

中天城投 (000540)

好风借力上青云

增持/ 维持评级

股价: RMB19.85

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

联系人

周雅婷

+755-82125148 zhouyt@lhqz.com

- 贵州省无论人均 GDP 或 GDP 总量在西南五省市中均处于经济发展的最末端。但贵州省房地产销售金额占 GDP 总量的比重高达 34%，显示地方经济严重依赖于房地产。随着贵阳城发入股公司成为第二大股东，公司在贵州省房地产市场之龙太子地位已呼之欲出。凭借于特殊的地方融资平台地位，公司在获得土地、资金等房地产急需资源的能力上具备极为突出的优势。
- 公司目前拥有权益项目建面 609 万平米，可售资源 511 万平米，未结资源丰富，至少可保障未来 5 年的开发需求。公司现有项目储备中全部集中在贵州省内，其中 74%分布在贵阳市的热点销售区域金阳区。尽管贵州省房地产价格受制于经济欠发达而处于较低水平，但由于市场主要以自住需求为主，投机及投资需求比重低，市场调整的压力同样较少。凭借极低的土地成本，公司现有项目依然可获得 40%以上的毛利率水平。
- 除二级市场以外，公司还涉足土地的一级开发。通过一、二级的连动开发，公司将可获得更好的利润回报。公司现在进行的一级土地开发项目渔安安井片区最终可出让土地面积为 5600 亩，规划建筑面积约 900 余万平方米。在扣除整理成本后，公司与地方政府将就出让收益按 7: 3 分成。我们测算该项目全部开发完毕，公司可获得的净利大约在 70 亿元左右。
- 为进一步拓宽成长空间，公司尝试进入采矿行业。目前拥有遵义红花岗区小金沟锰矿、威宁疙瘩营煤矿和赫章野马川煤矿。小金沟锰矿位于遵义市区南，矿区面积约 5.58 平方公里。根据勘探结果，区内锰矿层厚度较稳定，预计锰矿资源储量可达 2400 万吨。不过公司目前还只拥有矿区探矿权，尚未获得采矿证。
- 不考虑公司两个煤矿的收益及增发摊薄情况，预测公司 10、11 年 EPS 分别为 1.36 元与 2.47 元，对应动态 PE 为 14X 和 8X，以公司 WACC 为贴现率，同样仅考虑房地产一、二级开发业务，测算出公司 2010 年末 NAV 为 19.30 元，P/NAV 为 1.02。估值有吸引力。考虑到公司良好的成长性，以及公司在贵阳市场突出的资源获取能力，几乎没有竞争对手的市场地位，给予公司增持评级。

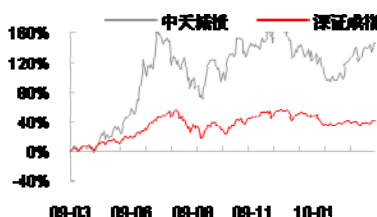
相关研究

公司研究-中天城投 (000540) 100329: 贵阳市场之龙太子—中天城投调研简报 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	571
流通 A 股 (百万股)	301
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	5729

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	910.6	1635.4	3227	7193	8761
(+/-%)	47.0	97.3%	122.9%	21.8%	97.3%
归属母公司净利润(百万元)	191.0	774	1408	1972	774
(+/-%)	86.3	68.1%	81.8%	40.1%	68.1%
EPS(元)	0.33	0.81	1.36	2.47	3.45
P/E(倍)	56.9	24.5	14.59	8.0	5.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司历史沿革	4
贵州房地产市场缺乏刺激因素，但调整压力同样较小	4
低价房成交占主流，价格承受能力有限	4
09 年降价潮带动成交量非常规上升	5
公司推荐逻辑	7
所属区域经济发展乏力，地方经济重度依赖房地产	7
二股东变更为贵州省政府，江湖地位得到稳固	8
未结资源丰富，产品分布符合市场主体需求	8
一、二级开发比翼双飞，为业绩爆发提供动力	9
渔安安井一级土地开发项目	9
中天会展项目	11
拓展矿产业务，为持续增长提供动力	12
估值及投资建议	13
附：公司重点项目资料	14
中天花园三期	14
中天世纪新城	14
中天南湖托斯卡纳	15
中天帝景传说	15
遵义万里湘江	15

