

中天城投 (000540)

业绩高增长持续，金控布局完善

——中天城投更新报告

	侯丽科 (分析师)	申思聪 (分析师)	李品科 (分析师)
	0755-23976713	0755-23976926	010-59312815
	houlike@gtjas.com	shensicong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880515010002	S0880511010037

本报告导读：

公司借助贵阳打造创新金融城市的东风，地产业务提供高增长业绩的同时，积极向“小地产、大金融、大健康”积极转型。

投资要点：

- **维持增持评级。**从 2015 年公司金融板块布局的力度来看，公司执行力超市场预期，金融业务将逐步贡献利润，预计其他多元拓展会逐步落地，健康将成为下一方向。预计 2015 年和 2016 年 EPS 分别为 0.59、0.78 元，考虑到自 2015 年 7 月以来，行业估值中枢下移，参考其他可比公司估值，下调 2016 年目标 PE 至 12.1 倍，相应下调目标价至 9.4 元，维持增持评级。
- **优质资源有望加速释放，业绩预计维持高增长。**随着竞争项目的逐步减少以及公司品牌优势的持续提升（2015 年贵阳排名第一），后续公司销售强劲的势头有望延续。公司实施限制性股票激励计划，有助于调动公司的积极性。同时大股东 30 亿定增全额认购，锁定三年时间，定增价格为 9.86 元每股，较现价溢价 48.3%，存一定安全边际。
- **金融布局超预期，健康转型蓄势待发。**2015 年公司金融布局转型全面加速，借助着贵阳打造西部创新金融城市的东风，公司在大金融方面大刀阔斧，已经形成构建起集持牌类金融业务与创新金融于一体的金控构架，打通各产业节点业务链条。公司近期 14 亿中票，50 亿私募债已经发行完毕，定增 30 亿完成，为转型提供充足资金支持，在大金融产业架构初步构成的情形下，预计公司大健康产业布局也将加速落地，激活“大金融、大健康”产业良性互动的协同效应，全面推进公司多元化战略方向发展。
- **风险提示：**项目较为集中；转型具有一定不确定性。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,576	11,391	16,193	24,390	27,089
(+/-)%	113%	50%	42%	51%	11%
经营利润 (EBIT)	1,614	1,796	3,387	4,628	5,637
(+/-)%	421%	11%	89%	37%	22%
净利润	1,081	1,604	2,747	3,635	4,397
(+/-)%	147%	48%	71%	32%	21%
每股净收益 (元)	0.23	0.34	0.59	0.78	0.94
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	21.3%	15.8%	20.9%	19.0%	20.8%
净资产收益率 (%)	31.8%	22.0%	22.2%	23.2%	22.3%
投入资本回报率 (%)	9.6%	9.8%	13.6%	11.9%	10.6%
EV/EBITDA	11.0	10.0	5.4	5.5	5.6
市盈率	28.8	19.4	11.3	8.6	7.1
股息率 (%)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：9.40

上次预测：17.70

当前价格：6.65

2016.01.28

交易数据

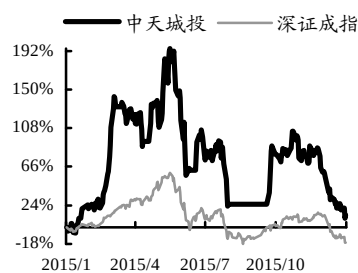
52 周内股价区间 (元)	5.88-36.53
总市值 (百万元)	31,142
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,683/3,920
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	7389.50
日均成交值 (百万元)	739.72

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,919
每股净资产	1.90
市净率	3.5
净负债率	113.86%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.07	0.16
Q2	0.14	0.14
Q3	0.07	0.10
Q4	0.07	0.19
全年	0.34	0.59

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-31%	-37%	13%
相对指数	-4%	-17%	30%

