

动态报告/公司快评

房地产

房地产开发

中天城投 (000540)
推荐

获取三联乳业乌当牛奶场地块点评

(维持评级)

2010年7月21日

跨入万亩俱乐部，未来空间更广阔

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

SAC 执业证书编号：S0980206110188

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

SAC 执业证书编号：S0980210040014

事项：

公司今日发布公告，拟投资3.5亿元在贵阳市清镇为三联乳业新建奶业基地，以此置换三联乳业的乌当奶牛场土地（建设用地约7,000亩）及地面建筑物、构筑物及附属设施等资产。

评论：

■ 凭借独特拿地模式荣登西部地产龙头

公司本次拿地模式较为独特——通过支持“菜篮子”民生项目，经置换取得在项目原址约7000亩土地上的旅游、休闲体育、商业和住宅地产的综合开发权，加上已获取的云岩区渔安、安井片区5000亩的土地一级开发用地及中天会展城等二级开发项目，公司直接或间接拥有的土地储备已超过1万亩，成为西部地区土地储备最多的房地产公司。乌当区位于贵阳市东北部，是“森林之城”贵阳森林覆盖率最高的区域之一，该地块目前所在位置是区政府附近顺海林场范围内，天然植被非常茂盛，附近天然温泉储备丰富，并且，此次土地置换后，三联乳业在乌当基地周围还有逾万亩原始林地，除为小区提供良好环境的同时，还将为中天城投今后开展相关的旅游开发提供充足的自然资源。由于协议项下经置换取得的土地需办理农用地转建设用地的有关手续后才能进行后续房地产开发，上述地块在今年内不具备开工条件，对今、明两年的业绩难有提升作用，但明年起将陆续进入开发阶段，有望成为公司未来主力项目。

■ 中天会展城一期销售畅旺，超出预期

据新浪地产数据，中天会展城本期推售面积63.5万平，自4月下旬开盘以来，开盘一个多月已基本售罄，从新浪乐居公布的售楼电话了解到A区核心第4组团5、6、7栋一次性付款优惠98折，折后3948元/m²-4400元/m²。销售畅旺程度超出预期，目前已售面积只要能在今年结26%就能够达到我们财务预测模型中的期望值，而且我们预测的2010年EPS还不包括一级开发的卖地利润。

■ 一级开发项目进展顺利，水东路通车提升地块价值

公司土地一级开发项目进展顺利，水东路也全线通车，地块价值获得提升，预计可出让的商住用地为5622亩，我们按150万元/亩的下限和300万元/亩的上限假设，预计将为公司带来33-68亿元的净利。

■ 旅游会展+优质矿业，助力公司发展

公司已公告，金阳区政府同意给公司会展产业补助2.36亿元，补偿期间约26个月，该补助有望增厚2011年EPS0.12

元，公司在金阳区还能享受税收减免政策，我们认为补助和优惠政策足以弥补在公司会展业务开办初期的经营损失，也不排除盈利可能。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，有望在 2013 年形成煤 500 万吨/年，锰 80 万吨/年的生产能力。

■ 背靠贵阳城发，未来空间更广阔

贵阳城发将入驻中天城投成为第二大股东，为中天城投获取更多的优质土地储备创造了有利条件。我们认为中天城投未来将有望参与贵阳城发的土地一级开发项目，并通过一二级联动模式获取优质土地储备。

■ 融资需求之下，公司释放业绩动力强劲，未来仍将高增长

公司决定将定向增发融资方案再延期一年，若能成功实施，将有助改善资本结构、加快发展。我们认为，由于公司项目较为集中，无论为争取直接融资还是贷款，公司释放业绩的动力都会增强（提升业绩有望增厚股东权益，将获得更高的资产评估值）。预计 10-12 年 EPS 分别为 1.04 元（10.6x）、1.88 元（5.9x）、2.30 元（4.8x），年复合增长率达 70%。由于农转商需补缴地价款标准及地块规划要点目前没有披露，在不考虑本次新增的地块对估值影响的情况下，RNAV（不含矿业）11.8 元/股，对股价溢价 7%，估值低廉，维持“推荐”。