图表目录

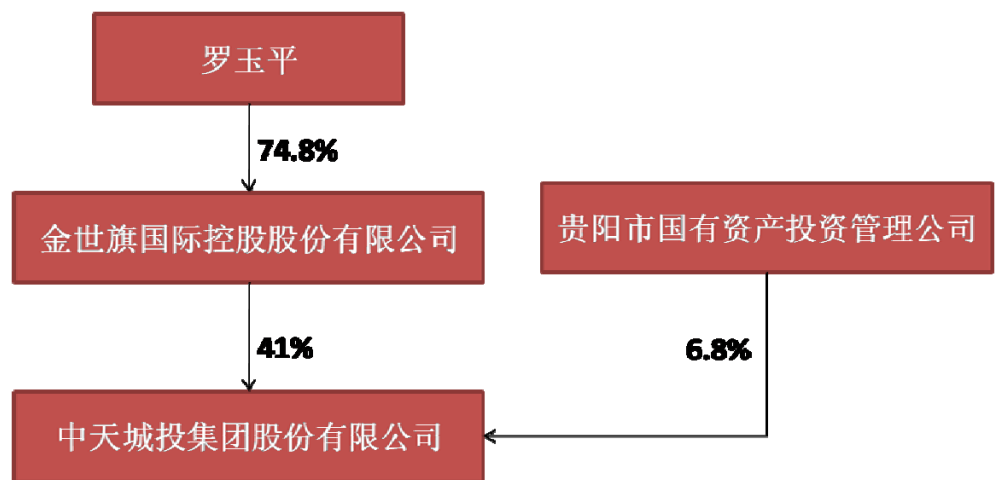
表 1 贵阳市 09 年成交前十名楼盘均采用低价走量战略.....	6
表 2 贵阳市 09 年房企销售排名情况	8
表 3 未结项目资源丰富	9
表 4 渔安安井土地一级开发项目实现利润敏感性分析.....	10
表 5 渔安安井土地一级开发项目实现销售收入敏感性分析	11
表 6 会展项目收入测算.....	11
表 7 NAV 估值表.....	错误! 未定义书签。
图 1 公司股权结构	4
图 2 贵阳房地产市场 09 年低价房成交占绝对主流	5
图 3 贵阳市 09 年商品住宅成交量创下历史新高.....	6
图 4 09 年降价潮带动商品住宅成交均价首次下降	6
图 5 贵州省经济发展处于西南五省市末端	7
图 6 2009 年房地产销售额占 GDP 比重数全国领先.....	7
图 7 金阳新区成为成交热点地区、图 8 公司主要可售资源分布与金阳区.....	9
图 9 渔安安井片区位置图、图 10 渔安安井片区实景图	10
图 11 片区内代表楼盘保利温泉新城 3 月份实现销售均价 5458 元/平米	11
图 12 会展中心总体布局	12
图 13 会展中心及会展城住宅项目分布图	12
图 14 中天会展中心售楼处	12
图 15 中天会展中心样板房	12
图 16 进口锰矿价格稳步上涨.....	13
图 17 锰金属价格走势.....	13
图 18 中天花园实景	14
图 19 中天花园沙盘	14
图 20 中天世纪新城实景.....	14
图 21 中天世纪新城沙盘.....	14
图 22 中天南湖托斯卡纳实景.....	15
图 23 中天南湖托斯卡纳沙盘	15
图 24 中天帝景传说实景	15
图 25 中天帝景传说实景	15
图 26 遵义万里湘江售楼处开放	16
图 27 遵义万里湘江项目地块现状.....	16

公司历史沿革

中天城投前身为成立于 1980 年的贵阳市城镇建设用地综合开发公司，1984 年更名为“中国房地产开发公司贵阳公司”。1993 年 3 月进行股份制改革，1994 年 1 月 8 日“贵阳中天股份有限公司”挂牌成立。1994 年 2 月，“黔中天”在深交所上市，成为首只登陆 A 股市场的贵州上市公司。1998 年，公司更名为“中天企业股份有限公司”，股票名称也随之更名为“中天企业”。2000 年 11 月，由于世纪兴业投资有限公司取得公司的实际控制权而更名为“世纪中天投资股份有限公司”，股票简称改为“世纪中天”。

2006 年 9 月，金世旗国际控股股份有限公司与世纪兴业签署了股权转让协议，由金世旗控股受让世纪兴业所持世纪中天法人股 1.099 亿股。金世旗控股及其实际控制罗玉平入主世纪中天后，公司更名为“中天城投”。10 年 3 月公司二股东贵阳国资公司将其持有的 38,849,386 股中天城投股份评估作价认购贵阳城市发展投资股份有限公司增资扩股的部份，贵阳城发增资扩股完成后将成为公司第二大股东，公司第二大股东的实际控制人由贵阳市人民政府变更为贵州省人民政府。公司在贵州省内房地产开发业务的江湖地位得到进一步稳固。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合研究所

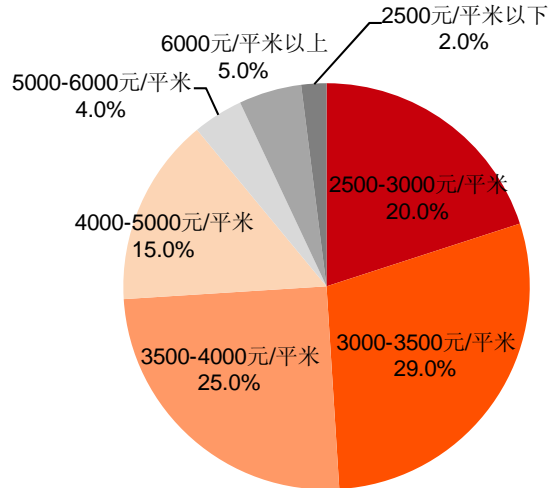
贵州房地产市场缺乏刺激因素，但调整压力同样较小

低价房成交占主流，价格承受能力有限

2009 年贵阳商品住宅成交量最多的是 3000-3500 元/平方米价格段的住宅，占全市成交总量的 29%，该价格段的住宅成交，主要以金阳新区低价入市的楼盘为主；其次是价格在 3500-4000 元/平方米的住宅，占全市成交总量的 25%，该价格段的住宅成交主要以两城区周边和金阳新区中高档楼盘为主；价格高于 4000 元/平