相关报告

《大金融平台进一步夯实》2015.05.17

《大股东全额认购定增，助推大金融大健康战略加速落地》2015.04.10

《三重大礼迎春到，扩股撑起半边天》2015.02.17

《大地产如日中天，大金融版图初现》2015.01.25

《丰富资源或加速释放，互联网金融空间巨

模型更新时间: 2016.01.28

股票研究

金融

房地产

中天城投 (000540)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.40

上次预测: 17.70

当前价格: 6.65

公司网址

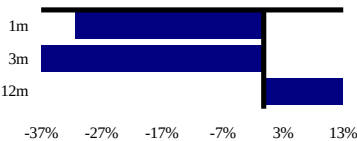
www.ztcn.cn

公司简介

公司是贵州省第一家上市公司, 唯一一家房地产类上市公司, 具有壹级房地产开发资质, AAA 级信誉等级, 以土地开发、地产运营、城市建设为主业, 产品类型囊括了住宅、酒店、商业中心、工业园区、会议展览场馆等, 是贵州房地产行业的龙头企业。

。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.88-36.53

市值 (百万)

31,142

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

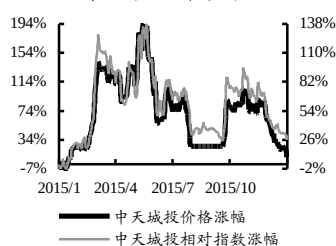
EV/EBITDA

P/S

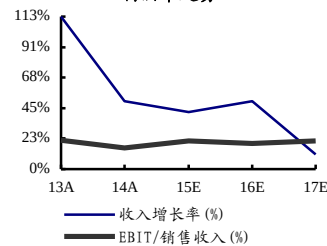
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	7,576	11,391	16,193	24,390	27,089
营业成本	4,399	7,827	10,270	15,942	17,142
税金及附加	846	1,009	1,619	2,561	2,777
销售费用	392	463	496	747	829
管理费用	325	296	421	512	704
EBIT	1,614	1,796	3,387	4,628	5,637
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	8	300	300	300
财务费用	185	108	152	224	224
营业利润	1,387	1,665	3,535	4,704	5,713
所得税	389	529	921	1,214	1,466
少数股东损益	0	-1	17	6	0
净利润	1,081	1,604	2,747	3,635	4,397
货币资金、交易性金融资产	3,923	5,204	4,979	4,008	3,412
其他流动资产	106	249	261	261	261
长期投资	1,750	1,560	1,560	1,560	1,560
固定资产合计	2,865	3,477	3,949	4,398	4,825
无形资产及其他资产	294	369	183	184	185
资产合计	36,450	43,395	53,992	81,327	90,606
流动负债	23,684	27,399	33,829	57,866	63,090
非流动负债	9,113	8,361	7,462	7,464	7,467
股东权益	3,402	7,300	12,349	15,639	19,692
投入资本(IC)	12,369	13,795	18,621	29,233	39,701
NOPLAT	1,188	1,351	2,540	3,471	4,228
折旧与摊销	123	127	140	163	185
流动资金增量	-2,776	-950	-4,038	-10,161	-10,041
资本支出	-124	-65	-275	-463	-463
自由现金流	-1,590	462	-1,633	-6,991	-6,091
经营现金流	-162	1,599	-842	-5,754	-4,454
投资现金流	-1,815	-159	25	-163	-163
融资现金流	2,230	-649	593	4,945	4,023
现金流净增加额	253	791	-225	-972	-595
收入增长率	113.2%	50.4%	42.2%	50.6%	11.1%
EBIT 增长率	421.1%	11.3%	88.6%	36.6%	21.8%
净利润增长率	146.6%	48.3%	71.3%	32.3%	21.0%
利润率					
毛利率	41.9%	31.3%	36.6%	34.6%	36.7%
EBIT 率	21.3%	15.8%	20.9%	19.0%	20.8%
净利率	14.3%	14.1%	17.0%	14.9%	16.2%
净资产收益率(ROE)	31.8%	22.0%	22.2%	23.2%	22.3%
总资产收益率(ROA)	3.0%	3.7%	5.1%	4.5%	4.9%
投入资本回报率(ROIC)	9.6%	9.8%	13.6%	11.9%	10.6%
存货周转天数	1824	1294	1237	1205	1502
应收账款周转天数	24	29	29	29	29
总资产周转天数	1502	1279	1098	1013	1158
净利润现金含量	-0.15	1.00	-0.31	-1.58	-1.01
资本支出/收入	2%	1%	2%	2%	2%
资产负债率	90.0%	82.4%	76.5%	80.3%	77.9%
净负债率	307.6%	105.7%	60.6%	94.6%	107.7%
PE	28.8	19.4	11.3	8.6	7.1
PB	2.5	1.6	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.0	10.0	5.4	5.5	5.6
P/S	1.1	1.0	0.7	0.5	0.4
股息率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

