

2009 年 9 月 29 日

中南建设

建筑为体，开发为翼
A
未有评级

000961.SZ - 人民币 17.02

田世欣

 +86 21 6860 4866 (8519)
 shixin.tian@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	254	7	3	n.a.
相对新华富时 A50 指数(%)	198	8	10	n.a.

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	779
流通股 (%)	24.70
流通股市值 (人民币 百万)	3,285
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	129
净负债比率 (%)	84.50
主要股东(%)	
中南房地产业有限公司	72.5

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中南建设是从建筑商起家的房地产开发商，业务分布于沪宁线、胶州湾、海南等区域的二三线城市。通过大盘开发模式，公司控制土地储备接近 680 万平米。公司在建筑施工方面的优势帮助其保持较高的周转率和利润率，提供了良好的股东回报，投资价值值得关注。

主要发现

- 是一家集中布局于江苏、青岛、海南等地的地产开发商，区域经济较为发达，并受益于改善性住宅需求起飞和中等城市城镇化加速；
- 通过大盘开发模式锁定土地成本，通过滚动开发以较小的前期投入快速实现项目现金流平衡；作为建筑商，质量、成本、工期控制能力较强；
- 当前控制土地储备近 680 万平米，全年目标土地储备 1,000 万平米；
- 销售情况乐观，截至 8 月底，预收帐款预计可达 45.5 亿元，锁定了预测 2009 年全部房地产销售收入和 74% 的 2010 年房地产销售收入。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	3,475	3,479	4,493	6,450	7,544
变动(%)	24.9	0.1	29.1	43.6	16.9
净利润 (人民币 百万)	26	27	612	1,024	1,240
全面摊薄每股收益(人民币)	0.09	0.09	0.79	1.31	1.59
变动(%)	-	3.1	778.5	67.1	21.2
市盈率 (倍)	196.01	190.08	21.64	12.95	10.68
每股现金流量 (人民币)	(0.2)	1.0	1.5	1.2	1.1
价格/每股现金流量 (倍)	(102.1)	17.3	11.7	14.2	15.8
净资产收益率 (%)	2.2	2.3	16.2	20.0	18.3
每股股息 (人民币)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.4	0.6	0.7

资料来源：公司数据及万得

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>， firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司背景

中南集团成立于 1988 年，由陈锦石先生白手起家创立，21 年间，公司从一家仅有 28 人的从事劳务分包的小企业成长为涉足房地产开发、建筑总承包和物业管理等行业，年开发量达到 100 万平米的中型地产商，并于 2009 年 7 月成功实现借壳上市。

2009 年 7 月，中南集团受让东北特钢持有的大连金牛股权，并通过重大资产出售、向特定对象发行股份购买资产等一系列操作，成功借壳大连金牛，并将公司更名为中南建设。公司实际控制人为集团创始人董事长陈锦石，目前陈先生和一致行动人合计直接间接持有中南建设 45.97% 的股权。

主要发现

准确的市场定位

中南建设专注于二三线城市房地产开发，尤其是沪宁线、胶州湾和海南等特定区域的房地产市场，近年内并不急于进入一线城市。

二三线城市通常以本地开发商为主，缺少强劲竞争对手；政府对于大盘开发模式十分欢迎，愿意提供良好的配套服务。以本地居民为主的购买力决定，因此房价走势和成交情况较一线城市稳定；近年来人均收入提高和城镇化率提高成为二三线城市的改善性需求和首次置业需求增长的催化剂，市场容量得到拓展。相对一线城市的激烈竞争，二三线城市仍然是地产业的蓝海。

从公司地产业务的具体分布区域看，江苏省和山东青岛都属于经济发达地区，江苏的乡镇经济发展迅猛，在全国百强县排名中占据六席；山东是我国北方经济强省，青岛市作为著名的旅游目的地，对外来居民具有较强吸引力；公司正在布局的海南省在未来建设国际旅游岛的过程中，将获得巨大的发展空间。

经过 2008 年的调整，2009 年公司南通、海门等地的在售项目成交大幅放量，尤其是 09 年 4 月份主要楼盘售价大幅提升，同比涨幅约达 20-40%。

大盘开发模式和土地储备优势

中南建设擅长大盘开发模式，现有 10 个项目中的 4 个都是超过 100 万平米的大盘，分别是南通中南世纪城、世纪花城、海门中南世纪城和常熟中南世纪城等。

大盘开发模式能帮助公司在特定区域锁定大规模土地、进行市场深耕；同时根据毛地净化进度分步付款、分期拿地的方式既能提前锁定土地成本、充分享受土地红利，又能以较低的前期投入撬动大规模开发。

2009 年下半年，公司计划新增控制土地储备 500 万平米，目前几个大盘项目已基本洽谈锁定。根据媒体报道，2009 年 7 月，中南控股集团以 1,498 元/平楼面地价，20.25 亿土地总价拍得李沧区大枣园、南岭旧村改造项目。这一项目规划用地约 93.05 万平方米，总规划建筑面积达 181.85 万平方米。考虑该地块后，公司控制土地储备规模已经达到 680 万平方米，足以为公司提供未来 5 年的开发用地。