平方米的成交量逐渐减少。低价房占市场的绝对多数，购房者对价格的敏感程度较高，价格承受能力十分有限。

图 2 贵阳房地产市场 09 年低价房成交占绝对主流



资料来源：华泰联合研究所

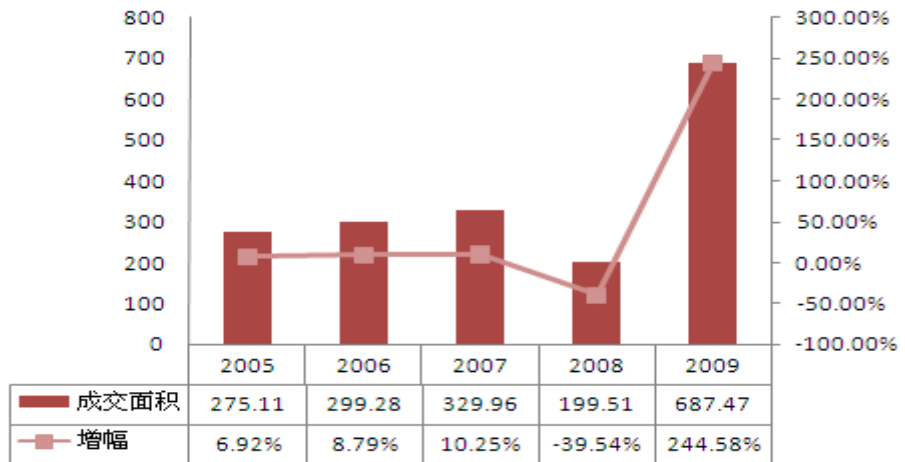
09 年降价潮带动成交量非常规上升

贵阳市 09 年商品住宅成交 687.47 万平米，较上年增长 245%，涨幅为 05 年以上最疯狂的一年，09 年成交量大幅上涨的原因主要有二：一是与全国一致的来自国家宏观调控政策的扶植，使得银行信贷宽松，购房者信心在 09 年得以恢复，同时消化了部分 08 年的库存；二是贵阳市场在 09 年初出现了较为明显的降价潮，以贵阳世纪城为代表的降价团购使得大量刚需入市，推高成交量。而降价的领头羊贵阳世纪城在 09 年以 260 万的成交面积成为单盘成交冠军。由于大量成交楼盘均在 09 年采用低价走量战略，使得贵阳市 09 年商品住宅整体成交均价小幅下降 1.9%，全年为 3774 元，是全市自 04 年以来首次年度均价下降。

我们判断短期内贵阳市整体房价大幅上涨缺乏刺激因素，主要理由在于：贵阳市本地无大量大学提供本地新增就业人口，目前看来无东部产业转移支撑，与周边省份主要城市如成都、重庆、西安、昆明相比不具备独特的竞争实力，省内外出打工人口较少，没有带来导入型购房需求，目前看来政府没有特别有效的手段提升经济实力，市场相对封闭，房地产市场的发展主要依靠 GDP 的上升以及城市化带来的推动，而这两项都属于稳定且缓慢的推动力，从大市场氛围来看，至少在今年内贵阳市场缺乏超预期的催化剂。

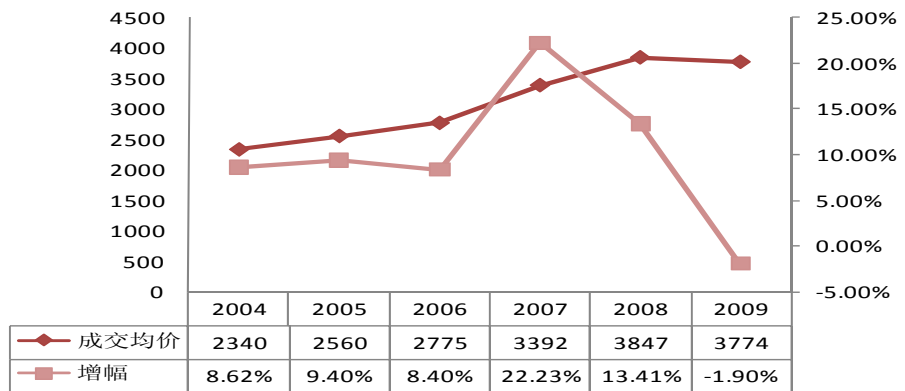
但我们同时认为贵阳房地产市场面临的调整压力较小，这与该区域房地产的需求主要为自住需求为主，投资及投机需求比重较低，市场较为健康有较大关系。

图 3 贵阳市 09 年商品住宅成交量创下历史新高



资料来源：公司公告，华泰联合研究所

图 4 09 年降价潮带动商品住宅成交均价首次下降



资料来源：公司公告，华泰联合研究所

表 1 贵阳市 09 年成交前十名楼盘均采用低价走量战略

单位：万平方米、元/平方米、%

排名	项目名称	区域	板块	成交面积	成交均价	与 08 年推案价格比较
1	贵阳世纪城	金阳新区	金阳板块	260.29	3239	3.28
2	山水黔城	南明区	沙冲路板块	56.61	4069	-14.62
3	中天世纪新城	南明区	市中心板块	28.58	4256	-5.8
4	金元国际新城	金阳新区	金阳板块	24.26	3480	5.61
5	大兴星城	小河区	小河板块	21.1	3065	-9.21
6	金阳新世界	金阳新区	金阳板块	18.15	3727	-12.84
7	中天花园	云岩区	大营坡板块	18.03	4571	-5.56
8	保利温泉新城	乌当区	乌当板块	15.64	3843	-16.94
9	保利云山国际	云岩区	宅吉板块	15.01	4466	3.14
10	金世旗帝景传说	金阳新区	金阳板块	13.8	2827	1.36

