

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

中天城投 (000540)
推荐

房地产开发

关于签订《参与贵州省“十二五”保障性安居工程建设框架协议》快评

(维持评级)

2011年3月10日

贵州保障房开发第一受益股

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

 证券投资咨询执业资格证书
 编码: S0980510120001

证券分析师: 区瑞明 0755-82130678 ourm@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书
 编码: S0980510120051

事项:

2011年3月9日上午,公司与贵州省人民政府共同签订了《中天城投参与贵州省“十二五”保障性安居工程建设框架协议》,公司将在贵州省人民政府的统一部署下,积极参与贵州省范围内廉租房、公共租赁房、棚户区改造等保障性安居工程及其配套设施的建设工作。公司将自行组建从事保障性安居工程及其配套设施等建设工作的项目子公司,计划在“十二五”期间,在贵州省内完成建设面积约1000万平方米(约20万套)、总投资约200亿元各类保障性安居工程及其配套设施。贵州省人民政府支持公司在贵州省范围内广泛参与各类保障性安居工程建设,积极探索建设、管理、运营保障性住房的新路子;督促项目所在地政府及有关部门,按照保障性安居工程实施计划,及时提供保障性安居工程及其配套设施的建设用地,及时完成征地、拆迁、补偿、安置等工作,并采取有效措施缩短用地、规划、工程等各项审批工作时间和周期;大力支持并督促各地政府及有关部门按国家有关规定积极落实保障性安居工程建设的税、费减免及财政补贴的优惠、扶持政策。

评论:

■ 保障性住房的建设有利于行业长期稳定发展

当前以“限购”等行政手段主导的调控发生的一个重要背景是:由于过去十年来住房保障体系建设滞后,在面向中高收入人群的商品房市场迅速发展起来后,忽视了广大低收入人群的住房问题。在房价不断上涨的情况下,政府也未能及时有效的管起来,无力购房群体不满情绪上升,影响了社会和谐,而且社会舆论出现了“妖魔化”房地产业、“妖魔化”开发商的倾向,这种“民粹主义”舆论倾向也阻碍了房地产业的发展。本轮调控,一个重要的思路就是加大保障房的建设,我们相信未来保障性住房一旦形成规模,将形成“市场的归市场、社会保障的归社会保障”的双轨制格局,且由于保障房解决的是“居者有房住”,满足的是基本居住需求,商品房针对的是“居者有房产”,兼顾了人们的财产性需求、居住及改善需求,因此,从长远来看,保障房一旦形成规模供应,不仅不会对商品房构成冲击,反而能缓解楼市的调控压力,有利于商品住宅开发回复到正常发展轨道,并为原来单一从事商品房开发的企业提供一个新的利润增长点。

■ 《框架协议》签订印证了我们此前的前瞻性判断——中天城投是贵州保障房开发建设第一受益股

2月16日,贵阳颁布了《关于进一步做好房地产市场调控工作的实施意见的通知》(暨“新国八条”贵阳地方细则),我们为此撰写的研报中认为“公司是贵阳老牌保障性安居住房开发商,目前已开发了帝景传说、渔安大型安置房社

区等多个大型保障性安居房项目，获得了地方政府的高度认可，新政提出‘要通过新建、改建、购买以及长期租赁等方式，多渠道筹集保障性住房房源，引导房地产开发企业积极参与棚户区和城中村改造’将有利于中天城投这样的在保障性住房开发建设方面有丰富经验的开发商进一步拓宽在这个领域的发展空间”。3月1日，我们在《国信金宝典组合》将中天城投纳入组合，推荐理由之一是“公司未来将是贵阳保障性住房第一受益股”。本次公司与贵州省人民政府共同签订了《中天城投参与贵州省“十二五”保障性安居工程建设框架协议》，积极参与贵州省范围内保障性安居房建设印证了我们前期的判断。

■ 我们认为，《协议》有望给公司带来四大利好：

- 1、主动、积极参与保障性安居工程建设，履行社会责任，有利于提高公司房地产市场份额，增强商誉；
- 2、在全省开展保障安居工程的同时，将为公司其它业务带来巨大商机，有利于公司获取更广阔的发展空间和获取更多的战略资源；
- 3、公司参与如此大规模的保障性住房建设，有望打开直接融资的阀门，从而改善资债结构；
- 4、公司历史上参与的保障房开发净利润率根据地方政策可达 8%左右，这 20 万套保障性住房开发，我们按保守的方法测算（不考虑销售的溢价，仅按 200 亿投入成本作为计算净利润的基数），取 8%的利润率，在 2011-2015 年，可带来 16 亿净利润，平均每年增厚 EPS 0.35 元，加上配建的商场商铺、办公场所等经营性附属设施及享受的政策优惠，收益更高。

