

2010年4月29日

## 业绩释放，或从2010年开始 ——中天城投（000540）财报点评

评级：增持（维持）

**事件：**中天城投4月28日发布2010年1季报，一季度公司实现营业收入5.89亿元，同比增加78.76%；实现净利润1.21亿元，同比增长105.16%；每股收益0.1327元。

**点评：**

■ **公司房地产开发项目进入大量销售结算期。**公司目前拥有权益项目建筑面积约600万平方米，可售面积约500万平方米，未结资源丰富。且这些项目获取土地较早，土地成本优势比较明显，项目毛利率较高。一季报显示公司综合毛利率高达44%。

■ **渔安安井片区土地一级开发将贡献收益。**列入公司2010年重点工作之一就是配合政府积极推进渔安安井片区土地出让工作，实现该项目资金的正常回流，回收成本，获得土地出让增值收益分成。从周边成交地价及房价情况来看，该项目有望获得非常丰厚的回报。

■ **加快公司矿产资源开发。**公司三驾马车战略规划中，除房地产外，公司还积极拓展矿业，已取得2400万吨锰矿、4亿吨煤矿（1.8亿吨无烟煤，2.2亿吨瘦煤）探矿权，并与当地地矿部门成立合资公司，争取2010年拿下采矿权。

■ **强强联合利于公司未来发展。**贵阳城发成为公司二股东将为公司带来更加积极的战略意义，贵阳城发定位于城市综合运营商，通过贵阳环城高速公路资产运营及沿线土地一级开发的运作模式实现公司增长。从业务范围来看，贵阳城发与中天城投有类似之处，通过这次联姻，在当地实现强强联合，未来上市公司可多种途径与贵阳城发进行合作。

■ **盈利预测及投资建议。**公司作为贵阳房地产龙头，凭借优秀的品牌及经营能力，在国家西部大开发的战略背景下，必将得到有利的发展，目前公司战略定位清晰，土地储备丰厚，未来可结算资源量较大，一旦业绩得到有效释放，前途不可限量。采用假设开发法评估公司所有房地产二级开发项目，采用市场比较法评估公司一级土地开发项目，暂时不考虑矿产资源的贡献，测算公司每股RNAV值为9.58元。按现有总股本计算，预计公司09-11年每股收益分别为0.82元、1.11元和1.77元（仅考虑房地产业务），近几年高速增长趋势显现，维持公司“增持”评级，建议重点关注。

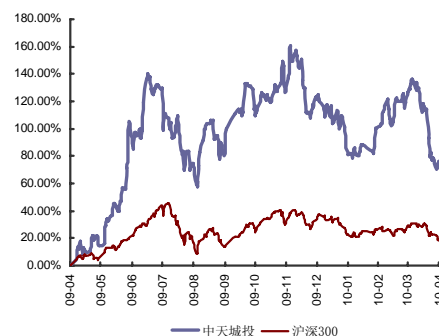
李寅康（证书编号：S0600209100122）

邓咸锋（证书编号：S0600109070863）

0512-62938650

dengxf@gsjql.com.cn

### 中天城投与沪深300指数走势比较图



### 市场数据 2010年4月28日

总股本（万股）	91343.74
流通A股（万股）	48150.17
收盘价（元）	9.23
6个月换手率（%）	507.41

### 财务数据 2010Q1

主营收入（亿元）	5.89
净利润（亿元）	1.21
摊薄每股收益（元）	0.13
每股净资产（元）	2.25

### 相关研究：

贵阳地主静候业绩释放——中天城投调研报告 091027

二股东易主再增公司未来发展空间——中天城投事件点评 100305

### 房地产开发业务将迎来业绩爆发期

公司主要项目所在的贵阳市属于二、三线城市，市场需求和需求结构总体表现良好。在我们此前的实地调研中看到，贵州省际快速交通网和贵阳市城区轻轨等基础设施建设正在快速发展，贵阳市房地产市场潜力较大。2009 年年报显示，公司全年共计实现开工面积 149.96 万平方米，竣工面积 41 万平方米，结转面积 40.12 万平方米；实现营业总收入 163,536.39 万元，比上年增长 79.59%；实现营业利润 38,679.69 万元，比上年增长 102.89%；归属于上市公司股东的净利润为 46,048.30 万元，比上年增长 141.13%。