资料来源：华泰联合研究所

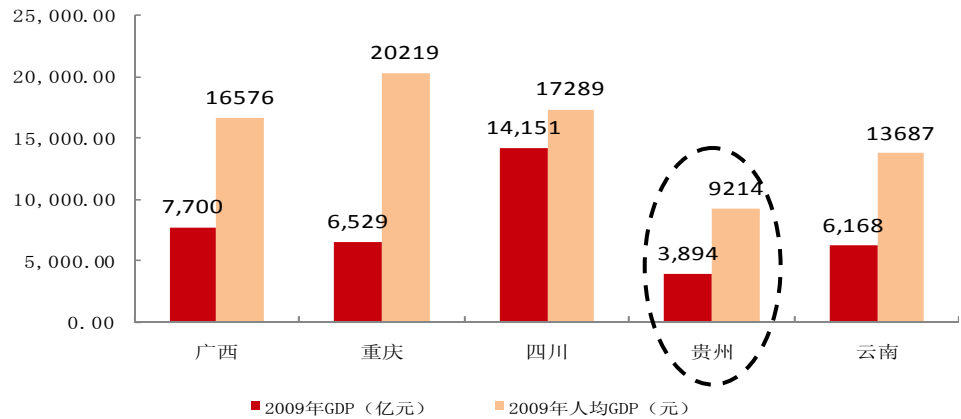
公司推荐逻辑

所属区域经济发展乏力，地方经济重度依赖房地产

公司主要开发业务所在的贵州省地处我国经济发展较为落后的西南部，09 年全省 GDP 为 3894 亿元，人均 GDP 为 9214 元。贵州省长期以来由于交通的制约以及缺乏良好的发展思路，在西南五省中的定位十分尴尬，在国家历年扶持西部大开发的政策资源倾斜中并没有抓住良好的发展机遇，无论是人均 GDP 或 GDP 总量在西南五省市中贵州仍处于经济发展的最末端。

图 5 贵州省经济发展处于西南五省市末端

单位：亿元、元

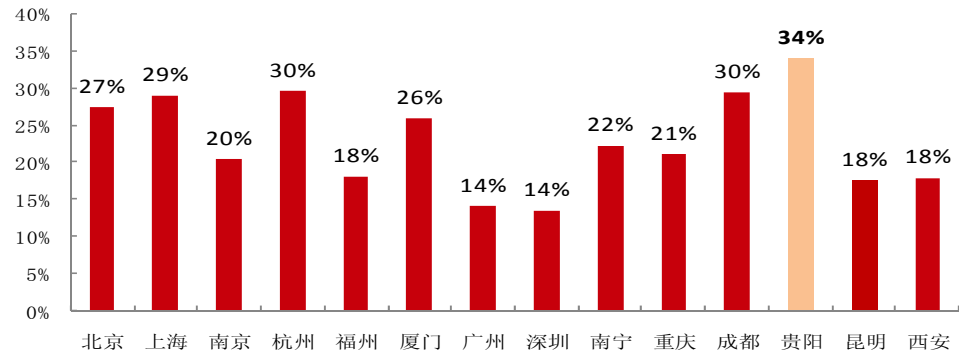


资料来源：CEIC, 华泰联合研究所

贵州省内经济增长点的缺乏使得经济对房地产的依赖度十分高，贵州省 09 年房地产销售金额占 GDP 总量的比重高达 34%，不仅远高于北京、上海、深圳等发达地区，也高于同属经济发展条件相当的西南五省市。地方经济对房地产业的重度依赖也形成了我们推荐公司的重要逻辑所在：在一个经济相对落后，政府财政能力较弱的省份，房地产支柱产业的地位更为明显，政府需要依仗本地企业对城市配套做进一步的提升以吸引外来开发商推高土地价格。这使得类似公司这样的城投企业成为地方政府向外融资的渠道，而对于公司的好处是一手可以从弱势政府手上拿到价格低廉、地理位置良好的优质地块，另一手则可以倚靠政府资源的背书作用向资本市场拿到资金，公司的特殊地位使其可以轻易地同时抓住土地和钱这两个最为关键的资源。

图 6 2009 年房地产销售额占 GDP 比重数全国领先

单位：%



资料来源：CEIC, 华泰联合研究所

二股东变更为贵州省政府，江湖地位得到稳固

贵阳市场目前外地品牌开发商进入较少，市场竞争情况并不十分充分，主要竞争开发商包括保利（香港）、中铁置业、世纪金源以及本地龙头中天城投。公司作为本地唯一开发时间最长，二级开发经验最丰富的开发商，在与本地政府的合作中优势十分明显。10年3月公司二股东贵阳国资公司将其持有的38,849,386股中天城投股份评估作价认购贵阳城市发展投资股份有限公司增资扩股的部份，贵阳城发增资扩股完成后将成为公司第二大股东，公司第二大股东的实际控制人由贵阳市人民政府变更为贵州省人民政府。公司在贵州省的龙头地位再次得到巩固。公司在去年开始介入土地一级开发领域，渔安安井片区共计9.53平方公里的土地一级开发项目共计可出让5600亩土地。随着公司在贵州省房地产开发领域地位的提升，公司在获得后续土地一级开发项目及城区旧改项目上就会拥有更明显的区位优势。