从区域分布来看，中南建设当前的控制土地储备主要分布于江苏、山东和海南，未结算面积中，江苏占比 68%，山东占比 27%，海南占 5%。

图表 2. 中南建设当前控制的土地储备规模

	总建筑面积 (平方米)	未结算面积 (平方米)	占比 (%)	楼面地价 (元/平方米)
南通军山半岛	280,000	280,000	4.16	2,016
南通世纪城	1,500,000	902,000	13.39	1,089
中南世纪花城	1,000,000	1,000,000	14.85	350
海门世纪城	1,000,000	870,000	12.92	678
常熟世纪城	1,000,000	1,000,000	14.85	2,853
镇江世纪城	600,000	520,000	7.72	1,600
南京中南麒麟城	134,286	24,286	0.36	1,000
青岛海湾新城	225,000	162,000	2.41	386
寿光世纪城	286,000	286,000	4.25	300
文昌海景花园	400,350	340,350	5.05	100
青岛李沧区大枣园项目	1,818,400	1,350,000	20.05	1,498
合计	8,244,036	6,734,636	100	

资料来源：公司资料及中银国际研究

另外，09 年 8 月公司公告了与海南儋州签订的滨海新区土地一级开发协议，将对儋州滨海新区约 4,500 亩土地进行成片开发。这是公司继 2002 年取得文昌项目后，再次将投资触角伸入海南，海南市场也将成为公司未来的一个重要战略发展目标。

公司计划的土地储备的扩张目标为 2009 年底达到 1,000 万平米，2010 年底达到 1,500 万平米。

综合开发实力保障高周转率和高毛利率

中南建设以建筑承包业务起家，建筑施工管理能力较强，在控制建筑质量、建筑成本和建设工期方面较一般开发商更有优势。

公司虽然以大盘开发为主，但分期拿地、滚动开发方式使得公司存货占比不高，资产周转速度较快。由于公司在拿地前进行了充分的市场调研，工程前期进度较快，部分项目（如青岛海湾新城）从拿到土地证到开始预售的时间控制到 6 个月左右，甚至快于以周转率闻名的万科(000002.SZ/人民币 10.31；200002.SZ/港币 9.48, 买入)。高周转率为公司在大盘开发过程中，迅速达到现金流平衡，以小博大创造了条件。

与通常二三线城市开发商较低的利润率不同，在保持高周转率的同时，公司还保持了较高的毛利率水平。2007 年公司房地产和建筑等业务的综合毛利率水平达到 31.2%；根据 2009 年中报披露，公司 2009 年上半年的房地产开发和建筑施工对收入的贡献分别为 45.7%和 53.6%，二者的毛利率情况如下：

图表 3. 中南建设 2008-09 年上半年主营业务收入和毛利率情况

	主营业务收入 (万元)		毛利率 (%)	
	房地产开发	建筑施工	房地产开发	建筑施工
08 年上半年	101,103	121,945	40	18
09 年上半年	100,334	117,604	44	24

资料来源：公司资料及中银国际研究

公司房地产开发业务 40%以上的毛利率水平已经达到了一二线城市开发商的水平，体现了公司作为建筑商的成本控制能力优势和低廉的土地储备成本优势。

建设施工管理优势突出

作为一家具有一定声望的民营建筑承包商，中南建设在建设施工业务方面也有过人之处。

公司建筑承包业务技术工艺、装备齐全、拥有自己庞大的劳务施工队伍，另外，公司对建筑业采取垂直管理，弱化项目经理的权限，我们在调研中看到，公司总部对各个施工现场实施电子化监控，管理颇为细致。

因此，中南建设的建筑承包业务的利润率水平大幅高于同行，**中国建筑**(601668.SS/人民币 4.73, 未有评级)和**龙元建设**(600491.SS/人民币 16.38, 未有评级)的建筑业务毛利率分别为8%和10%左右，而公司的毛利率在20%左右，净利润率也能达到5%以上。

在建筑业方面的优势也支持公司向建筑产业化进军，目前公司已经开始在南通中南世纪城项目上做产业化的尝试，作为一家具备一定规模的建筑承包商，公司确实有条件成为推广建筑产业化的排头兵。

销售进度及业绩预测

2009年上半年，公司主营业务收入21.9亿元，其中房地产开发销售收入10.03亿元；上半年公司地产实现预售面积32.2平方米，预售收入17.4亿元，1-8月份地产预售金额已经达到27.3亿，7、8月份销售速度较上半年明显加快，虽然和公司推盘进度有关，但也显示二三线城市的商品房销售情况较一线城市乐观一些。

4、5月份以后，公司不少新推盘项目，如军山半岛、常熟世纪城等较年初和去年销售价格大幅上升，幅度达到20-40%，下半年10月份左右，公司还将有军山半岛、常熟世纪城、青岛海湾新城、七星花园等项目陆续推出，预计销售均价将进一步涨升。

