

房地产



王晓冬 虞淼 张忆东

000540 (中天城投)

S0190207040090

渔阳安井片区土地获取

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

推荐 (推荐)

2010年11月21日

投资要点:

事件:

2010年11月18日,公司通过通过公开挂牌竞买方式底价获取位于渔阳安井片区的G(10)33地块、G(10)34地块、G(10)35地块、G(10)36地块等四块国有建设土地使用权,上述四宗地块占地面积约81.79万平方米,建筑面积约193.98万平方米,成交金额约9.42亿元,即成交单价72万/亩。

点评:

● 上述四宗土地影响几何?

✓ 业绩层面: 一级开发首次贡献收益

上述四宗地块为A股城投类公司首次土地出让。由于贵阳土地出让为毛地出让(不包含拆迁还建),且该地块一级开发商为中天城投全资子公司,出让价格不包含土地开发成本(47万/亩)。预计本次拍卖可贡献2010年EPS约0.48元。

表1: 一级开发盈利预测表

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
销售收入	162,500	200,000	200,000	200,000	260,000
销售成本	61,100	47,000	47,000	47,000	61,100
主营业务税金	8,938	11,000	11,000	11,000	14,300
销售费用	4,875	6,000	6,000	6,000	7,800
管理费用	4,875	6,000	6,000	6,000	7,800
财务费用	4,875	6,000	6,000	6,000	7,800
税前利润	82,713	130,000	130,000	130,000	169,000
所得税	20,678	32,500	32,500	32,500	42,250
项目净利润	62,034	97,500	97,500	97,500	126,750
上市公司分成	43,424	68,250	68,250	68,250	88,725
增发后股本	91,343	91,343	91,343	91,343	91,343
EPS	0.48	0.75	0.75	0.75	0.97

资料来源: 兴业证券研发中心

注: 1、拍卖进度: 2011年至2014年分别为: 1000亩、1000亩、1000亩、1300亩

2、拍卖价格: 2011年至2014年为: 200万/亩

3、贴现率: 8%

表 2：一级开发 RNAV 敏感性分析

	160	180	200	220	240
7.20%	2.43	2.80	3.16	3.53	3.90
8.00%	2.40	2.76	3.11	3.47	3.83
8.80%	2.36	2.71	3.07	3.42	3.77

资料来源：兴业证券研发中心

注：横坐标为土地拍卖价格

纵坐标为贴现率

✓ 经营层面：增加公司中期项目储备

上述土地储备为净地出让，预计建设周期为 2011 年至 2015 年，进一步增加公司中期贡献业绩地产项目。

表 3：公司部分重点项目开工周期

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
中天会展城								
乌当奶牛场								
渔阳安井片区地块								
食品工业园区								

资料来源：兴业证券研发中心

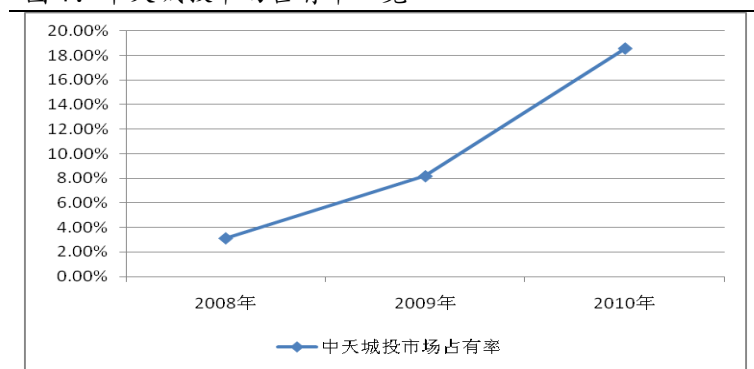
截至 2010 年 11 月，公司拥有权益土地储备约 1167 万平米，土地均成本约 600 元/平米。按照每年 150 万平米的开工量，上述土地储备可供公司开发约 8 年。由此可见：公司贵阳地主名副其实，且低廉的地价构成了未来业绩的良好基础。

表 4：二级开发 RNAV 敏感性分析

	-10	-5	0	5	10	15
6.40%	11.91	13.53	15.15	16.77	18.40	20.02
7.20%	11.62	13.20	14.78	16.35	17.93	19.51
8.00%	11.34	12.88	14.41	15.95	17.48	19.02
8.80%	11.07	12.57	14.06	15.56	17.05	18.54
9.60%	10.82	12.27	13.72	15.18	16.63	18.09

资料来源：兴业证券研发中心

图 1：中天城投市场占有率一览



资料来源：兴业证券研发中心

未来公司市场占有率的窄幅提升将加速公司社会资源禀赋的加速释放（即公司多元化经营的必然性）。

● 公司近三年公告一览

表 5： 公司近三年公告一览

公告时间	公告内容	点评
07 年一季度	金世旗付给公司货币资金 6800 万，用于偿还银行借款。该资金属于无偿占用，金世旗当时属于公司潜在股东	维护公司信用
2007 年 9 月	解决同业竞争，注入两家房地产开发公司	做强上市公司的第一步
2008 年 6 月	合作开发遵义红花岗区小金钩锰矿	初涉资源开采
2008 年 9 月	合作收购赫章野马川煤矿、威宁疙瘩营煤矿探矿权	再涉资源开采
2008 年 9 月	完成第一次定向增发，募资约 3.4 亿	获取开发资金
2008 年 10 月	成立中天城投资源控股有限公司	打造矿产资源平台
2008 年 12 月	参与开发贵阳会展中心项目	二级开发储备激增
2009 年 5 月	公布非公开发行预案	借力资本市场完成公司跨越
2009 年 7 月	公司收购华润汉威持有的华润贵阳 83.33% 的股权和金世旗控股将持有的华润贵阳 16.67% 的股权，收购股权完成后，华润贵阳将成为公司的全资子公司	正式介入一级开发
2010/7/20	在贵阳市清镇为三联乳业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上述资产涉及面积约 7000 亩	1、帮助政府解决奶牛场的整体搬迁问题； 2、创新性扩张土地储备约 7000 亩，为公司中期发展奠定良好基础
2010//09/17	与招商银行贵阳分行签订 200 亿授信额度，与交通银行贵阳分行签订 100 亿授信额度	为公司未来的发展解决了资金瓶颈
2010/9/17	国资委正式批复同意公司二股东变更为贵阳城发	为公司未来参与贵阳环城高速公里周边土地的一级开发打下坚实的政府基础
2009/9/27	拟参与贵阳市龙洞堡食品轻工业全区约 10 平方公里的一级开发	政企合作进一步加深

资料来源：兴业证券研发中心

● 催化剂：社会资源禀赋进一步释放

● 投资建议

预计 2010 年至 2012 年,公司可实现 EPS 分别为 1.02 元、1.59 元、1.77 元。其中二级开发贡献 EPS 分别 0.54 元、1.00 元、1.28 元。结合公司二级开发 RNAV14.41 元，一级开发 RNAV3.11 元，南明云岩片区 RNAV 约 0.5 元。考虑到整体地产大环境的不确定性，我们维持公司 6 个月目标价 15.00 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

朱元戡

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。