表 2 贵阳市 09 年房企销售排名情况

单位：亿元、万平米、套

序号	企业名称	成交金额	成交面积	成交套数
1	世纪金源集团有限公司	86.1	264	23235
2	中天城投集团股份有限公司	24.4	59	4130
3	保利（香港）投资有限公司	12.1	26	1864
4	中铁置业集团有限公司	7.1	19	1585
5	新世界发展有限公司	5.6	15	1428
6	新世界中国地产有限公司	5.6	15	1428
7	中国远大集团有限责任公司	4.4	12	1017
8	恒大地产集团有限公司	2.9	7	655
9	天誉置业(控股)有限公司	2.7	7	719
10	贵州全林企业集团	1.3	4	319

资料来源：华泰联合研究所

未结资源丰富，产品分布符合市场主体需求

公司目前拥有权益项目建面609万平米，可售资源511万平米，未结资源丰富，可保障未来4-6年的开发需求。公司现有项目储备中其中74%分布在金阳区，金阳新城是贵阳市政府重点扶植的新兴区域，伴随着政府办公地址的搬迁带来的利好刺激，09年金阳新区累计成交面积349.13万平方米，新增供应面积240.67万平方米，市场消化率145.07%，整体销量位居全市第一，成为房地产发展的最热点区域，目前这一区域发展的推动因素已经由政府政策重点支持逐渐转换为客户认同。公司在此区域内主要供应楼盘均价都在3500以下，符合主体市场需求。热点区域的大量可售资源使得公司可以采用灵活的方式应对市场变化，追求利润最大化。

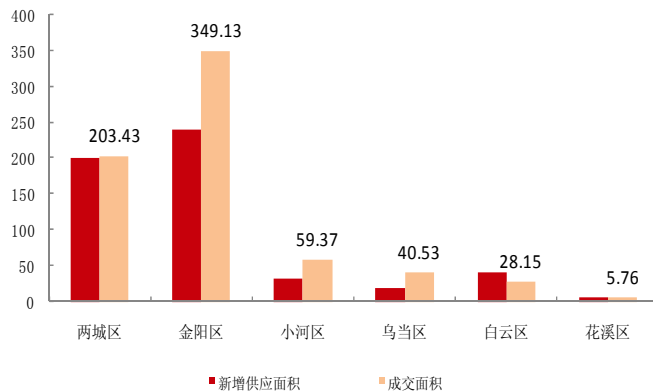
表 3 未结项目资源丰富

单位：万平方米、元/平米

项目	位置	业态	权益	建筑面积	权益建面	可售面积	均价	毛利率
中天花园三期	云岩	住宅	100%	51	51	41	5100	44%
中天南湖托斯卡纳	白云区	联排	100%	20	20	14	5339	43%
中天世纪新城三期	南明区	住宅	100%	77	77	65	4820	39%
帝景传说	金阳区	经适房、商品房	100%	68	68	27	2650	37%
金世旗楠苑 2 期	花溪	住宅	100%	4	4	4	2000	31%
遵义万里湘江	遵义	住宅	61%	57	35	57	3100	24%
会展中心-自持商业	金阳区	会展、商业	100%	60	60	0	0	0%
会展中心-出售商业	金阳区	会展、商业	100%	30	30	30	8000	42%
会展中心-SOHO 公寓	金阳区	会展、商业	100%	10	10	10	6000	44%
会展城-住宅	金阳区	会展、商业	100%	256	256	256	3510	35%
合计				632	609	504		

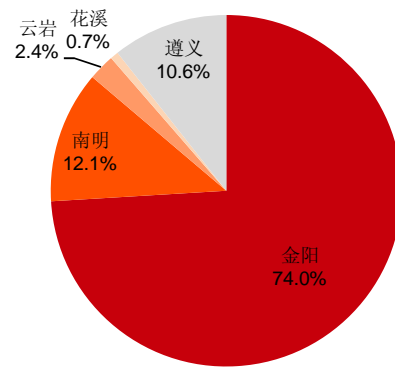
资料来源：公司公告，华泰联合研究所

图 7 金阳新区成为成交热点地区



资料来源：合富辉煌咨询公司，华泰联合研究所

图 8 公司主要可售资源分布与金阳区



资料来源：公司调研，华泰联合研究所

一、二级开发比翼双飞，为业绩爆发提供动力

渔安安井一级土地开发项目

公司大股东金世旗集团在 06 年 11 月与云岩区政府签订协议，获得独家运作渔安安井片区土地一级开发的权利，09 年 7 月，公司出资 9.6 亿元分别受让华润汉威城市建设（香港）有限公司、金世旗国际控股股份有限公司持有的华润贵阳 83.33% 及 16.67% 的股权，交易完成后中天城投持有华润贵阳 100% 的股权。渔安安井片区一级土地开发项目进入上市公司。

