

## 湘财证券研究所

### 房地产

杨森： Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: [ys2875@xcsc.com](mailto:ys2875@xcsc.com)

张化东： Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: [zhd3063@xcsc.com](mailto:zhd3063@xcsc.com)

徐广福： Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: [xgf2388@xcsc.com](mailto:xgf2388@xcsc.com)

本次评级： 买入

当前价格： 12.83 元

中天城投最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

### 事件：

- 11月18日下午，中天城投在贵阳市的土地竞买会上，以9.422亿元的总价拍得渔安安井片区的4幅土地。

### 投资要点与关注：

- 土地储备超千万方，渔安片区土地价格优势明显：

此次出让的四幅地块总占地面积达81.79万平方米，总价9.42亿元。规划总建筑面积最大为193.97万平方米，按用途分为商业文化娱乐47.2万方、办公45.06万方、居住94.34万方、其他7.36万方。平均容积率在2.4左右，楼面价在490元附近。价格和中天城投此前的土地成本相当，非常便宜。即使考虑进公司在一级开发上的投入，楼面价也仅在1000元附近，仍可以保证项目50%以上的毛利率。

事实上，按照公司和贵阳市政府此前的协议，渔安安井片区内除城市快速路、城市主干道外的道路等基础设施，由贵阳市云岩区人民政府委托中天城建进行建设。片区内土地成功实施招拍挂以后，其土地出让净收益扣除上缴省级财政和有关政府性基金后的相应部分，由贵阳市云岩区人民政府与中天城建进行分配。其中，上缴省级政府比例在10%左右，收益分配比例为3:7（中天城投占7成）。我们估算，在扣除土地整理成本和上缴政府相关所得之后，9.42亿元的土地出让收入预计可为公司带来3.9亿元左右的净利润，合每股收益0.20元。

不过，根据《贵阳市云岩区渔安、安井片区综合开发合作协议》等有关规定，中天城投收到的政府财政返还或奖励资金，将按照收付实现制的原则确认当期收益。由于本次出让资金到位时间仍具有不确定性，因此该项业绩是否会在10年体现还不确定。

我们在之前的报告中提到，公司将会积极参与渔安安井片区的二级土地拍卖。渔安安井片区一级土地项目共有5600亩，本次出让1200亩。公司二级开发的能力和和经验将为今后的业绩作出更大贡献。

- 矿产资源丰富，后续公司价值提升空间巨大：

公司旗下目前有锰矿和煤矿资源，预计取得采矿权后业绩增长空间巨大。

其中，锰矿主要集中在遵义小金沟锰矿附近，预测远景资源量可达2000万吨左右，矿区内锰矿为碳酸盐锰矿石，含锰：15.84~20.33%。公司目前已有规划进入新能源领域，由于锰是新能源锰酸锂正极材料的主要原料，我们预计公司后续有可能在新能源产业链上有所作为。我们按照目前市场情况保守估计，锰矿的潜在价值将至少增厚公司RNAV 2.8元左右。

公司煤矿资源目前主要集中在贵州赫章野马川煤矿和贵州威宁疙瘩营煤矿。其中，赫章野马川煤矿资源量18766万吨，经济可采量9383万吨；威宁疙瘩

营煤矿资源量 22094 万吨，经济可采量 11047 万吨。我们按照目前市场上探矿权交易的均价保守估值，预计仅有探矿权的煤矿将提升公司 RNAV 3.3 元左右。

□ **维持公司“买入”评级，综合 RNAV 为 24.48 元/股：**

我们提高了公司的 RNAV 估值至 24.58 元。本次更新估值考虑公司新进的渔安安井片区土地，以及探矿权资格的锰矿和煤矿价值。截止至 11 月 19 日，公司股价 12.83 元，即使考虑到目前地产业务的折价，距离 RNAV 尚有 60% 以上的空间。我们预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.88 元、1.46 元和 1.64 元，现价对应未来 3 年 PE 分别为 14.55X、8.77X 和 7.81X。考虑到公司未来业绩增长的空间，我们维持公司的“买入”评级。