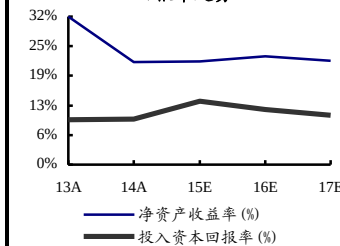
股票绝对涨幅和相对涨幅



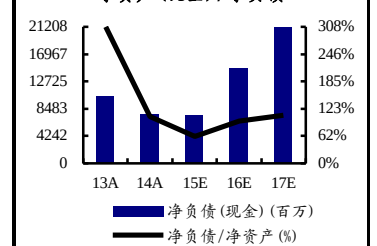
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 区域优势显著，业绩维持高增长.....	4
1.1. 去大盘化最佳受益者，区域优势显著	4
1.2. 业绩高增长，收入锁定规模高，将提供稳步业绩	5
2. 金控布局超预期，大健康蓄势待发.....	6
3. 维持增持评级，目标价为 9.4 元.....	6
4. 风险提示.....	7

1. 区域优势显著，业绩维持高增长

1.1. 去大盘化最佳受益者，区域优势显著

2015 年公司销售勇夺贵阳冠军。我们于去年的报告中提出，贵阳政府土地出让模式逐步去大盘化、控制容积率，未来土地供应预计有所收敛，房地产供求格局进一步优化，而公司是贵阳去大盘化的最佳受益者。时隔一年，根据“极速智讯”发布的“2015 年贵阳市各房企成交排行”，公司勇夺 2015 年贵阳市销售冠军，销售额达 100.3 亿元，市占率达 17.2%，印证了我们之前的判断。

表 1: 2015 年贵阳市销售排行榜，中天城投位列第一位

公司	核心项目	销售均价 (元/平米)	销售额 (亿元)	市占率
中天城投	未来方舟 (61%) 贵州金融城 (18%)	7049	100.27	17.2%
宏立城	花果园	6247	92.41	15.9%
贵阳万科	万科大都会 (29%) 万科城 (25%)	6323	34.00	5.8%
贵阳保利	保利溪湖 (34%) 保利凤凰湾 (30%)	7080	24.26	4.2%
贵阳西南国际商贸城	西南国际商贸城	11821	20.31	3.5%