贵阳云岩渔安、安井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，距离贵阳市中心直线距离约 6 公里，正在开工建设的北京东路将横贯片区，片区位于南明河下游，总占地 9.53 平方公里。按照规划，该片区将建设成“以旅游、休闲、文体、医疗、商贸、会展和居住的环保型、生态型、园林式可持续发展的新城区”。片

区最终可出让土地面积为 5600 亩，规划建筑面积约 900 余万平方米。在扣除整理成本后，公司与地方政府就出让收益按 7: 3 分成。按照开发计划，贵阳云岩渔安、安井片区一级土地开发项目预计到 2013 年底前全面完成。

图 9 渔安安井片区位置图



资料来源：华泰联合研究所

图 10 渔安安井片区实景图



资料来源：摄于 10 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

目前水东路的开通使得渔安安井片区到达市区的交通状况大为改观，土地已基本具备推出的条件，根据公司公告对该项目的规划，将在 10 年上半年争取推出第一批土地进行拍卖。目前处于公司项目附近的保利温泉小镇售价在 5400 元/平方米左右。如根据土地 40 万/亩的整理成本及 250 万/亩(楼面地价 1556 元/平方米)的假定出售价格计算，预计该项目可实现销售收入 140 亿元，税后净利为 70 亿元。

表 4 渔安安井土地一级开发项目实现利润敏感性分析

单位：亿元

	对应楼面地价 (元/平方米)				
	933	1244	1556	1867	2178
	出售价格 (万/亩)				
	150	200	250	300	350
整理成本 (万/亩)	30	40	57	73	90
	35	38	55	72	88
	40	37	53	70	87
	45	35	52	68	85
	50	33	50	67	83
	55	32	48	65	82
60	30	47	63	80	97

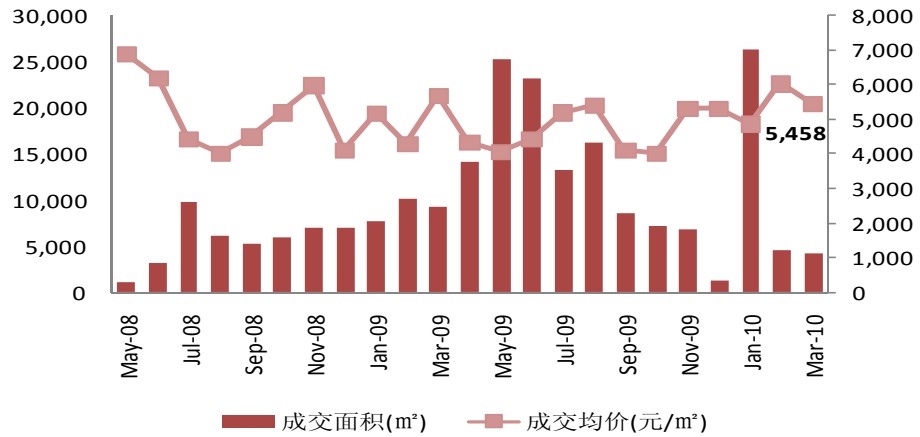
资料来源：华泰联合研究所 注：按 15% 税率及分成比例计算

表 5 渔安安井土地一级开发项目实现销售收入敏感性分析

出售价格(万/亩)	100	150	200	250	300	350	400	450
对应楼面地价(元/平米)	622	933	1244	1556	1867	2178	2489	2800
实现销售收入(亿元)	56	84	112	140	168	196	224	252

资料来源: 华泰联合研究所

图 11 片区内代表楼盘保利温泉新城 3 月份实现销售均价 5458 元/平米



资料来源: 华泰联合研究所

中天会展项目

项目位于金阳迎宾路以南观山公园旁, 与贵阳市级行政中心仅一路之隔, 处于贵阳行政、金融、经济、文化中心。轻轨一、二号线的换乘站距离中天会展城仅需步行 5 分钟。北临总用地面积 4018 亩的观山公园。项目主要分为会展中心和会展城两部分, 其中会展中心总建面约 100 万平米, 展览中心等自持经营面积约 60 万平米, 出售商业约 30 万平米, 10 万平米未 SOHO 公寓项目。会展城为住宅项目, 总体建面约 255 万平米, 分 A、B 两区, 目前其中的 7000 套住宅已经以团购形式出售, 实现均价 3100 元/平米。预计项目自持会议中心部分预计总共需要投入 20 亿元, 可出售部分可实现销售收入 115 亿元, 净利润现值约 14 亿元。

表 6 会展项目收入测算

单位: 亿元、元/平米

	实现收入	净利润现值	实现均价
会展中心可售商业	23	2	8000
会展中心 SOHO 公寓	6	1	6000
会展城住宅	86	11	3360
收入合计	115	14	