盈利预测和财务指标（08、09 年每股收益按除权前股本摊薄）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	910.59	1,635.36	3,689	6,575	7,914
(+/-%)	-24.00%	79.59%	125.6%	78.3%	20.4%
净利润(百万元)	190.97	460.48	951	1719	2105
(+/-%)	58.21%	141.13%	106.5%	80.7%	22.5%
每股收益(元)	0.54	0.81	1.04	1.88	2.30
EBIT Margin	27.87%	36.07%	34.8%	35.7%	36.8%
净资产收益率 (ROE)	25.01%	38.18%	46.9%	50.0%	41.1%
市盈率 (PE)	20.57	13.65	10.6	5.9	4.8
EV/EBITDA	17.51	14.74	14.1	10.0	8.5
市净率 (PB)	5.15	5.21	4.96	2.93	1.96

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1300	1300	1300	1300	营业收入	1635	3689	6575	7914
应收款项	311	701	1250	1504	营业成本	968	1918	3399	4036
存货净额	4010	7068	12477	14859	营业税金及附加	115	240	404	493
其他流动资产	402	918	1636	1969	销售费用	96	111	191	198
流动资产合计	6022	9987	16663	19633	管理费用	61	136	237	277
固定资产	68	71	74	75	财务费用	3	157	257	322
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	2	2	2
投资性房地产	147	147	147	147	资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
长期股权投资	49	49	49	49	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6287	10254	16932	19904	营业利润	387	1129	2089	2590
短期借款及交易性金融负债	439	2856	6127	6568	营业外净收支	203	0	0	0
应付款项	202	469	828	986	利润总额	590	1129	2089	2590
其他流动负债	1693	2157	3800	4495	所得税费用	131	181	376	492
流动负债合计	2334	5482	10755	12049	少数股东损益	(2)	(3)	(6)	(7)
长期借款及应付债券	2637	2637	2637	2637	归属于母公司净利润	460	951	1719	2105
其他长期负债	70	70	70	70					
长期负债合计	2707	2707	2707	2707	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5041	8189	13462	14756	净利润	460	951	1719	2105
少数股东权益	40	37	32	26	资产减值准备	(7)	0	0	0
股东权益	1206	2028	3437	5121	折旧摊销	12	8	9	9
负债和股东权益总计	6287	10254	16932	19904	公允价值变动损失	7	0	0	0
					财务费用	3	157	257	322
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1219)	(3233)	(4674)	(2117)
每股收益	0.81	1.04	1.88	2.30	其它	6	(3)	(5)	(6)
每股红利	0.22	0.14	0.34	0.46	经营活动现金流	(740)	(2276)	(2951)	(9)
每股净资产	2.11	2.22	3.76	5.61	资本开支	(0)	(11)	(11)	(11)
ROIC	10%	18%	20%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	38%	47%	50%	41%	投资活动现金流	(3)	(11)	(11)	(11)
毛利率	41%	48%	48%	49%	权益性融资	3	0	0	0
EBIT Margin	24%	35%	36%	37%	负债净变化	1929	0	0	0
EBITDA Margin	25%	35%	36%	37%	支付股利、利息	(125)	(129)	(309)	(421)
收入增长	80%	126%	78%	20%	其它融资现金流	(1696)	2417	3271	441
净利润增长率	141%	107%	81%	22%	融资活动现金流	1916	2287	2962	20
资产负债率	81%	80%	80%	74%	现金净变动	1172	0	0	0
息率	2.0%	2.1%	4.9%	6.7%	货币资金的期初余额	127	1300	1300	1300
P/E	13.6	10.6	5.9	4.8	货币资金的期末余额	1300	1300	1300	1300
P/B	5.2	5.0	2.9	2.0	企业自由现金流	(898)	(2158)	(2754)	238
EV/EBITDA	27.7	14.1	10.0	8.5	权益自由现金流	(665)	127	307	418

资料来源: 国信证券经济研究所预测(09年每股收益按除权前股本摊薄)

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。