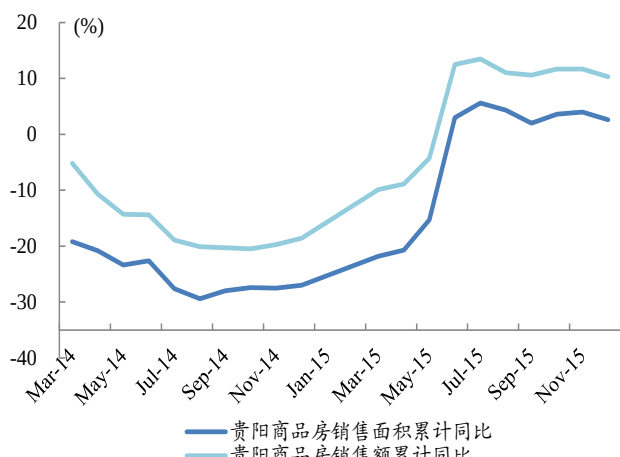
数据来源：极速智讯、国泰君安证券研究

贵阳销售回升显著，后续空间犹存。2015 年随着行业政策的放松以及城镇化的延续，贵阳商品房销售回升显著，其中 2015 年商品房销售额同比增长 10.3%。我们认为后续贵阳依旧可以凭借其省会城市地位、低廉的房价、买房送户口的政策，吸引了大量外来购房需求。城镇化率还处于低位，未来需求有保证。1) 区位及公共服务优势：贵阳位于贵州中部，与地州市间交通非常便利，车程基本在 2 小时以内；贵阳市基础设施建设及公共服务配套均显著、大幅优于省内其他城市。2) 价格优势：贵阳住宅销售均价不足 4500 元/平，二线城市中最低；3) 买房送户口，吸引大量外来人口：根据 2012 年 9 月出台的贵阳市《关于推进保障性安居工程和棚户区区域城中村改造及重点项目建设的若干措施(试行)》，在贵阳市购买商业、办公用房和首次购买住房的，可办理入户手续或居住证，享受本市户籍人口就业、入学和就医等同等待遇，不受入住时间和购房面积的限制。

区域品牌优势明显，货量充足，大概率继续领跑。公司已在贵阳区域建立起了显著的品牌优势，其中未来方舟和贵州金融城更是属于排名前列的热销项目，我们认为公司销售强劲的势头还将延续，主要基于以下理由：1) 目前贵阳几个千万方建面的大盘项目，或销售临近结束，或定位与公司存在一定差异。未来方舟和假日方舟将成为贵阳少数主打刚需改善产品的大盘项目，销售较为有保障。2) 土地供给新模式或将带来土地成本上升，公司现有项目拿地基本完成，受影响较小。3) 公司在贵阳市场话语权提升。2015 年销售均价 7049 元每平高于

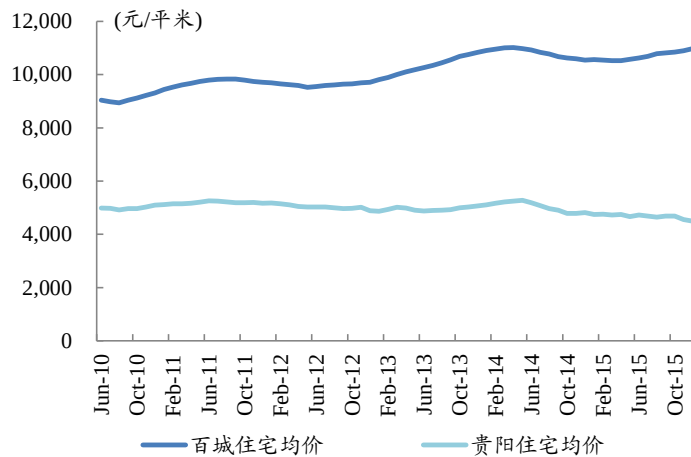
其他明显项目。地价上升情形下，公司在贵阳市场产品定价方面更为主动；若房价出现上行，公司产品可直接受益。

图 1: 贵阳商品房销售 2015 年回升显著



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 2: 贵阳房价绝对水平较低, 当前均价 4499 元/平

