

2010年03月09日

市场数据(人民币)

市价(元)	18.61
已上市流通A股(百万股)	300.92
总市值(百万元)	10,624.42
年内股价最高最低(元)	21.88/6.12
沪深300指数	3305.86
深证成指	12507.66
2008年股息率	0.00%


相关报告

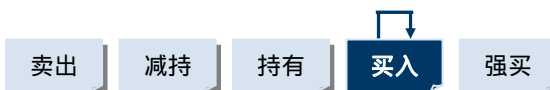
- 1 《与贵阳城发的第一次亲密接触》，2010.3.4
- 2 《当地产再融资放开你会想起谁？》，2010.3.2

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)

—— 高增长起点

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.314	0.535	0.807	1.261	1.611	2.156
净利润增长率	912.57%	86.35%	141.13%	56.36%	27.74%	33.86%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.331	N/A	N/A
市盈率(倍)	39.58	9.27	22.97	14.76	11.55	8.63
行业优化市盈率(倍)	72.52	18.95	45.56	45.56	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.04	0.11	0.16	0.11	0.16	0.22
已上市流通A股(百万股)	112.88	158.26	301.22	300.92	300.92	300.92
总股本(百万股)	326.81	356.81	570.90	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

- **业绩符合预期。**报告期公司净利润同比增长 141%，实现摊薄每股收益 0.81 元，基本符合预期。分配方案为每 10 股送 6 股。毛利率达到 41%，同比基本持平。收入增长 80%，净利润增速快于收入的原因在于公司获得政府奖励基金 1.5 亿元。由于公司在房地产开发的投入快速带动了相关区域的配套和吸引力，政府以奖励基金形式对公司进行补偿，由于公司在金阳的项目仍处于快速建设和投入期，未来仍有可能继续得到政府奖励。
- **一级开发业务即将进入收获期。**公司负责贵阳渔安片区土地的一级开发，该项目总体可供出让的商用面积约为 5400 亩，目前该区域的主要道路已经通车，在 2010 年公司计划完成整理 2000 - 3000 亩，该业务即将开始为公司贡献利润。其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公司还可以与当地按照 7:3 的比例来分成。未来该区域土地的拍卖数量和价格变化将是公司未来业绩弹性的重要主导因素之一。
- **高增长起点。**虽然公司 09 年实现了快速增长，但这只是高增长的起点，未来公司仍有能力保持快速发展。根据计划，2010 年公司新开工面积将达到 360 万平米，同比增长 140%；计划竣工 142 万平米，同比增长 246%；计划实现销售额 58 亿元，同比增长 193%。虽然这只是计划，但其实现的可能性较大。因为公司今年主要销售来源为会展城，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 万平米，而每平方米楼面地价只有 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较为确定，公司完成销售目标的可能性也较大。
- **商业项目的租售转换也将成为公司的业绩弹性之一。**公司会展城的商业和展厅部份今年将实现约 80 万的竣工量，其中可销售商业部份约为 20 万平米，这部份项目租售策略的转换也将成为公司的业绩弹性之一。
- **投资建议。**预计公司 10 - 11 年每股收益分别为 1.26 和 1.61 元，动态市盈率分别为 14.7、11.6 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1：报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	619	911	1,635	2,301	3,221	4,252	货币资金	382	127	1,300	1,408	1,302	2,640
增长率		47.0%	79.6%	40.7%	40.0%	32.0%	应收款项	33	232	311	410	574	757
主营业务成本	-363	-536	-968	-1,203	-1,713	-2,242	存货	924	2,017	4,010	4,779	5,866	6,450
%销售收入	58.6%	58.9%	59.2%	52.3%	53.2%	52.7%	其他流动资产	8	230	402	543	773	1,011
毛利	257	375	667	1,098	1,508	2,010	流动资产	1,346	2,606	6,022	7,140	8,515	10,858
%销售收入	41.4%	41.1%	40.8%	47.7%	46.8%	47.3%	%总资产	85.1%	90.8%	95.8%	96.0%	96.0%	96.3%
营业税金及附加	-41	-59	-115	-181	-194	-358	长期投资	152	150	149	150	149	149
%销售收入	6.6%	6.4%	7.0%	7.9%	6.0%	8.4%	固定资产	44	67	68	135	188	239
营业费用	-23	-71	-96	-105	-121	-139	%总资产	2.8%	2.3%	1.1%	1.8%	2.1%	2.1%
%销售收入	3.7%	7.8%	5.9%	4.6%	3.8%	3.3%	无形资产	0	2	4	10	20	29
管理费用	-26	-39	-61	-85	-93	-102	非流动资产	236	263	264	297	359	419
%销售收入	4.3%	4.3%	3.7%	3.7%	2.9%	2.4%	%总资产	14.9%	9.2%	4.2%	4.0%	4.0%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	166	206	397	727	1,100	1,411	资产总计	1,583	2,869	6,287	7,437	8,874	11,277