□ **风险提示：**房地产市场调控对成交量造成较大影响以及连续加息的风险。

| 主要财务指标    | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 911   | 1635  | 3709  | 5991  | 6783  |
| YoY (%)   | 47%   | 80%   | 127%  | 61%   | 13%   |
| 归属母公司净利润  | 191   | 460   | 806   | 1336  | 1500  |
| YoY (%)   | 86%   | 141%  | 75%   | 66%   | 12%   |
| EPS       | 0.21  | 0.50  | 0.88  | 1.46  | 1.64  |
| P/E       | 61.37 | 25.45 | 14.55 | 8.77  | 7.81  |
| P/B       | 15.35 | 9.72  | 5.98  | 3.69  | 2.62  |
| EV/EBITDA | 46.88 | 23.05 | 8.44  | 5.15  | 4.56  |

表 1: 中天城投预测与估值表

| 资产负债表     |       |       |        |        |        | 利润表       |         |          |          |          |          |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|---------|----------|----------|----------|----------|
|           | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |           | 2008    | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 流动资产      | 2,606 | 6,022 | 14,513 | 13,770 | 18,278 | 营业收入      | 910.59  | 1,635.36 | 3,709.44 | 5,990.61 | 6,783.08 |
| 现金        | 127   | 1,300 | 1,484  | 1,797  | 1,357  | 营业成本      | 535.99  | 967.94   | 2,077.29 | 3,294.84 | 3,730.69 |
| 应收账款      | 143   | 193   | 501    | 673    | 626    | 营业税金及附加   | 58.52   | 114.52   | 248.15   | 401.75   | 461.22   |
| 其他应收款     | 88    | 118   | 338    | 408    | 431    | 营业费用      | 71.31   | 95.77    | 185.47   | 329.48   | 373.07   |
| 预付账款      | 228   | 402   | 808    | 1,672  | 2,464  | 管理费用      | 39.05   | 60.50    | 137.24   | 221.64   | 250.96   |
| 存货        | 2,017 | 4,010 | 11,377 | 9,215  | 13,395 | 财务费用      | 1.13    | 3.36     | 6.93     | 10.32    | 12.77    |
| 其他流动资产    | 2     | 0     | 5      | 5      | 5      | 资产减值损失    | 13.95   | 6.97     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 非流动资产     | 263   | 264   | 279    | 294    | 310    | 公允价值变动收益  | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资      | 46    | 49    | 49     | 49     | 49     | 投资净收益     | 0.00    | 0.50     | 0.55     | 0.60     | 0.66     |
| 固定资产      | 67    | 68    | 67     | 65     | 62     | 营业利润      | 190.64  | 386.80   | 1,054.91 | 1,733.18 | 1,955.03 |
| 无形资产      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      | 营业外收入     | 81.43   | 210.05   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他非流动资产   | 151   | 147   | 163    | 180    | 199    | 营业外支出     | 18.28   | 7.03     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资产总计      | 2,869 | 6,287 | 14,792 | 14,064 | 18,588 | 利润总额      | 253.79  | 589.81   | 1,054.91 | 1,733.18 | 1,955.03 |
| 流动负债      | 1,309 | 2,334 | 8,163  | 4,284  | 5,582  | 所得税       | 63.62   | 130.89   | 249.28   | 397.10   | 454.96   |
| 短期借款      | 55    | 0     | 5,240  | 228    | 1,365  | 净利润       | 190.17  | 458.92   | 805.62   | 1,336.08 | 1,500.08 |
| 应付账款      | 145   | 202   | 543    | 655    | 691    | 少数股东损益    | -0.79   | -1.56    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他流动负债    | 1,110 | 2,132 | 2,380  | 3,401  | 3,525  | 归属母公司净利润  | 190.97  | 460.48   | 805.62   | 1,336.08 | 1,500.08 |
| 非流动负债     | 757   | 2,707 | 4,630  | 6,566  | 8,492  | EBITDA    | 191.78  | 390.16   | 1,065.32 | 1,747.08 | 1,971.42 |
| 长期借款      | 708   | 2,637 | 4,567  | 6,496  | 8,426  | EPS       | 0.54    | 0.81     | 0.88     | 1.46     | 1.64     |