公司目前拥有权益项目建筑面积约 600 余万平方米，可售资源近 530 万平米，未结资源丰富，可保障未来 5 年的开发需求。公司现有项目储备主要集中在贵阳，贵阳房价受制于经济欠发达而处于较低水平，市场主要以自住需求为主，投机及投资需求比重低，受此次房地产调控政策影响可能也会较小。凭借极低的土地成本，一季报显示公司现有项目依然可获得 44% 左右的毛利率水平。现有项目中会展城项目体量最大，共 255.5 万平方米，是 09 年 5 月非公开增发预案的募资项目。项目拥有便利的交通条件，与贵广铁路新火车站相距 2.5 公里，距贵阳市二环线 800 米，规划中的轻轨也将在本项目附近设立车站。会展城项目从 11 年开始结算，13 年结算完毕，将是未来三年的结算重点，也是公司业绩爆发的关键项目之一。

### 土地一级开发有望贡献不菲收益

2006 年 11 月 17 日，金世旗控股公司与贵阳市云岩区人民政府签订《贵阳市云岩区渔安、安井片区综合开发合作协议》。主要内容包括：根据协议要求，金世旗控股公司设立专门的项目公司，并由项目公司全额投资，专事运作本项目。云岩区政府用渔安、安井片区 9.53 平方公里内经整理达到七通一平要求后可用于商业开发土地的土地出让收益以及片区城市建设配套费，支付上述投资成本。投资成本支付完成之后的剩余部分，由省政府与公司按照 3:7 的比例进行分成，计划项目开发周期为 3—4 年。

贵阳市政府计划经过 8—10 年的努力，将本片区打造成为集旅游休闲、商务会展和生态宜居于一体，环境优美、设施配套，西南一流、国际知名的生态型城市新区。

目前水东路及南明河截污沟工程建设已经完工，在建的二环及已建成的三环均通过小区，未来交通便利。居民搬迁条件非常优越（搬家费+210 元/月生活补贴+现房 75 平方米/人，全部拆迁人员 4818 人，1482 户，拆迁费预计 7.3 亿元），得到政府及当地居民欢迎，拆迁进展顺利，预计明年 1 季度将有土地开始出让。预计可出让的商住土地为 5600 亩，依据周边项目房价及土地出让价格测算，出让地价预计在 150 万-300 万/亩，预计能为公司带

来净利润约 60 亿元。

### 加快矿产资源开发

除房地产外，公司还积极拓展矿业，已取得 2400 万吨锰矿、4 亿吨煤矿（1.8 亿吨无烟煤，2.2 亿吨瘦煤）探矿权，并与当地地矿部门成立合资公司，争取 2010 年拿下采矿权。值得一提的是，公司当时拿下煤矿探矿权时实际缴付的矿资源费仅为 0.8 元/吨，按现行新标准为 3-6 元/吨，仅此一项公司已有约 15 亿元的差价。

09 年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。2010 年争取完成锰矿勘探并办理采矿权，预计 2012 年开始，目前的三个矿产资源将开始贡献利润。

### 二股东易主打开公司未来更广发展空间

中天城投 3 月 3 日公告：公司第二大股东——贵阳国资公司拟将其持有的 6.80% 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股权，如果完成，贵阳城发将成为中天城投第二大股东。

贵阳城发为贵州高速公路开发总公司、贵阳通源道路建设开发有限公司、贵阳南环地产有限公司三家国有股东共同发起的股份有限公司。为实现贵阳市环城高速公路资产一体化经营，贵阳城发拟进行增资扩股，向省高总司和贵阳国资公司定向增发股份根据公告增资扩股方案，贵阳城发增发股份完成后，该公司股东由三家变为四家，其中隶属贵州省人民政府的省高总司持股将超过 50%。上市公司二股东实际控制人将由贵阳市国资委变为贵州省国资委。贵阳城发定位于城市综合运营商，通过贵阳环城高速公路资产运营及沿线土地一级开发的运作模式实现公司增长。贵阳城发经营范围为：公路建设等非融性投资，高速公路经营，土地储备开发、基础设施建设，房地产开发经营等。从业务范围来看，贵阳城发与中天城投有类似之处，通过这次联姻，在当地实现强强联合，未来上市公司可多种途径与贵阳城发进行合作。公司在 2010 年的工作计划中提到未来加大项目拓展力度，力争取得新的土地一级开发项目，随着贵阳城发的入驻，公司在贵州省房地产开发领域地位的提升，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。