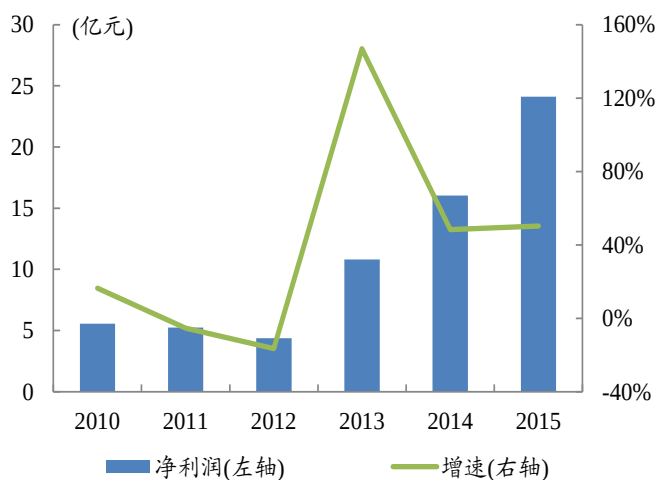


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

1.2. 业绩高增长, 收入锁定规模高, 将提供稳步业绩

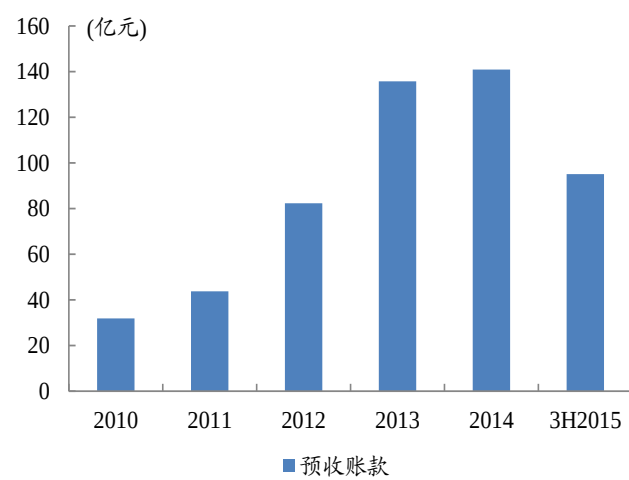
业绩高增长, 预增 50%-80%。公司公告得益于地产业务结算规模增加及部分子公司享受西部大开发企业所得税优惠政策, 2015 年归属上市公司股东净利润预计达 24.1-28.9 亿, 同比增长 50%-80%。

图 3: 业绩近几年保持高增速



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 预收款项近百亿, 锁定未来结算收入



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

预收款项近百亿, 锁定未来结算收入。公司 2015 年三季报中, 预收款项达 95.07 亿, 为明后年的业绩提供了强有力的支持。我们认为随着贵阳市场的持续好转以及行业政策的宽松延续, 公司库存有望去化加速, 加之锁定收入规模较大, 业绩高增长有望持续。

2. 金控布局超预期，大健康蓄势待发

金融布局超预期，金控平台呼之欲出。2015 年公司金融布局转型全面加速，借助着贵阳打造西部创新金融城市的东风，公司在大金融方面大刀阔斧，收编招商贷平台、设立小额贷款和融资担保公司、控股中融人寿、设立百安互保、华宇再保险、控股海际证券，与公司旗下网贷平台、金融资产交易平台、互联网金融产业投资平台共同构建起集持牌类金融业务与创新金融于一体的金控构架，打通各产业节点业务链条。

表 2: 近期金融布局全面，进度超预期

时间	涉及公司	金融类型	收购价格	股权比例
2015 年 10 月	中融人寿	人寿	20 亿	20%
2015 年 10 月	华宇再保险	再保险	3 亿	20%
2015 年 11 月	百安互联网保险	互联网保险	1.8 亿	18%
2015 年 12 月	海际证券	证券	30.11 亿	66.67%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

