

房地产开发 II

中天城投 (000540.SZ) / 10.74 元 与城市化同步成长，公司持续增长可期

事项

近期，我们组织了对中天城投的联合调研，并与公司管理层进行交流，对公司的开盘项目、销售情况及中期发展计划进行比较深入的了解。

主要观点

- **立足贵阳，与城市化同步成长，公司持续增长可期：**1) 城市化率将每年提高一个百分点，人口流入规模将超过 10 万人，增加刚性需求超过 300 万平米；2) 未来 10 年人均居住面积将提高至 35 平米，每年改善性需求增量超过 500 万平米；3) 按照目前约 10% 左右的市场占有率，城市化为公司提供的市场需求空间约为 80 万平米。
- **房地产二级开发业务仍将是公司收入的支柱：**1) 贵阳作为三线城市，消费而非投资性需求主导市场，因此不易受到地产调控政策的冲击；2) 截至 7 月初，公司已实现销售面积约 60 多万平方米，全年计划销售任务已完成一半，预计 10 年销售任务将如期完成。
- **房地产一级开发业务将为公司业绩带来惊喜：**公司作为一级开发商，在开发完成后，拥有很大的优势通过“招、拍、挂”以低价拿地，用于二级开发；或者以 70% 的比例直接分享土地出让收入。预计该项目可出让土地约 5000—6000 亩，以大约 30 万每亩的开发成本计算，将获得每亩约 120 万左右的溢价。
- **业绩预测假设** 1) “量”而非“价”是推动公司收入增长的主导因素，预计未来三年，公司销售量将大幅度增加，特别是 10、11 年将出现 80% 左右的增长；2) 价格方面，全国性的价格下跌预期形成，必然给公司未来收入带来一定影响；3) 随着公司规模化经营，管理与营业费用占收入的比重近几年呈现下降趋势，这一趋势将会保持。
- **投资评级：**预计 2010 年至 2012 年，公司可实现 EPS 0.75、1.47、1.74 元，动态 PE 为 14.2、6.2、6.1 倍，考虑到公司将长期受益于贵阳市城市化快速推进过程，以及公司的龙头地位，给予“推荐”评级。

研究员：高利

联系人：杨现领

Tel: 010-59370833

Email: yangxianling@hczq.com

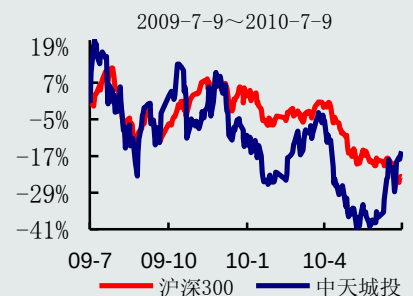
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	91344
流通 A 股/B 股(万股)	91299/0
资产负债率(%)	80.18
每股净资产(元)	2.11
市盈率(倍)	21.30
市净率(倍)	5.08
12 个月内最高/最低价	22.35/7.3

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

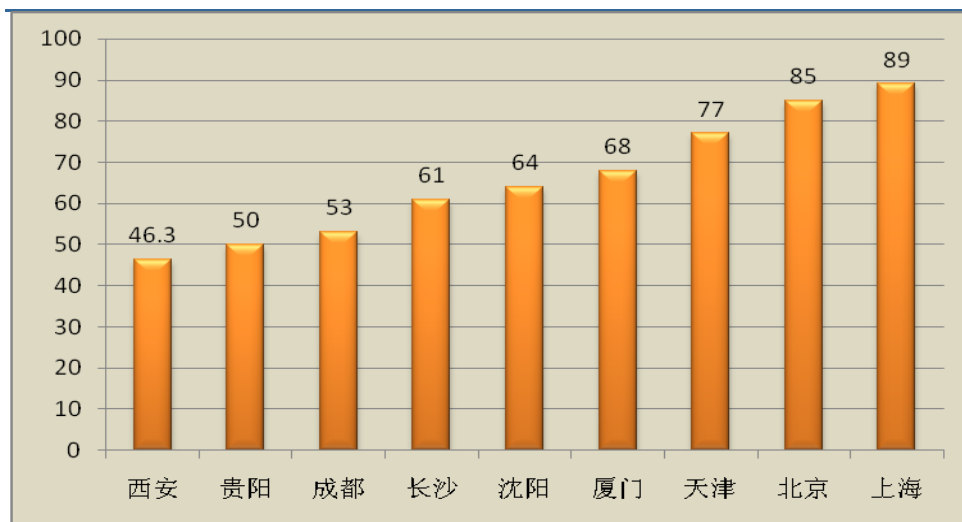
一、与城市化同步成长，公司持续增长可期

公司作为区域龙头，立足贵阳，将会受益于贵州省和贵阳市快速推进的城市化进程，从而维持可持续增长。

1、贵州省城市化空间巨大，而且将加速推进。2009 年贵州省的城市化率约为 30%，与全国平均 46.6%的水平尚存在近 17 个百分点的差距，因此，未来贵州省的城市化空间十分巨大，而且按照国际标准，进入 30%的城市化率后，将会快速推进。公司将长期受益于这一城市化进程。