| 其他非流动负债   | 50    | 70    | 63     | 70     | 66     | 主要财务比率    | 2008    | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 负债合计      | 2,067 | 5,041 | 12,793 | 10,850 | 14,073 | 成长能力      |         |          |          |          |          |
| 少数股东权益    | 39    | 40    | 40     | 40     | 40     | 营业收入      | 46.99%  | 79.59%   | 126.83%  | 61.50%   | 13.23%   |
| 股本        | 357   | 571   | 913    | 913    | 913    | 营业利润      | 14.31%  | 102.89%  | 172.73%  | 64.30%   | 12.80%   |
| 资本公积      | 235   | 38    | 38     | 38     | 38     | 归属于母公司净利润 | 86.35%  | 141.13%  | 74.95%   | 65.84%   | 12.27%   |
| 留存收益      | 172   | 597   | 1,003  | 2,218  | 3,518  | 获利能力      |         |          |          |          |          |
| 归属母公司股东权益 | 764   | 1,206 | 1,960  | 3,175  | 4,475  | 毛利率(%)    | 41.14%  | 40.81%   | 44.00%   | 45.00%   | 45.00%   |
| 负债和股东权益   | 2,869 | 6,287 | 14,792 | 14,064 | 18,588 | 净利率(%)    | 20.97%  | 28.16%   | 21.72%   | 22.30%   | 22.12%   |
| 现金流量表     | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | ROE(%)    | 25.01%  | 38.18%   | 41.11%   | 42.08%   | 33.52%   |
| 经营活动现金流   | -546  | 1,100 | -6,888 | 3,530  | -3,280 | ROIC(%)   | 8.92%   | 10.59%   | 7.68%    | 16.04%   | 11.47%   |
| 净利润       | 190   | 459   | 806    | 1,336  | 1,500  | 偿债能力      |         |          |          |          |          |
| 折旧摊销      | 0     | 0     | 3      | 4      | 4      | 资产负债率(%)  | 72.04%  | 80.18%   | 86.48%   | 77.14%   | 75.71%   |
| 财务费用      | 1     | 3     | 7      | 10     | 13     | 净负债比率(%)  | 54.71%  | 61.02%   | 79.91%   | 65.88%   | 72.56%   |
| 投资损失      | 0     | 0     | -1     | -1     | -1     | 流动比率      | 199.04% | 258.07%  | 177.80%  | 321.44%  | 327.47%  |
| 营运资金变动    | 0     | 0     | -7,688 | 2,179  | -4,787 | 速动比率      | 44.98%  | 86.24%   | 38.42%   | 106.33%  | 87.48%   |
| 其他经营现金流   | -738  | 639   | -15    | 2      | -8     | 营运能力      |         |          |          |          |          |
| 投资活动现金流   | -416  | -168  | -11    | -11    | -13    | 总资产周转率    | 40.91%  | 35.72%   | 35.20%   | 41.52%   | 41.55%   |
| 资本支出      | 10    | 17    | 0      | 0      | 0      | 应收账款周转率   | 11.66   | 9.72     | 10.69    | 10.21    | 10.45    |
| 长期投资      | -321  | -37   | 10     | 11     | 12     | 应付账款周转率   | 5.09    | 5.59     | 5.58     | 5.50     | 5.54     |
| 其他投资现金流   | -727  | -188  | -1     | 0      | 0      | 每股指标(元)   |         |          |          |          |          |
| 筹资活动现金流   | 527   | 1,819 | 7,083  | -3,206 | 2,852  | EPS(摊薄)   | 0.21    | 0.50     | 0.88     | 1.46     | 1.64     |
| 短期借款      | -17   | -55   | 5,240  | -5,012 | 1,138  | 每股经营现金流   | -0.60   | 1.20     | -7.54    | 3.87     | -3.59    |
| 长期借款      | 220   | 1,929 | 1,929  | 1,929  | 1,929  | 每股净资产(摊薄) | 0.84    | 1.32     | 2.15     | 3.48     | 4.90     |
| 普通股增加     | 30    | 214   | 343    | 0      | 0      | 估值比率      |         |          |          |          |          |
| 资本公积增加    | 145   | -196  | 0      | 0      | 0      | P/E       | 61.37   | 25.45    | 14.55    | 8.77     | 7.81     |
| 其他筹资现金流   | 149   | -74   | -430   | -123   | -215   | P/B       | 15.35   | 9.72     | 5.98     | 3.69     | 2.62     |
| 现金净增加额    | 0     | 0     | 184    | 313    | -441   | EV/EBITDA | 46.88   | 23.05    | 8.44     | 5.15     | 4.56     |

资料来源: 湘财证券研究所

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。