45.56
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
股息率	0.00%	0.00%	2.02%	0.29%	0.29%	0.29%
PE/G(倍)	#VALUE!	0.04	0.11	0.16	0.22	0.39
净资产收益率	3.52%	27.47%	25.01%	38.00%	38.54%	33.20%
每股净资产(元)	0.88	1.14	2.14	2.08	3.30	4.86
市净率(倍)	3.98	10.87	2.32	8.19	5.16	3.50
每股经营性现金流(元)	0.09	-0.15	-0.44	-0.21	0.40	-1.74
已上市流通A股(百万股)	112.73	112.83	158.04	300.92	300.92	300.92
总股本(百万股)	326.81	326.81	356.81	570.90	570.90	570.90

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- **为何会有中天城投这类城投公司出现？** 中天城投与单纯意义上的开发公司不同，不但从事房地产开发建设，还介入土地一级开发，其开发项目在补足成本后的收益部份可以与当地政府按照 7:3 的比例分成。我们认为分税制是城投类公司出现的制度基础，而一级开发对资金的要求和整体当地资源的特殊性，也注定了有中天城投这类能够分享土地超额收益公司的存在，公司的盈利模式具有复制性和可持续性。
- **再融资放开的最先受益者。** 有媒体报导了地产股再融资即将重启的新闻，我们认为地产融资如果放开，还是能够一定程度表明政府对地产的调控态度在发生微妙变化，至少对能够实现融资企业的微观经营十分有利。从时间顺序分析，公司融资申请是在已经公告且未实现融资的公司中最为靠前的，如果地产股融资能够提速，中天城投将是最有希望率先实现融资的公司。而对于中天城投这类拿地能力强的公司而言，得到资金支持后的发展速度无疑会更快。
- **公司业绩既有确定性也有弹性。**
 - ◆ 确定性体现在公司主打项目会展城的销售，由于政府已经搬至该地区，并且连接该区域与市区的道路也已经通车，对在该区域办公的公务员置业有较强吸引力，我们认为该项目每年的潜在需求量不低于 70 万平方米，而每平米楼面地价只有 290 元，显然公司在定价政策上有较强灵活性，所以未来会展城的开盘热销是较为确定的。
 - ◆ 弹性将体现在补贴收入和土地一级开发项目的受益。我们在盈利预测中没有考虑补贴收入，在对卖地的价格和规模也采取了较为保守的估计，公司未来业绩存在一定弹性空间。

- 投资建议。**预计公司 09 - 11 年每股收益分别为 0.79、1.27 和 1.61 元，动态市盈率分别为 21.5、13.4 和 10.5 倍。由于公司的盈利模式具有持续性，并且业绩既有确定性又有一定弹性，赋予公司 2010 年 16 - 18 倍市盈率较为合理，目标价格 20.3 - 22.9 元，建议买入。

内容目录

为何会有中天城投这类城投公司出现？	3
分税制是制度基础	3
中天城投自身也是城市运营的最佳载体	4
地产再融资松动的最先受益者	5
估值及投资建议	5
附录：三张报表预测摘要	7

图表目录

图表 1：中央及地方财政收入比例 单位：%	3
图表 2：中央及地方财政支出比例 单位：%	3
图表 4：地方财政收入中营业税和所得税的占比	4
图表 5：贵州和广东营业税和所得税占财政收入比例	4
图表 6：各省 GDP 单位：亿元	4
图表 4：贵州城市化率	4
图表 5：全国城市化率	4
图表 9：历年合同销售面积 单位：万平方米	5
图表 10：按商品房口径计算的市场占有率	5
图表 10：项目盈利预测	6