■ 成长确定、估值低廉，维持推荐评级

公司目前正在进行多元化资源整合，不仅局限在房地产领域，还涉足会展建设和运营、矿产资源、新能源开发和利用、投资咨询服务、旅游等行业，目前又进军了文化产业，2011 年公司将企业发展的方向更加明晰地指向四大重要业务板块：城市运营、工业产业运营、文化旅游和会展建设、新能源开发及利用。特别是近期在“涉矿”之后，又涉足文化产业，而文化产业在“十二五”期间仍是政府重点扶持的产业，同时，把文产公司打造成上市公司是省政府的要求，公司会尽量按照这个思路去考虑，我们认为，未来无论分拆上市还是分离出去，中天城投均将受益。暂不考虑文化产业价值的情况下，测算出公司合理价值（NAV）为 27 元/股，其中保障性住房至少增厚 1.36 元/股；另外，旗下中天城建承担一级开发的渔安安井片区首批土地于 2010 年 11 月 18 日由政府挂牌出让，我们预计由于时间太紧，政府恐不能在 2010 年内与中天城建就本次土地出让的超额收益进行分成，我们调低了公司 2010 年 EPS，由 0.99 元调至 0.50（29x）元，但相应调高了 2011 年 EPS，由 1.50 元调高至 1.99（7.2x）元，维持 2012 年 EPS 2.29（6.2x）元的预测不变，上述 EPS 预测值暂不包括 20 万套保障房的净利润；目前股价 14.28 元，P/NAV 为 0.53，公司价值被严重低估，维持推荐。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,635	3,357	5,736	9,187
(+/-%)	79.6%	105.3%	70.8%	60.2%
净利润(百万元)	460	458	844	1504
(+/-%)	141.1%	--	84.1%	78.2%
每股收益(元)	0.50	0.50	1.99	2.29
EBIT Margin	23.5%	22.0%	23.1%	24.9%
净资产收益率 (ROE)	38.2%	30.0%	39.8%	47.4%
市盈率 (PE)	26.5	26.6	6.7	5.8
EV/EBITDA	43.4	32.2	23.0	17.4
市净率 (PB)	10.10	7.98	5.75	3.84

资料来源：公司资料和国信证券预测

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1300	3000	3000	3000	营业收入	1635	3357	5736	9187
应收款项	311	184	314	503	营业成本	866	1758	2999	4690
存货净额	4010	8345	14256	22834	营业税金及附加	115	262	447	827
其他流动资产	402	1679	2868	4593	销售费用	96	201	287	367
流动资产合计	6022	13208	20439	30932	管理费用	61	134	229	184
固定资产	68	70	65	60	财务费用	3	(26)	(36)	(36)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
					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	(102)	(190)	(375)	(755)
长期股权投资	49	69	89	109	营业利润	387	838	1434	2400
资产总计	6287	13495	20740	31248	营业外净收支	203	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	439	5214	9058	14800	利润总额	590	838	1434	2400
应付款项	202	386	660	1057	所得税费用	131	210	358	600
其他流动负债	1693	3525	5936	9095	少数股东损益	(2)	170	231	296
流动负债合计	2334	9126	15655	24952	归属于母公司净利润	460	458	844	1504
长期借款及应付债券	2637	2637	2637	2637					
其他长期负债	70	80	90	100					
长期负债合计	2707	2717	2727	2737					
负债合计	5041	11843	18382	27689					
少数股东权益	40	125	240	388					
股东权益	1206	1527	2118	3170					
负债和股东权益总计	6287	13495	20740	31248					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	460	458	844	1504
资产减值准备	(7)	(7)	0	0
折旧摊销	12	5	5	5
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	3	(26)	(36)	(36)
营运资本变动	(1219)	(3465)	(4536)	(6927)
其它	5	92	116	148
经营活动现金流	(741)	(2917)	(3571)	(5270)
资本开支	(0)	0	0	0
其它投资现金流	0	(1)	0	0
投资活动现金流	(3)	(21)	(20)	(20)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	1929	0	0	0
支付股利、利息	(18)	(138)	(253)	(451)
其它融资现金流	(1909)	4775	3844	5741
融资活动现金流	1916	4637	3591	5290
现金净变动	1172	1700	0	0
货币资金的期初余额	127	1300	3000	3000
货币资金的期末余额	1300	3000	3000	3000
企业自由现金流	(850)	(2905)	(3537)	(5203)
权益自由现金流	(829)	1889	335	565

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.50	0.52	1.98	2.29
每股红利	0.02	0.16	0.27	0.49
每股净资产	1.32	1.69	2.33	3.48
ROIC	13%	11%	11%	13%
ROE	38%	31%	39%	47%
毛利率	40%	40%	40%	40%
EBIT Margin	23%	23%	23%	25%
EBITDA Margin	24%	23%	23%	25%
收入增长	80%	105%	71%	60%
净利润增长率	141%	4%	75%	80%
资产负债率	80%	88%	89%	89%
息率	0.1%	1.2%	2.1%	3.7%
P/E	26.5	25.5	6.7	5.8
P/B	10.1	7.9	5.7	3.8
EV/EBITDA	43.4	31.1	23.2	17.4

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。