我们假设公司2009-2010年将分别结算40万平方米和68万平方米物业，初步预计可实现每股收益0.79和1.31元。

图表4. 项目销售进度及结算预期 (单位：平方米，元/平方米，%)

项目	竣工日期	建筑面积	截至09年8月		结算面积		结算均价		毛利率	
			至08年末 已结面积	已售面积	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
南通军山半岛	2010	280,000		30,000	30,000	56,000	7,000	8,500	43.0	53.0
南通世纪城	2010-10	1,500,000	598,000	700,000	0	75,000	6,500	7,000	53.7	57.0
-七星花园	2009	123,181			86,227	36,954	8,500	11,000	64.6	72.7
中南世纪花城	2010-12	1,000,000		150,000	0	100,000	5,000	5,600	55.5	60.3
海门世纪城	2009	1,000,000	130,000	300,000	100,000	100,000	4,500	4,500	42.8	42.8
常熟世纪城		1,000,000		114,000	0	100,000	6,200	7,000	21.3	30.3
镇江世纪城	2009	600,000	80,000	190,000	60,000	60,000	4,500	5,000	21.1	29.0
南京麒麟城	2008	134,286	110,000	110,000	0	0	5,000	5,000	41.7	41.7
青岛海湾新城	2009	225,000	63,000	99,000	36,000	36,000	8,000	8,500	71.7	73.4
寿光世纪城	2010-06	286,000		3,000	0	28,600	3,250	3,500	33.2	37.9
文昌海景花园	2010	400,350	60,000	145,000	85,000	85,000	5,000	5,500	60.8	64.4
合计			1,041,000	1,841,000	397,227	677,554				

资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 5. 盈利预测

(人民币, 万)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	347,546	347,917	449,280	645,030	754,359
销售成本	323,144	326,695	332,966	461,554	536,817
销售毛利	24,402	21,222	116,314	183,477	217,542
管理费用	4,521	4,296	21,116	29,026	31,683
销售费用	4,943	5,157	6,739	9,675	11,315
财务费用	10,453	9,425	6,804	8,297	9,187
减值准备	124	-398	-	-	-
营业利润	4,361	2,742	81,654	136,478	165,357
投资收益	-	-	-	-	-
其它收益	153	529	-	-	-
税前利润	4,513	3,270	81,654	136,478	165,357
所得税	1,904	580	20,413	34,119	41,339
少数股东损益	-	-	-	-	-
净利润	2,610	2,691	61,240	102,358	124,017
每股收益(人民币)	0.09	0.09	0.79	1.31	1.59

资料来源：公司数据，中银国际研究

风险因素

控制土地储备因外力出现不可控状况。在毛地净化阶段开始介入、分期付款、分批拿地是公司得以以较低价格锁定大盘项目的成功之道；目前常熟、寿光、世纪花城等项目的后期土地均处在拆迁中，尚未完全支付地价以及获得土地证，未来可能出现如拆迁进度等外部不可控风险；

大盘与吸纳能力的矛盾。公司在二三线城市开发建筑面积达100万平方米以上的大盘项目，由于此类区域通常供应量较大，但消费能力有限，可能出现供过于求的矛盾；

宏观经济和行业政策的波动。宏观经济波动和房地产行业政策的变化均可能对房地产市场造成影响；例如近期国土资源部对房地产业囤地情况的调查，可能导致分批拿地方式的限制。

初步结论

我们看好由于经济增长达到特定阶段，为二三线城市带来的巨大的改善性住宅需求空间；而加速中等城市城镇化进程亦是我们寄予厚望的拉动内需的有效方式。因此我们认为中南建设等专注二三线城市住宅开发商在未来一段时期内将处于高速发展阶段，发展空间超过了土地价格飙升、竞争极度激烈的一线城市。

除了竞争者较少、土地成本合宜、市场相对稳定、通常有较好的当地政府关系等共同的优点外，与其他二三线城市开发商相比，中南建设的突出优势还在于：

1. 主要业务地处经济较发达城市，江苏、青岛等地的人均GDP和收入较高，足以支持较强的住宅购买能力；
2. 建筑商出身，产品质量控制严格；成本控制和建筑管理优势能提供开发业务较高毛利率和高周转率，得以为股东提供较高回报；
3. 类似**碧桂园** (2007.HK/港币 2.78, 持有)的大盘开发模式，但土地储备区位较好，避免了市场不佳情况下销售不畅的问题；区域适当的分散化避免了过于集中可能导致的市场波动问题。

2009年公司销售情况乐观，截至8月底，公司预收帐款预计达到45.5亿元，锁定了我们预测的2009年全部房地产销售收入和74%的2010年房地产销售收入，具有良好的业绩锁定性。目前股价运行于09年预测市盈率21.5倍和10年预测市盈率13倍区间，其投资价值值得关注。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iii)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：中国石化。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 25 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371