为何会有中天城投这类城投公司出现？

- 中天城投与单纯意义上的开发公司不同，不但从事房地产开发建设，还介入土地一级开发，这部分业务也将成为公司未来重要利润来源。按照协议，公司在贵阳渔安片区进行的 5600 亩一级开发的投资成本将由该地块拍卖收入来支付，而在补足成本后的收益部份还可以与当地按照 7：3 的比例来分成。
- 我们在此想探讨这种现象或者说城投类公司出现的原因，以判断其业务模式的持续性。首先阐明我们的结论，我们认为分税制是城投类公司出现的制度基础，而一级开发对资金的要求和整体当地资源的特殊性，也注定了有中天城投这类能够分享土地超额收益公司的存在，公司的盈利模式具有复制性和可持续性。

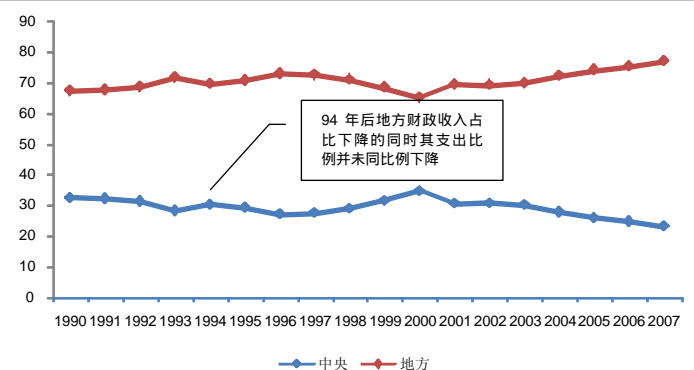
分税制是制度基础

- 我们认为分税制改革造成的地方政府财权和事权不对称是城投类公司出现的重要原因。因为分税制降低了地方财政在收入分配中的比重，但地方财政支出比例并未从此对应下调。
- 中国的分税制改革始于 94 年。所谓分税制即是按照事权和财权相统一的原则，结合税种的特性，划分中央与地方的税收管理权限和税收收入。但在实际运行中，实际效果很难达到完美的初衷。
- 可以看到 94 年实行分税制后，地方财政收入占比由 78% 下滑至 44%，但其支出反而由 69% 上升至 72%。

图表1：中央及地方财政收入比例 单位：%



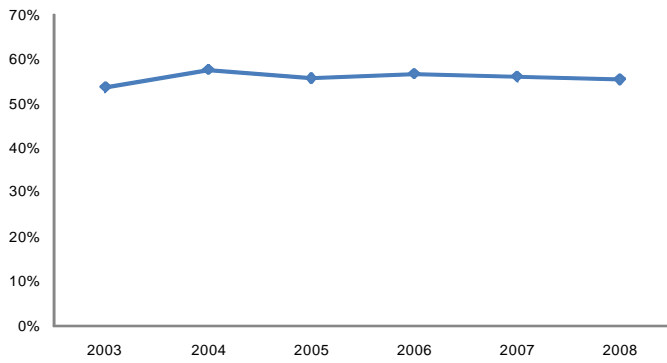
图表2：中央及地方财政支出比例 单位：%



来源：国金证券研究所 国家统计局

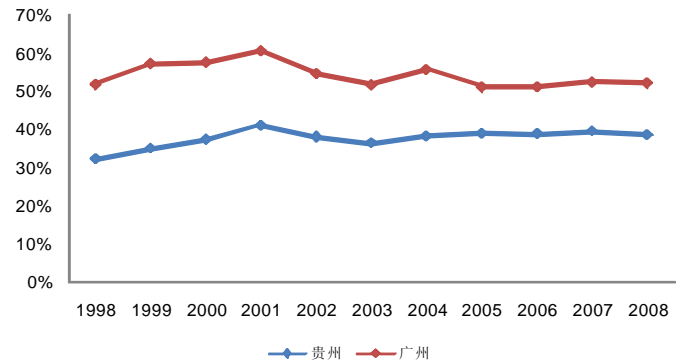
- 在实行分税制后，经济不发达地区的财政受到影响更为不利。因为虽然地方财政收入约有 21 项，但起到主要贡献作用的是营业税、企业所得税和个人所得税，这三项合计占比一般都已经超过财政收入的 50%。
- 但经济不发达地区的营业税和所得税的收入弹性会明显低于发达地区，所以分税制改革对贵州这类经济不发达省份的负面影响会更深刻。前面我们已经提到地方政府在分税制后的财政支出没有随收入同比例下降，而经济不发达地区主要财政来源的收入弹性又较低，当地政府为解决资金问题只能另辟蹊径。在这种背景下，地方政府增加预算外收入的动力更强，因为预算外收入不参与分成，土地出让金作为自然成为地方政府，尤其是经济落后地区政府创收的重要来源。