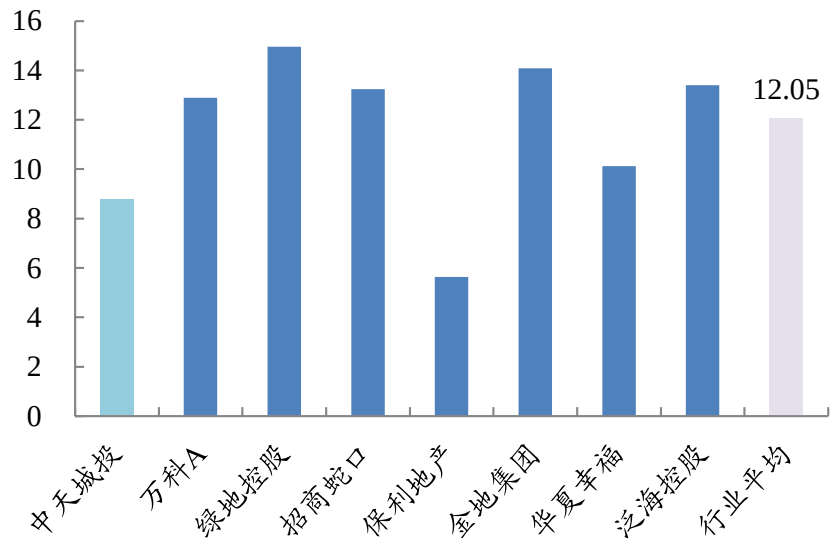
大健康 2016 年有望加速，或打开估值上行空间。预计 2016 年公司在健康产业的突破同样值得期待。公司在 2015 年 11 月与川医大签订合作协议，为公司大健康战略储备优秀人才。公司近期 14 亿中票，50 亿私募债已经发行完毕，定增 30 亿完成，为转型提供充足资金支持，在大金融产业架构初步构成的情形下，预计公司大健康产业布局也将加速落地，激活“大金融、大健康”产业良性互动的协同效应，全面推进公司多元化战略方向发展。

3. 维持增持评级，目标价为 9.4 元

公司借助贵阳打造创新金融城市的东风，向“小地产、大金融、大健康”积极转型，目前公司金控构架成型，大金融版图初成，公司的金控转型也获得市场认可。我们认为，公司在丰富资金来源下，预计大健康转型也将加速落地，健康与金融的协同效应将会推动公司价值更上层楼。基于公司 2015 年预售好于此预期，加之公司获得西部大开发税收优惠，故上调 2015、2016 年 EPS 至 0.59、0.78 元。

维持增持评级。从 2015 年的金融布局速度及力度来看，公司执行力超市场预期，预计多元拓展会逐步落地，健康将成为下一方向，同时金融业务也将逐步贡献利润。考虑到自 2015 年 7 月以来，行业估值水平下降较多，参考其他可比公司估值，下调 2016 年目标 PE 至 12.1 倍，相应下调目标价至 9.4 元。1) 可比公司 2016E PE 的均值在 12.1 倍，公司当前股价对应的 2016E PE 为 8.8 倍，相对较为低估。2) 公司资源丰富，执行力超强，看好公司后续在大金融板块的拓展。下调 2016 年目标 PE 至 12.1 倍，相应调整 12 个月目标价至 9.4 元。

图 5: 公司 2016 年 PE 位于可比公司低位



数据来源: Wind、国泰君安证券研究。

安全边际显著。公司实施限制性股票激励计划, 实现股东与公司管理层之间的利益共享和约束机制, 理清公司治理关系, 有助于调动公司的积极性。预计未来公司的转型战略的执行力会更加坚定。30 亿定增大股东全额认购, 锁定三年时间, 定增价格为 9.86 元每股, 较现价溢价 48.3%, 安全边际显著。

4. 风险提示

项目较为集中。公司核心项目位于贵阳, 受单一市场影响较大, 若后续市场发生波动, 或对业绩造成不利影响。

公司金融业务业绩释放及大健康转型具有一定不确定性。公司金融布局已较为成熟, 后期业绩释放仍存在一定不确定性。同时大健康转型仍处于起步阶段, 对资金、管理方面都存在较高的要求, 尽管有大股东的鼎力支持, 但未来发展仍存在一定不确定性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		