

业绩拐点就在 2011 年

中天城投 (000540)

评级: 买入 (首次)

股价: 14 元

目标价: 24 元

调研简报

2010 年 12 月 17 日

星期五

投资要点

□ **销售按部就班, 主力是中天会展城, 全年完成 58 亿元销售计划无虞。** 今年, 公司在售楼盘有中天会展城、中天花园、中天托斯卡纳、贵阳国际会展中心、帝景传说(经适房)、中天世纪新城、万里湘江。从三季报可推算出, 截至 9 月 30 日公司共实现销售额 39 亿元。贵阳房地产交易信息网显示, 10 月份至今, 公司共网上签约 23.7 万平米, 签约金额 12.5 亿元, 年初至今合计销售金额 51.5 亿元, 若考虑到遵义项目销售, 全年完成 58 亿元销售计划无虞。

□ **渔安安井片区拿地成本 117 万元/亩, 优势明显, 一级开发净收益可达 4.45 亿元。** 11 月 20 日, 公司以 9.42 亿元获得渔安安井片区总占地面积 81.8 万平(1226 亩)四幅地, 规划总建面约 194 万平(拍卖价格约 77 万元/亩)。根据相关规定, 本次成交价款即为可用于分配的土地出让净收益, 公司分成比例为 63%, 考虑到 25%的企业所得税, 公司可从中取得收益 4.45 亿元。由于市、区两级的财政返还到达中天城建账户的时间、金额等具有不确定性, 因而本事项对公司今年业绩的影响程度暂时未知。一级开发成本 40 万元/亩, 公司合计拿地成本 117 万元/亩, 万科 2010 年 4 月附近拿地, 价格 230 万元/亩, 显然公司土地获取成本优势明显。

□ **乌当奶牛场保守估计建设用地 7000 亩, 楼面地价不超过 375 元/平米。** 7 月 21 日, 公司公告, 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。另外, 公司还将按照有关规定支付三联乳业解除债务、拆迁、职工安置、搬迁、补偿部分异地运行支出等费用。考虑到后者费用的不确定性, 为谨慎起见, 我们以保利 3 月份附近拿地 25 万元/亩为基准, 假定容积率=1, 楼面地价仅 375 元/平米, 若售价 5000 元/平米, 根据我们的模型项目可贡献净利润 42 亿元。

□ **公司具有整合贵州矿产资源的天然优势, 若取得采矿权, 将打开成长资源股的想象空间。** 贵州是矿产资源大省, 其中 42 种矿产的保有储量排名中国前十位, 列第一至第三位的有 22 种, 煤、锰、金、重晶石等矿产优势明显, 在中国占有重要地位。公司 08 年取得遵义小金沟锰矿勘探权, 探明储量约 2000 万吨, 矿石品位超过 18%; 08 年获取赫章野马川和威宁疙瘩营两座煤矿探矿权, 探明储量约 2 亿吨, 为无烟煤和焦煤。若公司顺利拿到以上矿产的开采权, 预计可增厚公司价值 7 元/股。

□ **首次给予目标价 24 元, 维持“买入”评级。** 公司为地方区域龙头, 优势十分明显: 深耕贵阳十几年, 在本地拥有深厚的人脉资源; 市场定位明确,

桂长元
021-50586660-8623
gcy@longone.com.cn
房地产行业
执业证书编号: S0630208020059

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	24.00 元
升值潜力 (%)	71
目标价确定日期:	2010-12-17

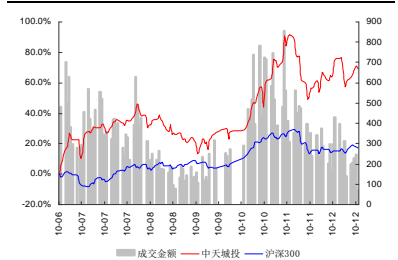
重要数据

总股本(亿股)	9.13
流通股本(亿股)	9.13
总市值(亿元)	125.6
流通市值(亿元)	125.5

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	14.5	14.3
3 个月	47.2	35.8
6 个月	75.3	62.6