图表3：地方财政收入中营业税和所得税的占比



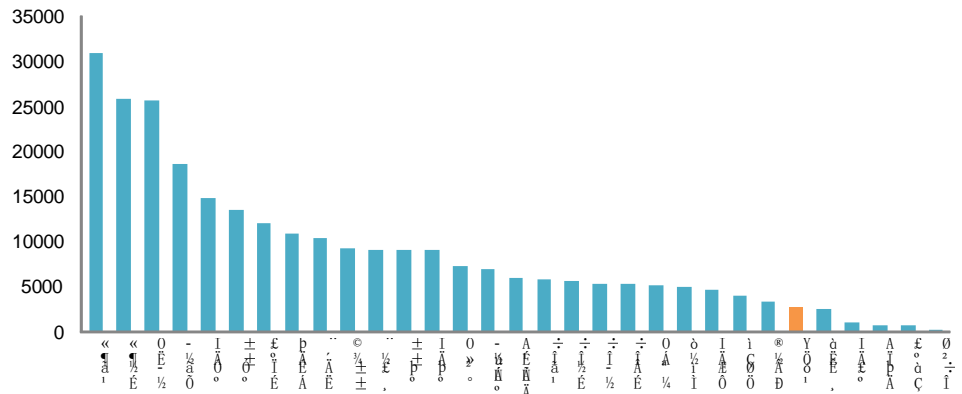
来源：国金证券研究所

图表4：贵州和广东营业税和所得税占财政收入比例



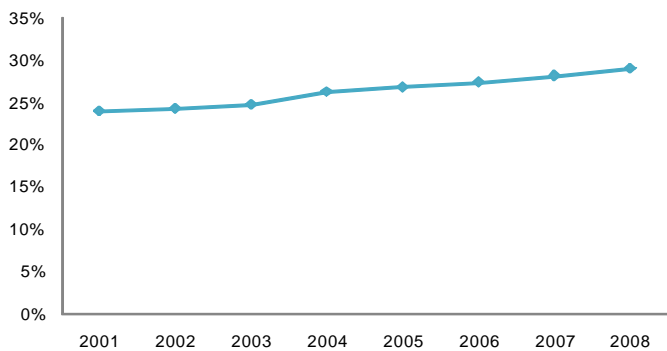
- 贵州省 GDP 在全国位列倒数第六位，城市化率也明显低于全国水平，所以加快土地开发和出让的动力也强于其他地区，在此背景下，在贵州出现城投类公司自然不难理解。

