

公司研究

房地产

房地产开发

中天城投 (000540)

更新报告

推荐

(维持评级)

2010年10月22日

厚积薄发的优质资源股

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

● 小金沟锰矿蓄势待发, 未来有望增厚公司价值 2 元/股

锰, 目前已成为生产动力电池领域锰酸铁锂正极材料的重要原料。公司于 08 年就拿到勘探权的遵义小金沟锰矿, 经济可采量 2000 万吨左右, 矿石品位在 18% 以上, 属大型富锰矿, 目前已进入采矿权公示阶段, 预计明年有望被纳入公司囊中, 若此·最保守能提升公司价值 2.1 元/股。

● 野马川煤矿+疙瘩营煤矿, 潜在资源、前景广阔

公司还积极拓展煤炭资源, 08 年已获取赫章野马川和威宁疙瘩营两座煤矿探矿权, 经济可采储量总共达 2 亿吨, 分别是无烟煤和焦煤, 勘探目前仍在积极推进。若采矿权被纳入囊中, 最保守能贡献价值 5.2 元/股。

● 潜在商业、旅游资产将增厚住宅开发项目价值

在住宅开发领域, 公司在当地市场占有率已接近 20%、直接和间接拥有土地储备已逾万亩, 规模大了, 唯有选择内涵增长, 通过与会展、旅游、体育休闲项目相邻共生的开发模式提升住宅价值: ①中天会展城配建的贵阳国际会展中心、五星级酒店、风情商业街及贵州最大的 shopping mall, 大大增强了其住宅的吸引力, 一期 60 万平住宅开盘即热销一空; ②新获得的 7000 亩乌当地块, 未来将定位成休闲旅游项目+商品住宅, 我们认为有望复制同行“华侨城”的成功模式。我们保守测算, 公司现有二级开发业务 NAV 为 5.5 元/股, 乌当地块约能增厚 RNAV4.5 元/股 (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, 我们假设每亩需补缴 160 万, 未来容积率 2.5)。

● 土地一、二级联动的利好, 未来有望陆续兑现

公司在渔安片区 5600 亩一级开发项目进展顺利, 该地块已规划为南明河“十里花川”主题温泉旅游新城, 位置优、市政齐、环境美, 若全部出让, 保守预测可实现 58 亿元净利, 增厚 NAV4.7 元/股。据贵阳土储部门公开信息, 目前有 1200 亩挂牌, 由于公司定增方案延期一年, 若到明年能实施的话, 恐无合适募投项目, 我们猜测公司摘牌概率很大, 若此, 将还能再略微提升公司价值。

● 市场导向下的政企合作模式, 确立了迥异于对手的独特竞争优势

公司深耕贵州 20 年, 对当地经济发展贡献巨大, 且多年坚持参与省会贵阳的保障房开发, 与政府建立了良好的关系。今年 9 月, 国资委正式批复同意公司二股东变更为贵阳城发后, 政企合作空间进一步拓宽。9 月 26 日, 公司公告拟与南明区政府合作开发 900 公顷的龙洞堡食品轻工业园及 1 平方公里的红岩片区, 食品工业区主要盈利方式为: 土地出让金和落地企业税费返还, 红岩片区开发盈利模式则与渔安片区开发类似。估值: ①估计公司在食品工业区土地出让所获收益基本与投资成本相抵, 未来落地企业税费返还将构成公司主要投资收益, 假设园区成熟后落地企业税费返还约为 1 亿元/每平方公里·年, 假设贴现率 10%, 永续增长率 1%, 则食品工业园绝对估值为 0.5 元/股; ②保守估计红岩片区一级开发 NAV 为 0.5 元/股。

● 关注资源禀赋释放期的 ALPHA, 维持推荐

公司上述优质资源将陆续进入释放期, 从这个意义上说, 公司不仅仅是一只地产股, 更应该定位为一只厚积薄发的优质资源股, 这能让我们拨开行业周期迷雾, 清晰看到公司确定性的增长。我们在公司净资产基础上再加上以上各项资源价值, 得出公司合理价值 24.5 元, 从目前价位上看, 仍有 85% 空间。公司 9 月 17 日分别与招行和交行签订了 200 亿和 100 亿的授信额度, 为公司后续发展提供了较大的资金保障, 我们认为, 由于公司项目集中, 为融资, 公司释放业绩的动力会增强 (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 (12.5x)、1.88 元 (6.9x)、2.30 元 (5.7x), 年复合增长率达 70%。

● 风险提示

①公司目前净负债率较高, 上半年期末已达到 169%, 若持续加息, 对公司将产生不利影响; ②乌当地块及龙洞堡食品工业园开发, 仍在前期阶段, 不确定性较大; ③锰、煤资源开发, 公司目前还没拿到采矿权。

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
					资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
投资性房地产	147	147	147	147	其他收入	0	0	0	0
长期股权投资	49	49	49	49	营业利润	387	1129	2089	2590
资产总计	6287	10254	16932	19904	营业外净收支	203	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	439	2856	6127	6568	利润总额	590	1129	2089	2590
应付款项	202	469	828	986	所得税费用	131	181	376	492
其他流动负债	1693	2157	3800	4495	少数股东损益	(2)	(3)	(6)	(7)
流动负债合计	2334	5482	10755	12049	归属于母公司净利润	460	951	1719	2105
长期借款及应付债券	2637	2637	2637	2637					
其他长期负债	70	70	70	70					
长期负债合计	2707	2707	2707	2707					
负债合计	5041	8189	13462	14756					
少数股东权益	40	37	32	26					
股东权益	1206	2028	3437	5121					
负债和股东权益总计	6287	10254	16932	19904					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	460	951	1719	2105
资产减值准备	(7)	0	0	0
折旧摊销	12	8	9	9
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	3	157	257	322
营运资本变动	(1219)	(3233)	(4674)	(2117)
其它	6	(3)	(5)	(6)
经营活动现金流	(740)	(2276)	(2951)	(9)
资本开支	(0)	(11)	(11)	(11)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(3)	(11)	(11)	(11)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	1929	0	0	0
支付股利、利息	(125)	(129)	(309)	(421)
其它融资现金流	(1696)	2417	3271	441
融资活动现金流	1916	2287	2962	20
现金净变动	1172	0	0	0
货币资金的期初余额	127	1300	1300	1300
货币资金的期末余额	1300	1300	1300	1300
企业自由现金流	(898)	(2158)	(2754)	238
权益自由现金流	(665)	127	307	418

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.81	1.04	1.88	2.30
每股红利	0.22	0.14	0.34	0.46
每股净资产	2.11	2.22	3.76	5.61
ROIC	10%	18%	20%	18%
ROE	38%	47%	50%	41%
毛利率	41%	48%	48%	49%
EBIT Margin	24%	35%	36%	37%
EBITDA Margin	25%	35%	36%	37%
收入增长	80%	126%	78%	20%
净利润增长率	141%	107%	81%	22%
资产负债率	81%	80%	80%	74%
息率	2.0%	2.1%	4.9%	6.7%
P/E	13.6	10.6	5.9	4.8
P/B	5.2	5.0	2.9	2.0
EV/EBITDA	27.7	14.1	10.0	8.5

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。