公司近 6 个月相对沪深 300 表现



竞争优势突出；良好的品牌影响力；成本控制能力强；资金筹措能力好。公司 NAV 保守估计 17 元/股，若考虑到矿产资源获取，NAV 可达 24 元/股：一级开发权益 6039 亩，价值 5.9 元/股；二级开发 09 年底未结算权益总建面 1186 万平方米，价值 9.6 元/股；煤矿、猛矿若开采权取得，价值 7 元/股。不考虑渔安安井片区一级土地出让今年结算，我们预计公司 10、11、12 年 EPS 分别可达到 0.81 元、1.72 元、2.10 元，首次给予公司买入评级，目标价 24 元，为“房地产+X”组合中长期配置首选。

主要财务信息	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,635	3,598	7,555	10,200
增长率YoY%	79.6%	120.0%	110.0%	35.0%
营业利润(百万元)	387	901	1,956	2,543
增长率YoY%	102.9%	133.0%	117.0%	30.0%
净利润(百万元)	460	741	1570	1914
增长率YoY%	141.1%	61.0%	111.7%	21.9%
每股净资产(元)	1.32	2.01	3.47	5.25
每股收益(元)	0.50	0.81	1.72	2.10
市盈率(P/E)	36.8	17.3	8.2	6.7
市净率(P/B)	14.0	7.0	4.0	2.7
EV/EBITDA	50.0	32.2	21.3	20.7
息率(%)	0.4%	0.9%	1.8%	2.2%

数据来源：东海证券研究所

注：股价为 2010 年 12 月 16 日收盘价

图表 1: 公司 2010 年 10 月份以来销售情况

	销售面积 (平方米)	销售金额 (万元)
10月份	107,426	44,861
11月份	89,231	58,166
12月16日	40,106	21,825
合计	236,763	124,852

数据来源: 贵阳房地产信息网、东海证券研究所

图表 2: 公司二级开发项目情况

所在城市	地块/楼盘名称	地理位置	股权比例	占地面积 (万平方米)	规划总建面 (万平方米)	未结算权益建面 (万平方米)	楼面地价 (元/平方米)	可售面积 (万平)	预期销售均价 (元/平方米)	预期销售金额 (万元)
贵阳	中天花园三期	云岩区新添大道南段289号	100%	36.0	51.0	35.0	410	35	5000	175000
贵阳	中天托斯卡纳	金阳区云峰大道一侧南湖新区中环路旁	100%	18.0	19.5	10.0	430	10	5600	56000
贵阳	中天世纪新城	南明区水口寺红岩路1号	100%	64.5	76.5	76.5	113	65	5500	420750
贵阳	帝景传说	金阳区金阳南路7号	100%	46.0	67.5	67.5	313	27	2650	178875
贵阳	中天楠苑2期	花溪区南大街空军招待所旁	100%	10.0	18.0	7.0	200	7	2500	17500
遵义	万里湘江	老城区与南部新城之间	61%	12.0	58.0	35.4	800	50	3200	113216
贵阳	贵阳会展中心-出售商业	金阳区长岭北路与迎宾路交汇处	100%		20.0	20.0	290	20	12000	240000
贵阳	贵阳会展中心-SOHO公寓	金阳区长岭北路与迎宾路交汇处	100%		18.0	18.0	290	18	5500	99000
贵阳	中天会展城A、B区	金阳区长岭北路与迎宾路交汇处	100%	56.1	255.7	255.7	290	256	5000	1278350
贵阳	渔安安井片区一期	云岩区东部, 距离贵阳市中心直线距离约6公里	100%	81.8	194.0	194.0	486	194	5000	970000
贵阳	乌当基地	乌当奶牛场	100%	466.9	466.9	466.9	375	467	5000	2334500
合计				791	1245	1186		682		5,883,191

数据来源: 公司公告、东海证券研究所

图表 3: 公司一级土地开发权益价值敏感性分析

净利润 (亿元)		对应楼面地价 (元/平方米)						
		1249	1312	1374	1437	1499	1562	1624
		出售价格 (万元/亩)						
		200	210	220	230	240	250	260
土地整理成本 (万元/亩)	30	49	51	54	57	60	63	66
	35	47	50	53	56	58	61	64
	40	46	49	51	54	57	60	63
	45	44	47	50	53	56	58	61
	50	43	46	49	51	54	57	60