图表5：各省 GDP 单位：亿元



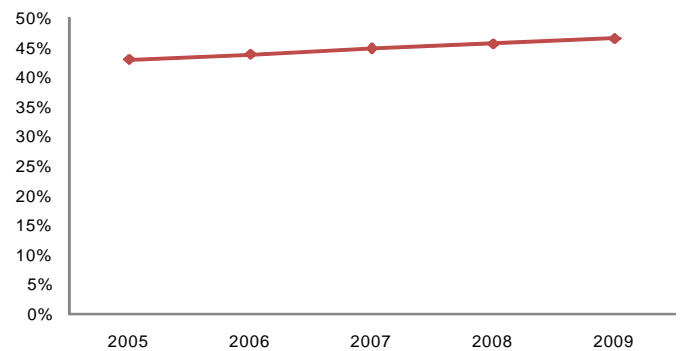
来源：国金证券研究所 国家统计局

图表6：贵州城市化率



来源：国金证券研究所 国家统计局

图表7：全国城市化率



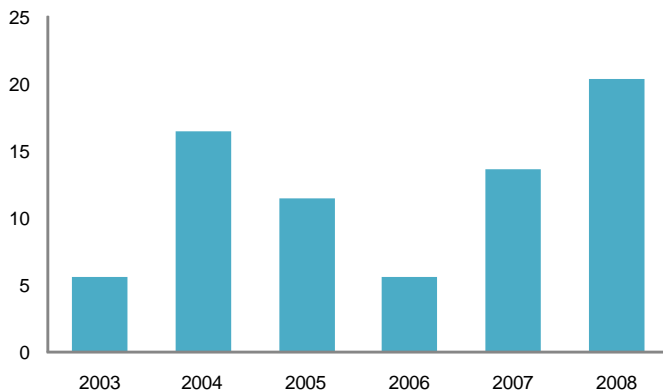
中天城投自身也是城市运营的最佳载体

- 从事一级开发业务对企业一般会有两点要求，一是因为开发周期长，并且需要垫付资金，自然挤出了实力不济的小公司；二是对整合地方资源的能力要求高，外来公司一般较难获得当地政府信任。
- 由于贵阳市场并非一线地产公司的必争之地，外来开发商介入并不深入，目前仅有保利地产和世纪金源在当地有开发项目，但一级开发不可避免涉

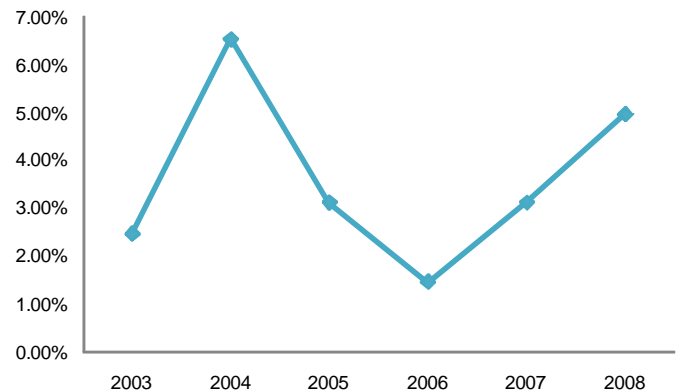
及市政基础设施和拆迁，这并非外来公司强项，能够有效整合当地资源并且有资金实力的本地公司自然所剩无几。

- 中天城投前身为贵阳城镇建设用地区综合开发公司，成立于 1980 年，一直从事房地产开发。07 年金世旗收购了上市公司原有大股东世纪兴业的股权，成为公司实际控制人。金世旗主营也为房地产开发，从业务上不但与上市公司实现了无缝对接，也将优秀民企的管理经验和激励机制注入上市公司。并且公司有资本市场的融资平台，自然成为当地城市运营的最佳载体，我们看好公司一级开发业务的持续性和复制能力。

图表8：历年合同销售面积 单位：万平方米



图表9：按商品房口径计算的市场占有率



来源：国金证券研究所 公司年报 中指研究院

地产再融资松动的最先受益者

- 09 年 8 月开始，已经公告申请再融资的上市公司都没有发布过融资计划得到批准的公告，地产公司融资似乎也已成为调控房价措施中的一部份，但近期有媒体报导了地产股再融资即将重启的新闻。我们认为地产融资如果放开，还是能够一定程度表明政府对地产的调控态度在发生微妙变化，至少对能够实现融资企业的微观经营是十分有利的，
- 中天城投于 09 年 5 月申报了定向增发不超过 16 亿元资金的融资申请，从时间顺序分析，公司融资申请是在已经公告且未实现融资的公司中最为靠前的，如果地产股融资能够提速，中天城投将是最有希望率先实现融资的公司。而对于中天城投这类拿地能力强的公司而言，得到资金支持后的发展速度无疑会更快。