%销售收入	26.8%	22.6%	24.3%	31.6%	34.2%	33.2%	短期借款	254	423	439	0	0	0
财务费用	-1	-1	-3	0	0	0	应付款项	277	723	1,647	2,487	2,842	3,722
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	106	164	248	76	95	116
资产减值损失	-1	-14	-7	0	0	0	流动负债	637	1,309	2,334	2,563	2,937	3,838
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	488	708	2,637	2,937	3,237	3,537
投资收益	2	0	0	0	126	231	其他长期负债	44	50	70	0	0	0
%税前利润	1.5%	0.0%	0.1%	0.0%	10.3%	14.1%	负债	1,169	2,067	5,041	5,500	6,174	7,375
营业利润	167	191	387	727	1,226	1,642	普通股股东权益	373	764	1,206	1,898	2,660	3,863
%营业收入	26.9%	20.9%	23.7%	31.6%	38.1%	38.6%	少数股东权益	40	39	40	40	40	40
营业外收支	0	63	203	233	0	0	负债股东权益合计	1,583	2,869	6,287	7,437	8,874	11,277
税前利润	167	254	590	960	1,226	1,642	比率分析						
利润率	27.0%	27.9%	36.1%	41.7%	38.1%	38.6%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-65	-64	-131	-240	-307	-410	每股指标						
所得税率	38.9%	25.1%	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.314	0.535	0.807	1.261	1.611	2.156
净利润	102	190	459	720	920	1,231	每股净资产	1.142	2.140	2.113	3.324	4.660	6.766
少数股东损益	0	-1	-2	0	0	0	每股经营现金净流	-0.148	-1.089	-0.554	0.242	-0.536	1.587
归属于母公司的净利润	102	191	460	720	920	1,231	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.050	0.050	0.050
净利率	16.5%	21.0%	28.2%	31.3%	28.6%	29.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.47%	25.01%	38.18%	37.94%	34.57%	31.87%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	6.48%	6.66%	7.32%	9.68%	10.36%	10.92%
净利润	102	190	459	720	920	1,231	投入资本收益率	8.80%	7.98%	7.09%	11.19%	13.90%	14.22%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	28	22	5	7	9	主营业务收入增长率	117.59%	46.99%	79.59%	40.70%	40.00%	32.00%
非经营收益	12	-7	2	-221	-126	-231	EBIT增长率	180.06%	23.76%	92.80%	83.29%	51.35%	28.19%
营运资金变动	-171	-600	-1,002	-366	-1,107	-104	净利润增长率	912.57%	86.35%	141.13%	56.36%	27.74%	33.86%
经营活动现金净流	-48	-389	-518	138	-306	906	总资产增长率	14.44%	81.27%	119.14%	18.30%	19.32%	27.09%
资本开支	-6	-5	-14	154	-69	-70	资产管理能力						
投资	-15	-321	-155	-1	0	0	应收账款周转天数	5.7	31.3	37.5	40.0	40.0	40.0
其他	3	-89	2	0	126	231	存货周转天数	977.9	1,001.4	1,136.3	1,450.0	1,250.0	1,050.0
投资活动现金净流	-18	-416	-168	153	57	161	应付账款周转天数	55.9	71.7	65.3	120.0	120.0	120.0
股权募资	40	346	3	0	-128	0	固定资产周转天数	26.2	26.7	15.3	18.0	16.6	15.3
债权募资	267	-47	1,954	-180	300	300	偿债能力						
其他	35	228	-138	-3	-29	-29	净负债/股东权益	87.14%	125.05%	142.60%	78.94%	71.67%	22.98%
筹资活动现金净流	342	527	1,819	-183	143	271	EBIT利息保障倍数	116.6	181.4	118.0	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
现金净流量	275	-277	1,133	108	-106	1,338	资产负债率	73.87%	72.04%	80.18%	73.95%	69.57%	65.40%

来源：国金证券研究所

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	1	1	3	4	6
买入	2	3	3	3	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.71	1.62	1.55	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-02	买入	17.11	20.32 ~ 22.86
2 2010-03-04	买入	17.70	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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。