

房地产


兴业证券
 INDUSTRIAL SECURITIES

王晓冬 虞淼 张忆东

000540 (中天城投)

S0190207040090

资源禀赋加速释放

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

推荐 (维持)**2010年07月20日****投资要点:****事件:**

2010年7月20日,公司公告拟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及地面建筑物、构筑物及附属设施等资产。上述资产涉及可开发利用面积约7000亩。

点评:

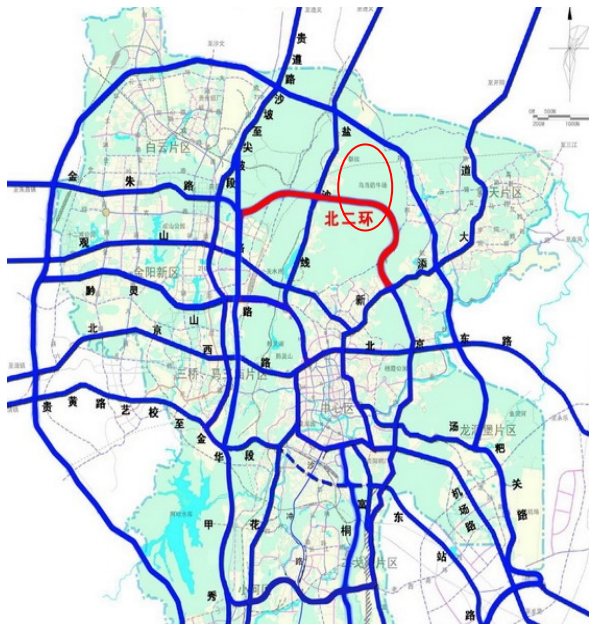
- 该项目对上市公司影响几何?

1、项目位置

该项目位于贵阳市乌当区,北二环横穿中部,东北面为贵阳市绕城公路。

图 1: 项目具体位置

图 2: 项目实地照片



资料来源: 兴业证券研发中心

资料来源:兴业证券研发中心

2、项目 RNAV 敏感性分析

计算房地产项目 RNAV 涉及四个变量: 预计售价、可开发面积、容积率和楼面地价。

A、 预计售价

本次公告提示：公司将委托一流的规划设计单位，对有偿取得的本合同项下乌当基地土地进行旅游、休闲体育、商业和住宅地产的综合开发、规划和前期工作。预计，公司将对该项目进行高端住宅的开发。

表 1：周边别墅项目售价

项目名称	项目位置	开盘时间	销售均价
保利温泉新城一期	贵阳市乌当区顺海中路 88 号	2008/08	6,200
锦澳山庄	:贵阳市乌当区新光路 10 号	2007/09	5,800

资料来源：兴业证券研发中心

由表 1 可以看出，周边别墅售价约为 6000 元/平米。出于谨慎的目的，我们的敏感性分析以该售价作为预计售价。

B、楼面地价

公告中，公司仅提到新建奶牛基地耗资约 3.5 亿元，未提及乌当基地转为二级开发的拆迁及相关费用。2010 年 3 月，保利香港以每亩 25.42 万元的底价获取乌当区 G（10）04 号地块。乌当区 G（10）04 号地块位于本次公告乌当基地东北面。同时，我们注意到，乌当区 G（10）04 号地块容积率仅为 0.6，即该项目为高端住宅项目。毫无疑问，乌当区 G（10）04 号地块的成交均价具有一定的参考价值。出于谨慎的目的，我们以 25.42 万/亩作为乌当基地的土地成交价格。

C、开发周期

当前，公司主要精力集中于中天会展城项目。即无论从开发资金的角度还是人员团队的角度，中天城投在最近两年无暇顾及其余大项目的开发。同时，乌当基地尚处于毛地状态，两年之类不具备二级开发的可能性。出于谨慎的目的，预计，2012 年，乌当项目正式开工；2013 年，该项目开始贡献利润；开发周期约 7 年。

下面，我们将根据容积率和可开发面积占比进行每股 RNAV 的敏感性分析。

表 2：乌当项目 RNAV 敏感性分析

	60%	65%	70%	75%	80%
0.8	3.10	3.35	3.61	3.87	4.13
0.9	3.48	3.77	4.06	4.35	4.64
1.0	3.87	4.19	4.51	4.84	5.16
1.1	4.26	4.61	4.97	5.32	5.67

1.2	4.26	5.03	5.42	5.80	6.19
-----	------	------	------	------	------

资料来源：兴业证券研发中心

注：横坐标为实际开发面积占总用地面积比例

纵坐标为项目容积率

3、风险提示

该项土地开发权的获取具有一定的不确定性

● 投资建议：

预计 2010 年至 2012 年,公司可实现 EPS 分别为 0.79 元、1.59 元、1.77 元。其中二级开发贡献 EPS 分别为 0.54 元、1.10 元、1.28 元。结合公司二级开发 RNAV7.29 元，一级开发 RNAV3.79 元，本次拟获取乌当项目 RNAV 约 4.51 元。考虑到乌当项目的不确定性，我们给与公司 6 个月目标价 13.13 元，维持“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部**上海地区销售经理**

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。