资料来源: 华泰联合研究所 注: 净利润现值根据各项目预计结算年份, 按 8.91% 股权资本成本折现

图 12 会展中心总体布局



资料来源：搜房网，华泰联合研究所

图 13 会展中心及会展城住宅项目分布图



资料来源：摄于2010年3月24日，华泰联合研究所

图 14 中天会展中心售楼处



资料来源：摄于2010年3月24日，华泰联合研究所

图 15 中天会展中心样板房



资料来源：摄于2010年3月24日，华泰联合研究所

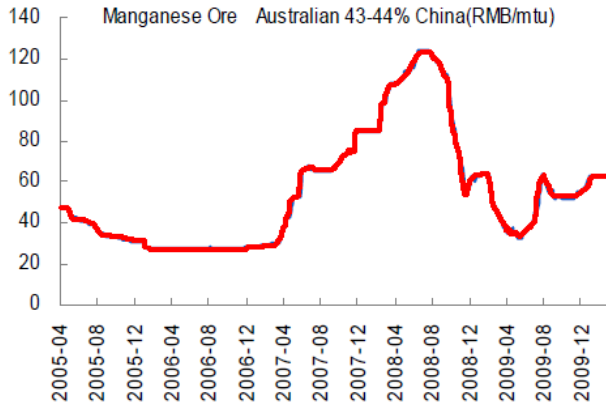
拓展矿产业务，为持续增长提供动力

公司目前拥有遵义红花岗区小金沟锰矿、威宁疙瘩营煤矿和赫章野马川煤矿，已进入全面勘探阶段。小金沟锰矿位于遵义市区南，属铜锣井锰矿的北缘，矿区呈东西向展布，长约4.52公里，宽约1.23公里，面积约5.58平方公里。小金沟锰矿分为东、西两个矿区，东部矿区的勘探已经结束，现正在西部矿区探矿。根据勘探结果，区内锰矿层厚度较稳定，呈层状、似层状，构造为较简单至中等。矿区内锰矿为碳酸盐锰矿石，品位15.84~20.33%。预计锰矿资源储量可达2400万吨。公司目前只拥有矿区探矿权，采矿权费约2400万元。我们预计，勘探完成后，一期产量约60万吨/年。按公司70%的股份计算，权益产量可达到42万吨/年。

锰是发展冶金、化学、轻工、建材、国防、电子等工业的重要原料，目前 90-95% 的锰作为炼铁炼钢的脱氧、脱硫剂以及锰系合金原料。2009 年，受到终端钢铁产量回升以及矿山减产的影响，锰矿价格逐步回升，预计价格未来仍将稳步上涨。

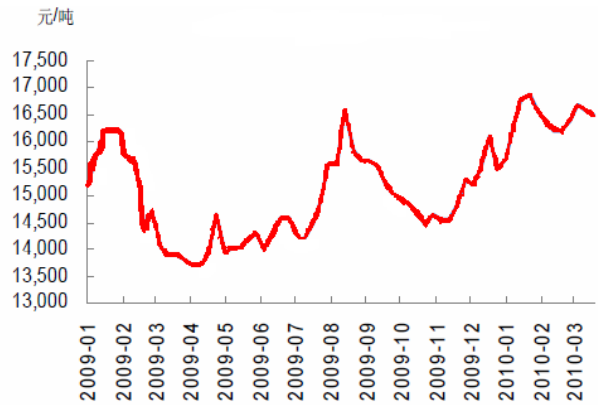
由于锰矿尚未开采，目前无法精确预测公司的开采成本。目前行业平均开采成本为 400 元/吨，而公司是首次进入矿业行业，预计公司开采成本将高于行业均值，我们预计初期成本为 500 元/吨。

图 16 进口锰矿价格稳步上涨



资料来源：中华商务网

图 17 锰金属价格走势



资料来源：中华商务网

估值及投资建议

不考虑公司两个煤矿的收益及增发摊薄情况，预测公司 10、11 年 EPS 分别为 1.36 元、2.47 元，对应动态 PE 为 14X 和 8X。以公司 WACC 为贴现率，仅考虑公司房地产一、二级开发业务，而未考虑公司矿产开发业务，测算出公司 2010 年末 NAV 为 19.30 元，P/NAV 为 1.02。估值有吸引力。考虑到公司良好的成长性，以及公司在贵阳市场突出的资源获取能力，几乎没有竞争对手的市场地位，给予公司增持评级。

表 7 NAV 估值

(WACC=7.86%)

增发前	金额
09 年末净资产 (百万元)	1206
房地产销售业务利润现值 (百万元)	5113
自持物业重估 (百万元)	4800
09 年末投资性房地产 (百万元)	101
总股本 (百万元)	571
NAV (元/股)	19.30

资料来源：华泰联合研究所

附：公司重点项目资料

中天花园三期

项目位于云岩新添大道南段，占地 1400 余亩，建筑面积 110 万平方米，项目分三期建设，一、二期已经完成销售。目前主力在售项目为三期 C 区御景湾，总建面 15 万平方米，已售面积约占 55%，在售主力户型面积在 90-120 平米之间，售价约 5000 元/平米。

图 18 中天花园实景



资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

图 19 中天花园沙盘



资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

中天世纪新城

项目位于中天世纪新城位于南明水口寺红岩路，项目占地面积约 1200 亩、约 79 万平方米，总建筑面积约 100 万平方米，由十二个组团组成，共分为四期建设，计划 3-5 年竣工，现一、二期已开发完成，在售项目为三期 4、5 组团，在售均价在 6500-8300 元/平米间，下半年将推售 6、7、9 组团。