数据来源: 东海证券研究所

图表 4: 公司房地产业务 NAV 值敏感性分析

房地产业务NAV值		房价涨跌幅								
		-40%	-30%	-20%	-10%	0%	5%	10%	15%	20%
贴现率	6%	16.56	16.90	17.21	17.51	17.79	17.91	18.04	18.16	18.28
	7%	16.34	16.68	16.98	17.28	17.55	17.67	17.79	17.91	18.03
	8%	16.13	16.46	16.76	17.05	17.32	17.44	17.56	17.68	17.79
	9%	15.92	16.25	16.55	16.84	17.10	17.22	17.34	17.45	17.57
	10%	15.73	16.05	16.35	16.63	16.89	17.01	17.12	17.24	17.35
	11%	15.54	15.86	16.15	16.43	16.68	16.80	16.91	17.03	17.14
	12%	15.35	15.67	15.96	16.23	16.49	16.60	16.71	16.82	16.93
	13%	15.18	15.49	15.78	16.05	16.30	16.41	16.52	16.63	16.74
	14%	15.01	15.32	15.60	15.87	16.11	16.22	16.33	16.44	16.55

数据来源: 东海证券研究所

图表 5: 财务预测与估值 (单位: 百万元)

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	1430	1573	1730	营业收入	1635	3598	7555	10200
应收款项	311	690	1449	1956	营业成本	968	2123	4382	6018
存货净额	4010	8640	15902	23475	营业税金及附加	115	239	505	683
其他流动资产	402	899	1889	2550	销售费用	96	198	432	561
流动资产合计	6022	11659	20812	29711	管理费用	61	133	280	392
固定资产	68	74	74	73	财务费用	3	8	14	21
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	1	1	1
投资性房地产	147	147	147	147	资产减值及公允价值变动	(7)	(10)	(8)	(10)
长期股权投资	49	52	55	58	其他收入	0	12	19	27
资产总计	6287	11932	21088	29989	营业利润	387	901	1956	2543
短期借款及交易性金融负债	439	2904	7133	10386	营业外净收支	203	0	0	0
应付款项	202	487	974	1398	利润总额	590	901	1956	2543
其他流动负债	1693	3442	6045	9137	所得税费用	131	162	391	636
流动负债合计	2334	6833	14152	20921	少数股东损益	(2)	(2)	(5)	(7)
长期借款及应付债券	2637	3137	3637	4137	归属于母公司净利润	460	741	1570	1914
其他长期负债	70	88	95	106					
长期负债合计	2707	3225	3732	4243	现金流量表(百万元)				
负债合计	5041	10058	17885	25164	净利润	460	741	1570	1914
少数股东权益	40	38	33	28	资产减值准备	(7)	(7)	0	0
股东权益	1206	1836	3171	4797	折旧摊销	12	4	4	5
负债和股东权益总计	6287	11932	21088	29989	公允价值变动损失	7	10	8	10
					财务费用	3	8	14	21
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1219)	(3462)	(5913)	(5214)
每股收益	0.50	0.81	1.72	2.10	其它	5	5	(4)	(6)
每股红利	0.07	0.12	0.26	0.31	经营活动现金流	(741)	(2709)	(4335)	(3291)
每股净资产	1.32	2.01	3.47	5.25	资本开支	(0)	(12)	(13)	(14)
ROS	28%	21%	21%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	38%	40%	50%	40%	投资活动现金流	(3)	(15)	(16)	(17)
毛利率	41%	41%	42%	41%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	25%	26%	25%	负债净变化	1929	500	500	500
EBITDA Margin	25%	25%	26%	25%	支付股利、利息	(64)	(111)	(235)	(287)
收入增长	80%	120%	110%	35%	其它融资现金流	(1815)	2465	4229	3252
净利润增长	141%	61%	112%	22%	融资活动现金流	1916	2854	4494	3465
资产负债率	81%	85%	85%	84%	现金净变动	1172	130	143	157
息率	0.4%	0.9%	1.8%	2.2%	货币资金的期初余额	127	1300	1430	1573
P/E	36.8	17.3	8.2	6.7	货币资金的期末余额	1300	1430	1573	1730
P/B	14.0	7.0	4.0	2.7	企业自由现金流	(845)	(2736)	(4362)	(3321)
EV/EBITDA	50.0	32.2	21.3	20.7	权益自由现金流	(730)	24	(5)	(95)

资料来源: 公司公告、东海证券研究所预测

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 4 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122