2、贵阳市城市化进程正快速推进，将为公司带来大的需求空间。未来 10 年城市化率将每年提高一个百分点，每年人口流入规模将超过 10 万人，增加刚性需求超过 300 万平米；此外贵阳市改善性需求巨大，目前的人均居住面积约为 22 平方米左右，未来 10 年，将提高至 35 平米，每年改善性需求增量超过 500 万平米；3）按照目前约 10%左右的市场占有率，城市化为公司提供的市场需求空间约为 80 万平米。

图表 1 贵阳市城市正快速推进，公司将与此同步受益



数据来源：CEIC

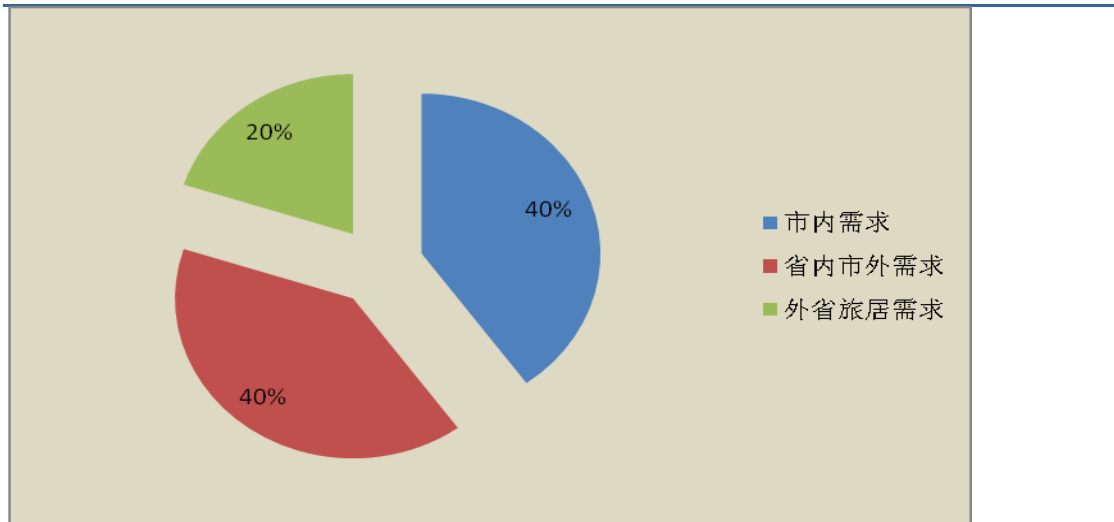
二、4：4：2 的需求格局为公司销售增长提供了额外的空间

贵阳作为西南地区比较重要的交通枢纽，是西部地区重要的中心城市之一，而且在生态休闲和旅游度假方面享有很高的知名度。因此，贵阳的房地产市场不仅吸引了贵州省其他地区的人口流入，也吸引了一定比例的外来旅居人口。

目前来看，贵阳市房地产市场的需求结构为 40%左右的市内需求、40%左右的市外省内需求及 20%左右的省外需求，因此，来自外省的旅居需求将为公司的销售增长提供更大的空间。

考虑到未来公司的发展战略之一即是在把在贵阳市的市场占有率将逐步提高到 15%到 16%左右，届时公司所面临的需求将会进一步扩张，公司的发展空间也将更大。

图表 2 贵阳市房地产需求结构



数据来源：华创证券

三、房地产开发业务一、二级联动，将为公司创造主要的业绩增长空间

1、房地产二级开发业务仍将是公司收入的支柱

贵阳作为三线城市，消费而非投资性需求主导市场，与一、二线城市相比，房价上涨速度更为平稳，因此不易受到地产调控政策的冲击。截至 7 月初，公司已实现销售面积约 60 多万平方米，全年计划销售任务已完成一半，在一线城市成交量大幅度萎缩的情况下，公司销售并未受到太大影响，预计 10 年销售任务将如期完成。

图表 3 中天会展城项目

项目名称	销售面积（万平方米）	销售均价（元/每平方米）	实现收入（亿）
会展城住宅团购	90	3100	27.9
会展城非团购	113	4450	50.2
会展城 SOHU 公寓	14.9	6500	9.68
合计	218		96