图 20 中天世纪新城实景



资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

图 21 中天世纪新城沙盘



资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

中天南湖托斯卡纳

项目位于金阳云峰大道一侧南湖新区中环路旁，总体建面 15 万，一期叠拼项目售价约为 6000 元/平米。

图 22 中天南湖托斯卡纳实景



资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

图 23 中天南湖托斯卡纳沙盘



资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

中天帝景传说

项目位于金阳金阳大道 7 号，为经适房项目，项目总占地面积为 38.6 万方，总建筑面积为 75.5 万方，容积率为 1.39，项目总共分为五个组团开发，前四个组团已全部售罄，目前向市场发售的五组团。

图 24 中天帝景传说实景



资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

图 25 中天帝景传说实景

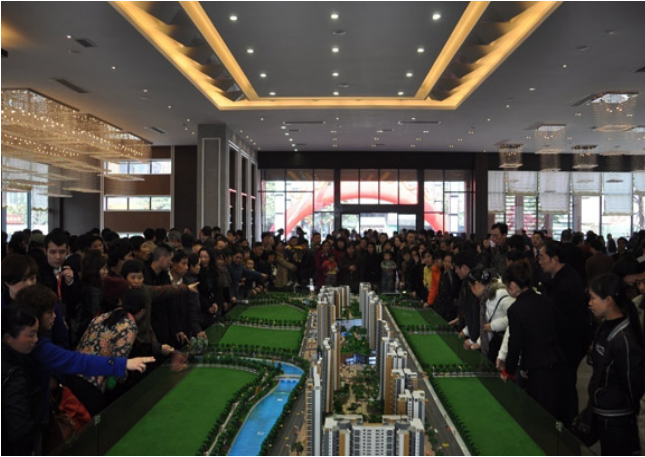


资料来源：摄于 2010 年 3 月 24 日，华泰联合研究所

遵义万里湘江

中天·万里湘江位于遵义市枢纽位置，南起迎红桥，北至湘江河，总建面约 57 万平米，是集住宅、大型临街商业、沿河商业、星级酒店为一体的大型城市综合体，项目顺万里路绵延近 1000 米，地块周边有自然生态景观湘江河环绕，区位条件优越。项目营销中心于 3 月 26 日开放，当日上门客户逾 5000 人。

图 26 遵义万里湘江销售处开放



资料来源：搜房网，华泰联合研究所

图 27 遵义万里湘江项目地块现状



资料来源：摄于 2010 年 3 月 25 日，华泰联合研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6022	6608	9446	11435	营业收入	1635	3227	7193	8761
现金	1300	645	1079	876	营业成本	968	1438	3504	3864
应收账款	193	8	8	8	营业税金及附加	115	290	816	1012
其他应收款	118	140	154	169	营业费用	96	194	432	509
预付账款	402	575	1402	1546	管理费用	61	129	288	340
存货	4010	5213	6777	8810	财务费用	3	83	141	144
其他流动资产	0	26	26	26	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	264	1538	1525	1512	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	49	195	195	195	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	68	58	47	36	营业利润	387	1093	2011	2893
无形资产	0	-0	-0	-0	营业外收入	210	105	105	105
其他非流动资产	147	1286	1283	1280	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	6287	8146	10971	12946	利润总额	590	1191	2109	2991
流动负债	2334	3203	4491	3810	所得税	131	298	527	748
短期借款	0	995	2022	1114	净利润	459	893	1582	2243
应付账款	202	90	100	110	少数股东损益	-2	120	175	272
其他流动负债	2132	2118	2369	2586	归属母公司净利润	460	774	1408	1972
非流动负债	2707	2803	2805	3306	EBITDA	406	1189	2166	3049
长期借款	2637	2787	2787	3287	EPS (元)	0.81	1.36	2.47	3.45
其他非流动负债	70	16	18	19					
负债合计	5041	6006	7296	7116	主要财务比率				
少数股东权益	40	160	335	606		2009	2010E	2011E	2012E
股本	571	571	571	571	成长能力				
资本公积	38	38	38	38	营业收入	79.6%	97.3%	122.9%	21.8%
留存收益	597	1371	2730	4615	营业利润	102.9%	182.5%	84.0%	43.8%
归属母公司股东权益	1206	1980	3340	5224	归属于母公司净利润	141.1%	68.1%	81.8%	40.1%
负债和股东权益	6287	8146	10971	12946	获利能力				
					毛利率(%)	40.8%	55.4%	51.3%	55.9%
					净利率(%)	28.2%	24.0%	19.6%	22.5%
					ROE(%)	38.2%	39.1%	42.1%	37.7%
					ROIC(%)	10.6%	21.3%	25.6%	27.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	80.2%	73.7%	66.5%	55.0%
					净负债比率(%)	61.02%	62.97%	65.91%	61.85%
					流动比率	2.58	2.06	2.10	3.00
					速动比率	0.86	0.44	0.59	0.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.45	0.75	0.73
					应收账款周转率	9	30	899	1095
					应付账款周转率	5.59	9.87	36.89	36.80
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.81	1.36	2.47	3.45
					薄)	-0.86	-0.51	-0.78	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	2.11	3.47	5.85	9.15
					估值比率				
					P/E	24.30	14.45	7.95	5.67
					P/B	9.28	5.65	3.35	2.14
					EV/EBITDA	32	11	6	4

资料来源:公司公告,华泰联合证券研究所

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com