公司研究

房地产

房地产开发

中天城投（000540） 推荐

调研简报 （维持评级）

2010 年 12 月 16 日

亮点在资源整合

分析师： 方焱 fangyan@guosen.com.cn 0755-82130648 Sca 执业证书编号：S0980206110188
分析师： 区瑞明 ourm@guosen.com.cn 0755-82130833-1853 Sca 执业证书编号：S0980210040014

事项：

我们于 2010 年 12 月 15 日调研了中天城投，与公司管理层进行了交流，并参观了公司部分地产项目。

评论：

■ **小金沟锰矿蓄势待发**

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 2011 年有望获得采矿权。

■ **潜在资源：野马川煤矿+疙瘩营煤矿**

2008 年 9 月 16 日公司、众志诚公司与贵州省煤田地质局签订合同，受让野马川详查探矿权和疙瘩营探矿权，中天城投公司现金出资 14552 万元，占探矿权权益的 80%，众志诚公司占 20%，目前勘探工作仍在进行中。

贵州赫章野马川煤矿位于赫章县中部，通过勘察工作和化验，基本结论：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。经各项指标对比，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，该矿的预计经济可采储量 9383 万吨。

贵州威宁疙瘩营煤矿位于威宁县东南部，距县城约 30km。资源量：22094 万吨，其中 333 级储量 5122 万吨，334 级储量 16972 万吨，333 级占总资源量的 23.2%。该矿的预计经济可采储量 11047 万吨，储量报告已经贵州省国土资源厅文件矿产资源储量评审备案。

■ **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超过 20%、直接和间接拥有土地储备已逾万亩，而走出贵州短期又不现实，面对规模瓶颈，公司选择向商业地产和旅游地产延伸，通过会展、旅游、体育休闲项目与住宅相邻共生的开发模式提升住宅价值：①中天会展城当中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 目前过程形象进度已达到 90%，有望形成贵阳新的核心商圈，**公司目前正在争取将贵阳国际会展中心作为未来朝核六方会谈的举办地；**②新获得的 7000 亩乌当地块，目前农转商需补缴地价款标准及地块规划要点还没有披露，预计未来将定位成休闲旅游项目+商品住宅，我们认为有望复制 “华侨城”模式。

■ **土地一、二级联动正陆续兑现**

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，公司本次所获的四幅地共计 1226 亩，正是位于该一级开发项目内，占总面积的 22%，容积率约为 2.4，标志着公司真正开始迈入一、二级联动。公司本次拿地的成交价款 9.42 亿元为不包含土地一级开发成本的土地出让净收益，折合每亩为 77 万元，一级开发成本约为 39 万元/亩，**成本测算如下：**

总投入约 22 亿元，折合每亩 39 万元。

- **水东路加截流沟（南明河治污配套）：**总造价 9.53 亿元，目前已完成 80%；
- **拆迁安置：**

- 安置方案：地块范围内有 1318 户居民，约 4800 人，基本为低收入人群，原有房屋基本为低矮的旧房及棚户。公司制定了非常可行的安置方案以保证拆迁顺利实施，该方案原则是：使拆迁户居民即使在零就业的情况下，年收入也能接近贵阳人均可支配年收入的水平，核心内容包括：政府行政划拨水东路沿线的 800 亩用地，由公司承建贵阳市流动人口安置示范区，按 75 平米/人的高标准进行住房安置，使得每户居民在满足合理居住需求（西部地区标准：25 平米/人）的同时，还能有超过合理居住面积的住房（50 平米/人）用于出租，另外，安置方案还按 10 平米/人配建商铺，商铺对外出租的收益按 10 平米/人分配给拆迁户，方案回迁安置在两年内完成，在此过度期内，拆迁户每人可获 215 元/月补贴。拆迁安置成本费用由公司承担，政府挟制协调、统筹。

- 方案可行性：我们认为该方案较易被拆迁户接受，目前云岩区普通住房租金标准 16 元/平米，商业用房租金标准 25 元/平米，暂不考虑租金逐年上升的可能性，每位拆迁户居民未来的年租金收入也能达到 12600 元，高于 08 年贵州全省城镇居民人均可支配收入 11759 元的水平，接近 08 年贵阳城镇居民人均可支配收入 13817 元的水平。

- 拆迁安置成本：回迁房单位建设成本为 1650 元/平方米(含旧房拆除费用)，公益配套建面占 5%，考虑过度期的补贴，拆迁安置总成本为 7.33 亿。

➢ **概念设计、征地、不可预见费及其他杂项费用等：5 亿元。**

因此，拿地成本合计为 116 万元/亩，折合楼面地价 733 元/平方米。从附近区域与本项目定位类似的楼盘售价看，保利温泉新城的项目单价约为 4800 元/平方米，中天世纪新城的单价约为 4200 元/平方米，我们认为本片区未来建成的楼盘，均价达到 4500 元/平方米应不成问题，项目盈利前景好。万科分别于 3、4 月份在云岩的渔安村及打渔寨拿了两块地，计容积率建筑面积分别为 7.3 万平和 12.8 万平，楼面地价分别为 1370 元/平方米和 1250 元/平方米，成本明显比中天城投本次所获地块高。我们认为，万科所获地块小，不会对中天城投构成竞争，而且由于先进驻，还有助于聚拢区域人气，从而间接提升中天城投本次所获地块价值。

■ **政企合作，开发食品轻工业园及文化出版产业园**

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（食品、中药材及文化出版）及 1 平方公里的红岩片区，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。

■ **全年商品住宅销售额有望突破35亿**

表 1：2010 年项目销售情况（截止 2010 年 11 月 30 日）

项目	销售套数	销售面积(M^2)	销售均价(元/M^2)	销售额（亿元）
中天花园三期 B 区	23	3275	4978	0.16
中天花园三期 C 区	214	23072	5377	1.24
中天世纪新城三组团	257	39769		2.36
中天托斯卡纳	98	17015	6025	1.03
中天·会展城	6980	676328	3409	23.06
中天·会展城 A9 组团	8	1510	5773	0.09
中天·会展城 B8 组团	187	20285	4725	0.96
帝景传说(景怡西苑)尾商	65	5909	11210	0.66
遵义万里路住宅	750	77000	3000	2.31
遵义万里路商业		20400	15000	3.06
合计	**8582**	**884563**	**3949**	**34.93**

资料来源：分析师整理

■ **钒矿是下一个目标**

除猛、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。另外，公司还在洽商整合贵州省内的重晶石矿资源。

■ **未来亮点在资源整合，维持推荐**

公司上述优质资源将陆续入释放期。通过与管理层交流，公司认为光凭借地产业务或仅局限于上游资源品开采均无法实现利益最大化，公司未来目标是整合资源并向下游的战略新兴产业延伸，包括锰酸锂电池、水煤浆（大股东金世旗正在筹备上马）等，**2011 年整合资源的动作会加快。**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。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，我们预计 10-12 年 EPS 分别为 0.99 元（**0.80~1.04 元之间，“两会”后才公布**）、1.50 元、1.99 元。

■ **风险提示**

①公司目前净负债率较高，3 季度期末已达到 207%，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。

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±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±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。