估值及投资建议

- 公司的业绩既有确定性也有弹性。
 - ◆ **确定性。**公司的重点项目是金阳地区的会展城，已开工量约为 100 万平方米，目前尚未开盘销售，所以并未产生预收款。但由于政府已经搬至该地区，并且连接该区域与市区的道路也已经通车，对在该区域办公的公务员置业有较强吸引力，我们认为该项目每年的潜在需求量不低于 70 万平方米。该项目每平米楼面地价只有 290 元，显然公司在定价政策上有较强灵活性，所以未来会展城的开盘热销是较为确定的。
 - ◆ **弹性。**业绩弹性将体现在两个方面。一是政府奖励基金，因为公司在金阳地区做了大量基础设施工作，政府以奖励基金的形式对该部分投入进行补贴返还，例如在 09 年即奖励公司约 1.8 亿元。该项目仍处于大量投入和建设期，我们认为 2010 年公司仍有可能得到政府奖励，但这部分收入我们并未计入盈利预测中，这是业绩弹性之一。二是公司的土地一级开发收入，公司项目所在的安井片区房价约为 4000 元，按此价格每平米楼板价拍卖至 1000 元应该较为容易，项目按 1.5 的容积率计算，则每亩土地价格约为 100 万元。而每年卖地规模我们按照

300 亩计算，因此无论从卖地的单价还是规模而言，上述估算都是容易实现并且略显保守的。

- 预计公司 09 - 11 年每股收益分别为 0.79、1.27 和 1.61 元，动态市盈率分别为 21.5、13.4 和 10.5 倍。由于公司的盈利模式具有持续性，并且业绩既有确定性又有一定弹性，赋予公司 2010 年 16 - 18 倍市盈率较为合理，目标价格 20.3 - 22.9 元，建议买入。