### 盈利预测

公司作为贵阳房地产龙头，凭借优秀的品牌及经营能力，在国家西部大开发的战略背景下，必将得到有利的发展，目前公司战略定位清晰，土地储备丰厚，未来可结算资源量较大，一旦业绩得到有效释放，前途不可限量。采用假设开发法评估公司所有房地产二级开发项目，

采用假设开发法评估公司所有房地产二级开发项目,采用市场比较法评估公司一级土地开发项目,暂时不考虑矿产资源的贡献,测算公司每股 RNAV 值为 9.58 元。按现有总股本计算,预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.82 元、1.11 元和 1.77 元(仅考虑房地产业务),近几年高速增长趋势显现,即将迎来业绩释放期,建议重点关注。

#### 风险提示:

目前最大的风险是来自房地产政策调控以及当地政府土地出让计划的不确定性

#### 附表: 财务预测表

利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,635,363,945.07	2,943,655,101.13	5,004,213,671.91	8,006,741,875.06
营业成本	967,937,173.98	1,677,883,407.64	2,752,317,519.55	4,403,708,031.28
营业税金及附加	114,516,263.32	206,055,857.08	350,294,957.03	560,471,931.25
营业费用	95,770,230.15	172,498,188.93	293,246,921.17	469,195,073.88
管理费用	60,504,108.83	117,746,204.05	200,168,546.88	320,269,675.00
财务费用	3,361,412.66	5,887,310.20	10,008,427.34	16,013,483.75
资产减值损失	6,971,761.57	0.00	48,995,038.07	78,392,060.91
公允价值变动净收益	-1,640.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	495,501.46	0.00	0.00	0.00
营业利润	386,796,856.02	763,584,133.23	1,349,182,261.86	2,158,691,618.98
营业外收入	210,047,362.64	233,464,555.93	0.00	0.00
营业外支出	7,032,059.26	4,319,492.05	0.00	0.00
利润总额	589,812,159.40	992,729,197.11	1,349,182,261.86	2,158,691,618.98
归属于母公司净利润	460,482,991.73	744,546,897.83	1,011,886,696.40	1,619,018,714.24
EPS	0.81	0.82	1.11	1.77

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6,022,486,487.20	9,525,625,680.98	16,804,045,901.90	26,507,182,978.90
货币资金	1,299,687,485.45	1,375,371,826.71	3,157,587,905.44	4,396,576,008.67
应收帐款	193,015,436.33	405,542,639.67	1,837,622,145.57	2,940,195,432.91
其他应收款	117,858,598.05	212,145,476.49	212,145,476.49	577,035,696.05
存货	4,009,817,608.14	6,632,520,587.64	10,879,660,963.94	17,407,457,542.30
其他流动资产				
非流动资产				
长期投资	150,461,422.54	149,230,535.15	48,700,000.00	48,700,000.00
固定资产	68,397,486.16	61,323,871.30	54,250,256.43	47,176,641.57
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产				
资产总计	6,286,704,852.37	9,964,628,684.05	17,511,266,513.02	27,601,469,323.11
流动负债	2,333,680,465.70	5,107,220,926.30	11,641,972,058.87	20,113,156,154.72
短期借款	0.00	1,757,633,316.63	5,904,300,423.14	10,671,480,315.26

应付账款	201,577,114.76	395,526,783.01	648,802,705.46	1,038,084,328.73
其他流动负债				
<b>非流动负债</b>				
长期借款	2,637,135,592.09	2,637,135,592.09	2,637,135,592.09	2,637,135,592.09
其他非流动负债				
<b>负债合计</b>				
少数股东权益	39,676,758.42	39,676,758.42	39,676,758.42	39,676,758.42
股本	570,898,345.00	913,437,352.00	913,437,352.00	913,437,352.00
资本公积	38,320,569.02	38,320,569.02	38,320,569.02	38,320,569.02
盈余公积	128,483,548.34	240,165,583.02	391,948,587.47	634,801,394.61
未分配利润	468,403,165.06	988,671,903.21	1,848,775,595.15	3,224,941,502.25
归属于母公司股东权益	1,245,782,385.84	2,220,272,165.66	3,232,158,862.06	4,851,177,576.30
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6,286,704,852.37</b>	<b>9,964,628,684.05</b>	<b>17,511,266,513.02</b>	<b>27,601,469,323.11</b>

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区翠园路 181 号  
邮政编码：215028  
传真：（0512）62938663  
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>