数据来源：华创证券

下半年的销售重点是中天会展城项目，该项目分 A、B 区两个住宅项目，目前 A 区 6624 套销售已接近尾声，B 区 8013 套将于 9 月开盘，其中共有约 6500 多套为团购，均价为 3100 元，其余为正常出售，均价 4500 元。此外还包括 SOHU 公寓项目，共计约 14.9 万方，均价在 6500 元左右。预计会展城项目将在未来几年不断成为公司的结转收入。

2、房地产一级开发业务将为公司业绩带来惊喜

公司获得渔安安井片区一级土地开发权，依照规划，该区将成为旅游、休闲、商贸会展、多功能、生态型的新城区，未来增值潜力巨大。

公司作为一级开发商，在开发完成后，拥有很大的优势通过“招、拍、挂”以低价拿地，用

于二级开发；或者以 70%的比例直接分享土地出让收入。预计该项目可出让土地约 5000—6000 亩，以大约 30 万每亩的开发成本计算，将获得每亩约 120 万左右的溢价，为公司带来约 50 亿左右的收益，该收益将在未来 3 年逐步体现。

四、矿产资源开发将成为公司灵活配置资产的另一渠道

贵州矿产资源丰富，公司目前已取得煤、锰、锌等多个矿产的勘探及开发权，但仍处于比较初步的阶段。按照公司规划，矿产资源开发属于灵活配置资产的一个部分，由于前期投入要求的资金量较大及潜在的开发风险，未来 3、5 年内，该业务不会为公司带来利润增量。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6022	6864	10433	14067
现金	1300	4142	7125	10483
应收账款	193	116	151	153
其它应收款	118	76	94	96
预付账款	402	212	281	298
存货	4010	2317	2781	3036
其他	0	1	1	1
非流动资产	264	253	242	230
长期投资	49	47	47	47
固定资产	68	58	48	38
无形资产	0	-0	-0	-0
其他	147	149	147	145
资产总计	6287	7117	10675	14297
流动负债	2334	1643	2532	3277
短期借款	0	42	32	25
应付账款	202	137	161	167
其他	2132	1463	2338	3085
非流动负债	2707	3499	4485	5728
长期借款	2637	3442	4426	5665
其他	70	57	59	62
负债合计	5041	5142	7017	9005
少数股东权益	40	125	303	535
股本	571	913	913	913
资本公积金	38	38	38	38
留存收益	597	899	2404	3806
归属母公司股东权益	1206	1851	3355	4757
负债和股东权益	6287	7117	10675	14297

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-489	2264	2222	2485
净利润	459	770	1745	1825
折旧摊销	15	13	13	13
财务费用	3	161	165	177
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-1002	1386	265	471
其它	36	-65	34	-1
投资活动现金流	-168	46	-35	3
资本支出	17	0	0	0
长期投资	-37	-48	33	-6
其他	-188	-2	-3	-2
筹资活动现金流	1819	532	797	869
短期借款	-55	42	-10	-8
长期借款	1929	804	985	1239
普通股增加	214	343	0	0
资本公积增加	-196	0	0	0
其他	-74	-657	-178	-363
现金净增加额	1162	2842	2983	3358

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1635	3078	5584	6178
营业成本	968	1287	2357	2471
营业税金及附加	115	353	646	691
营业费用	96	95	168	171
管理费用	61	95	205	222
财务费用	3	161	165	177
资产减值损失	7	7	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	387	1080	2337	2446
营业外收入	210	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	590	1080	2337	2446
所得税	131	310	592	622
净利润	459	770	1745	1825
少数股东损益	-2	85	178	232
归属母公司净利润	460	685	1567	1593
EBITDA	406	1254	2515	2636
EPS（元）	0.81	0.75	1.47	1.74

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	79.6%	88.2%	91.0%	5.1%
营业利润	102.9%	179.1%	116.4%	4.7%
归属母公司净利润	141.1%	48.7%	128.8%	1.6%
获利能力				
毛利率	40.8%	58.2%	59.9%	60.0%
净利率	28.2%	22.2%	26.7%	25.8%
ROE	38.2%	37.0%	46.7%	33.5%
ROIC	11.1%	64.3%	175.3%	332.3%
偿债能力				
资产负债率	80.2%	72.2%	65.7%	63.0%
净负债比率	61.02%	74.17%	68.94%	67.44%
流动比率	2.58	4.18	4.12	4.29
速动比率	0.86	2.77	3.02	3.37
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.46	0.66	0.49
应收账款周转率	10	20	44	41
应付账款周转率	5.59	7.59	15.79	15.07
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.75	1.72	1.74
每股经营现金	-0.54	2.48	2.43	2.72
每股净资产	1.32	2.03	3.67	5.21
估值比率				
P/E	13.32	14.33	6.26	6.16
P/B	5.08	5.30	2.92	2.06
EV/EBITDA	28	9	5	4

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801