图表10：项目盈利预测

项目	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
中天花园三期	9.0	5.0	12.0	4600	4600	5000	54%	54%	58%	100%
中天世纪新城	10.0	20.0	12.0	4700	4200	5500	61%	57%	67%	100%
中天托斯卡纳	4.0	8.0		4500	6000	6000	53%	65%	65%	100%
中天遵义万里路商业		2.0	0.0		15000	15750		68%	70%	100%
中天遵义万里路住宅			10.0		3500	3675		31%	34%	100%
中天帝景山邸	6.0	2.0		3100	3300	3400	34%	38%	40%	100%
会展城商业		2.0			7000	7350		72%	73%	100%
会展城住宅			50.0		3100	3100		33%	33%	100%
宅东二号	3.0			5000	5000	5000	53%	53%	53%	100%
景怡西苑	3.0		5.0	2700	2700	2700	37%	37%	37%	100%
欣盛楠苑										100%
北海土地										100%
小计	35	39	89	4231	5272	3722	49%	57%	42%	
渔阳一级开发		20	20	1499	1499	2249	60%	60%	73%	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	285	619	911	1,481	2,356	3,763
增长率		117.6%	47.0%	62.6%	59.1%	59.7%
主营业务成本	-149	-363	-536	-753	-994	-2,034
% 销售收入	52.2%	58.6%	58.9%	50.8%	42.2%	54.1%
毛利	136	257	375	728	1,362	1,728
% 销售收入	47.8%	41.4%	41.1%	49.2%	57.8%	45.9%
营业税金及附加	-19	-41	-59	-228	-370	-561
% 销售收入	6.6%	6.6%	6.4%	15.4%	15.7%	14.9%
营业费用	-27	-23	-71	-78	-90	-104
% 销售收入	9.4%	3.7%	7.8%	5.3%	3.8%	2.8%
管理费用	-39	-26	-39	-55	-60	-66
% 销售收入	13.6%	4.3%	4.3%	3.7%	2.6%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	52	166	206	367	841	998
% 销售收入	18.2%	26.8%	22.6%	24.8%	35.7%	26.5%
财务费用	-37	-1	-1	0	0	0
% 销售收入	13.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-1	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	0	0	126	231
% 税前利润	9.2%	1.5%	0.0%	0.1%	13.0%	18.8%
营业利润	17	167	191	368	967	1,229
营业利润率	5.9%	26.9%	20.9%	24.8%	41.1%	32.7%
营业外收支	8	0	63	233	0	0
税前利润	24	167	254	601	967	1,229
利润率	8.5%	27.0%	27.9%	40.6%	41.1%	32.7%
所得税	-14	-65	-64	-150	-242	-307
所得税率	59.0%	38.9%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	10	102	190	451	725	921
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	10	102	191	451	725	921
净利率	3.6%	16.5%	21.0%	30.4%	30.8%	24.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	10	102	190	451	725	921
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	9	28	5	7	9
非经营收益	33	12	-7	-191	-126	-231
营运资金变动	-33	-171	-600	-383	-376	-1,692
经营活动现金净流	29	-48	-389	-119	231	-992
资本开支	-6	-6	-5	152	-69	-70
投资	7	-15	-321	-1	0	0
其他	3	3	-89	0	126	231
投资活动现金净流	5	-18	-416	152	57	161
股权募资	10	40	346	0	0	0
债权募资	-27	267	-47	441	-59	860
其他	-36	35	228	-1	-29	-29
筹资活动现金净流	-52	342	527	440	-88	831
现金净流量	-19	275	-277	473	200	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	91	382	127	600	800	800
应收款项	20	33	232	264	420	670
存货	1,021	924	2,017	2,991	3,405	5,852
其他流动资产	9	8	230	341	450	918
流动资产	1,141	1,346	2,606	4,196	5,074	8,240
% 总资产	83.5%	85.1%	90.8%	93.4%	93.4%	95.2%
长期投资	114	152	150	151	150	150
固定资产	0	44	67	133	186	237
% 总资产	0.0%	2.8%	2.3%	3.0%	3.4%	2.7%
无形资产	1	0	2	10	20	29
非流动资产	225	236	263	296	358	419
% 总资产	16.5%	14.9%	9.2%	6.6%	6.6%	4.8%
资产总计	1,366	1,583	2,869	4,492	5,432	8,659
短期借款	251	254	423	614	255	814
应付款项	527	277	723	1,588	1,877	3,317
其他流动负债	34	106	164	58	72	107
流动负债	812	637	1,309	2,260	2,204	4,238
长期贷款	224	488	708	1,008	1,308	1,608
其他长期负债	49	44	50	0	0	0
负债	1,085	1,169	2,067	3,268	3,511	5,845
普通股股东权益	287	373	764	1,185	1,882	2,775
少数股东权益	11	40	39	39	39	39
负债股东权益合计	1,383	1,583	2,869	4,492	5,432	8,659

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.031	0.314	0.535	0.789	1.271	1.614
每股净资产	0.879	1.142	2.140	2.077	3.297	4.861
每股经营现金净流	0.087	-0.148	-0.441	-0.209	0.404	-1.738
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	3.52%	27.47%	25.01%	38.00%	38.54%	33.20%
总资产收益率	0.73%	6.48%	6.66%	10.03%	13.35%	10.64%
投入资本收益率	3.15%	8.80%	7.98%	9.68%	18.11%	14.29%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.97%	117.59%	46.99%	62.64%	59.08%	59.70%
EBIT增长率	N/A	180.06%	23.76%	78.48%	129.13%	18.58%
净利润增长率	N/A	912.57%	86.35%	135.91%	61.04%	27.01%
总资产增长率	27.78%	14.44%	81.27%	56.58%	20.94%	59.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.3	5.7	31.3	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	2,323.4	977.9	1,001.4	1,450.0	1,250.0	1,050.0
应付账款周转天数	67.3	55.9	71.7	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	#DIV/0!	26.2	26.7	27.6	22.5	17.1
偿债能力						
净负债/股东权益	128.76%	87.14%	125.05%	83.42%	39.66%	57.63%
EBIT利息保障倍数	1.6	116.6	181.4	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资产负债率	78.45%	73.87%	72.04%	72.75%	64.64%	67.50%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	3	5
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.09

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。