

市场研究快评

房地产

房地产开发

中天城投 (000540)
推荐

近期表现强劲点评

(维持评级)

2010年11月3日

上涨如期而至，仍有上升空间

分析师： 方焱 fangyan@guosen.com.cn 0755-82130648 SAC 执业资格编号： S0980206110188
 分析师： 区瑞明 ourm@guosen.com.cn 0755-82130678 SAC 执业资格编号： S0980210040014
 联系人： 黄道立 huangdl@guosen.com.cn 0755-82130685

事项：

10月18日，我们在《国信证券——行业新锦囊》中将中天城投重新纳入重点推荐并阐明了逻辑，10月22日，我们又推出跟踪报告《厚积薄发的优质资源股》予以强化。在我们推荐后，截止11月2日，中天城投累计涨幅29.78%，大幅跑赢行业28.26个百分点，跑赢大盘25.71个百分点。表现强劲。

评论：

■ 我们的推荐逻辑已获得了市场认同

我们在10月18日重新将中天城投纳入重点推荐对象的背景是：通胀预期+人民币升值导致9月底至10月中旬资源品股票暴涨。我们认为中天城投拥有矿业（潜在）、旅游、会展商业、土地一、二级联动、工业园区等优质资源，合理价值24.5元，理应获得较好的表现。在我们推荐之后的12个交易日，中天城投大幅跑赢板块和大盘，表明我们的推荐逻辑已获得市场认同。我们认为下一阶段仍有上升空间，理由如下。

■ 潜在矿产前景广阔，未来将向新矿种——钒进军

公司抓住贵州拥有丰富矿产资源的重大机遇，积极拓展矿产资源业务。目前在锰、煤两大资源业务已取得初步进展：

(1) 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年取得遵义小金沟锰矿的探矿权，该矿位于遵义市区南，距遵义城区约4.5公里，属国家大型锰矿之一的铜锣井锰矿之北缘，与铜锣井锰矿为同一含矿层，初步探明经济可采量为2000万吨左右，矿石品位在18%以上，属大型富锰矿，目前已设立从事矿产业务的新公司，进入公示阶段，预计明年有望将采矿权纳入囊中，若此，最保守能提升公司价值2.1元/股；

(2) 公司于08年已获取赫章野马川和威宁疙瘩营两座煤矿探矿权，目前的勘探和化验基本结论如下：①贵州赫章野马川煤矿矿区煤层为4层，主要可采煤层的平均厚度为1.21m，煤层较稳定，确定煤种为3号无烟煤，资源量18766万吨，其中332级储量5573万吨，333级储量13193万吨，该矿预计经济可采储量为9383万吨；②贵州威宁疙瘩营煤矿资源量22094万吨，其中333级储量5122万吨，334级储量16972万吨，该矿预计经济可采储量为11047万吨，储备报告已经贵州省国土资源厅文件矿产资源储备评审备案。两座煤矿合计经济可采储量总共达2亿吨，根据我们初步估计，若采矿权被纳入囊中，最保守能贡献价值5.2元/股。

(3) 除锰、煤两大矿产资源以外，公司还曾在公告中表示：密切关注贵州省内其他优势矿产资源，陆续开展钒矿等其他矿产资源的开发评估等前期工作。钒广泛用于军事工业中，是制作能击穿40CM厚钢板穿甲弹的重要材料。我们预计钒矿很可能是公司未来在矿产资源业务拓展方面的新方向，有望成为公司未来增长的新亮点。

■ 深耕贵阳，未来内涵式增长将增厚开发项目价值

公司深耕贵阳 20 年，在当地住宅开发市场占有率已接近 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) 公司未来将在中天会展城配建贵阳国际会展中心、五星级酒店、风情商业街及贵州最大的 shopping mall，配套设施的完善将大大增强了其住宅的吸引力。从今年 4 月推出的 60 多万平一期产品开盘即热销一空的现象表明，该区域价值提升的预期已对项目销售起到了良好的促进作用。

(2) 新获得的 7000 亩乌当地块，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（周边被万亩林地包围），附近天然温泉储备丰富，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。该地块内拥有原生态森林、天然温泉等丰富资源，资源分布调查和概念设计由全球知名的阿特金斯（英国最大的工程顾问公司、欧洲最大的多专业咨询公司及世界排名第一的城市规划公司）完成，目前已规划为南明河“十里花川”主题温泉旅游新城，未来有望成为贵阳城市最高端、最核心的总部基地及高尚生态居住区。项目位置优、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。

■ 增长确定，估值低廉

公司上述优质资源将持续释放期，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（15.0x）、1.50 元（10.4x）、1.99 元（7.8x）。

■ 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	5393	6833
应收款项	311	701	1025	1299	营业成本	968	1918	2820	3485
存货净额	4010	7068	10335	12825	营业税金及附加	115	240	332	426
其他流动资产	402	918	1342	1700	销售费用	96	111	156	171
流动资产合计	6022	9987	14002	17124	管理费用	61	136	194	239
固定资产	68	71	74	75	财务费用	3	157	229	272
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	14271	17396	营业利润	387	1129	1663	2242
短期借款及交易性金融负债	439	2856	4550	5321	营业外净收支	203	0	0	0
应付款项	202	469	686	851	利润总额	590	1129	1663	2242
其他流动负债	1693	2157	3145	3880	所得税费用	131	181	299	426
流动负债合计	2334	5482	8381	10052	少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(6)
长期借款及应付债券	2637	2637	2637	2637	归属于母公司净利润	460	951	1368	1822
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	11088	12760	净利润	460	951	1368	1822
少数股东权益	40	37	33	28	资产减值准备	(7)	0	0	0
股东权益	1206	2028	3150	4608	折旧摊销	12	8	9	9
负债和股东权益总计	6287	10254	14271	17396	公允价值变动损失	7	0	0	0
					财务费用	3	157	229	272
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1219)	(3233)	(2810)	(2222)
每股收益	0.81	1.04	1.50	1.99	其它	6	(3)	(4)	(5)
每股红利	0.22	0.14	0.27	0.40	经营活动现金流	(740)	(2276)	(1437)	(396)
每股净资产	2.11	2.22	3.45	5.04	资本开支	(0)	(11)	(11)	(11)
ROIC	10%	18%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	38%	47%	43%	40%	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%	35%	37%	负债净变化	1929	0	0	0
EBITDA Margin	25%	35%	35%	37%	支付股利、利息	(125)	(129)	(246)	(364)
收入增长	80%	126%	46%	27%	其它融资现金流	(1696)	2417	1695	771
净利润增长率	141%	107%	44%	33%	融资活动现金流	1916	2287	1448	407
资产负债率	81%	80%	78%	74%	现金净变动	1172	0	0	0
息率	1.4%	1.4%	2.8%	4.1%	货币资金的期初余额	127	1300	1300	1300
P/E	19.3	15.0	10.4	7.8	货币资金的期末余额	1300	1300	1300	1300
P/B	7.4	7.0	4.5	3.1	企业自由现金流	(898)	(2158)	(1263)	(189)
EV/EBITDA	34.1	17.4	13.3	10.7	权益自由现金流	(665)	127	244	362

资料来源: 国信证券经济研究所预测

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。