

## 房地产



王晓冬 王嘉

房地产行业研究员

021-3856 5953

jiawang@xyzq.com.cn

## 中南建设 (000961)

名副其实的区域龙头

推荐 (维持)

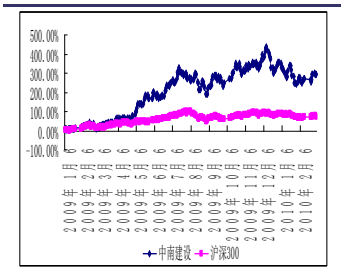
## 市场数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 收盘价 (元)     | 19.35  |
| 52周最高/最低(元) | 27.50  |
| 总股本 (百万股)   | 778.56 |
| 流通股本 (百万股)  | 210.53 |
| 总市值 (百万元)   | 15,065 |
| 流通市值 (百万元)  | 4,074  |
| 每股净资产 (元)   | 4.98   |
| 收盘价 (元)     | 19.35  |

## 主要财务指标

| 会计年度        | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 5684  | 7335  | 8957  | 10038 |
| 同比增长 (%)    | 22.8% | 29.0% | 22.1% | 12.1% |
| 净利润 (百万元)   | 560   | 1013  | 1409  | 1717  |
| 同比增长 (%)    | 15.0% | 80.9% | 39.1% | 21.9% |
| 毛利率 (%)     | 25.4% | 33.1% | 36.3% | 39.2% |
| 净利润率 (%)    | 9.8%  | 13.8% | 15.7% | 17.1% |
| 每股收益 (元)    | 0.72  | 1.30  | 1.81  | 2.21  |
| 每股经营现金流 (元) | 0.18  | -0.13 | 0.09  | 1.32  |

## 股价走势



## 投资要点

事件：

公司年报显示，2009 年实现销售收入 56.84 亿元，同比上升 22.79%；实现营业利润 8.08 亿元，同比上升 28.66%；实现净利润 5.59 亿元，同比增长 14.98%；全面摊薄 EPS 为 0.72 元。

点评：

## 相关报告

《大盘开发之完美模式》  
2009-9-13

- 2009 年，房地产业务结算收入来源于 2008 年的销售额。2009 年，公司楼盘销售量价提升，未来毛利率进一步拉升。预计 2010 年至 2012 年，房地产业务毛利率分别为：46.1%、47.5%、49.9%。
- 公司发展思路清晰且明确：深耕江苏二三线城市，在主流地产商大面积介入之前，大面积拿地锁定土地红利，加速存量资产开发。2010 年房地产计划新开工面积 110 万平方米，实现销售面积 120 万平方米，实现销售金额 80 亿元。建筑工程业务计划实现业务收入 40 亿元。
- 预计 10 年至 12 年，在不考虑摊薄的情况下，公司可实现 EPS1.30 元、1.81 元、2.21 元，其中房地产业务贡献 EPS1.14 元、1.66 元、2.07 元。我们给与房地产业务 10 年 20 倍 PE、建筑业务 10 年 10 倍 PE，维持目标价 24.4 元。

**首份年报：优异且符合预期**

2010年3月5日，公司公布了借壳上市之后的首份年报。年报显示，公司年报显示，2009年实现销售收入56.84亿元，同比上升22.79%；实现营业利润8.08亿元，同比上升28.66%；实现净利润5.59亿元，同比增长14.98%；EPS为0.72元。

表1：中南建设销售收入构成（单位：万元）

| 行业    | 营业收入       | 营业成本       | 毛利率    |
|-------|------------|------------|--------|
| 建筑施工  | 319,732.97 | 267,969.49 | 16.19% |
| 房地产开发 | 247,438.49 | 155,600.57 | 37.12% |

数据来源：公司公告

由于房地产开发的预售制度，2009年房地产业务结算收入主要来源于2008年。2009年，公司所有在售楼盘均出现了“量价齐升”。

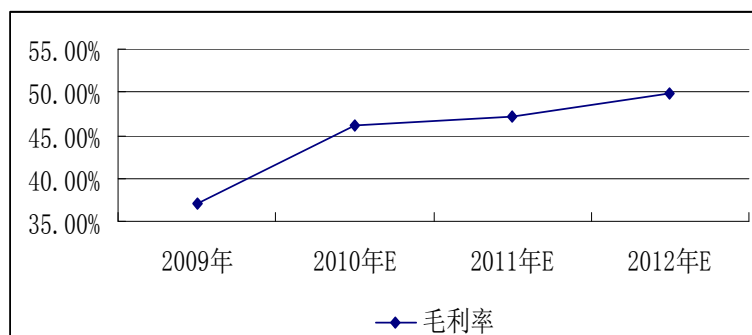
表2：公司部分楼盘销售价格对比(单位：元/平米)

| 楼盘名称      | 08年销售均价 | 09年销售均价 | 同比涨幅  |
|-----------|---------|---------|-------|
| 七星花园（南通）  | 6,000   | 10,000  | 66.7% |
| 中南世纪花城    | 4,300   | 5,300   | 23.3% |
| 军山半岛      | 5,000   | 6,300   | 26.0% |
| 中南世纪城（常熟） | 5,800   | 6,900   | 18.9% |
| 海湾新城      | 7,300   | 10,000  | 36.9% |
| 文昌森海湾     | 4,300   | 5,500   | 27.9% |

资料来源：兴业证券研发中心

2010年，公司毛利率将出现大幅走高。

图1：公司未来毛利率走势



资料来源：兴业证券研发中心

2010 年，公司房地产业务实现预售面积 69.11 万平米，实现预售金额 43.3 元，同比增长了 62.91%和 64.28%。

表 3：2009 年部分楼盘销售数据

| 项目      | 销售面积    | 销售均价   | 销售收入    |
|---------|---------|--------|---------|
| 南通 CBD  | 95,000  | 7,863  | 74,000  |
| 镇江中南世纪城 | 50,000  | 5,200  | 26,000  |
| 海门中南世纪城 | 120,000 | 4,400  | 52,000  |
| 常熟中南世纪城 | 120,000 | 7,000  | 83,000  |
| 中南世纪花城  | 130,000 | 5,000  | 65,000  |
| 军山半岛    | 52,000  | 6,300  | 39,000  |
| 海南海景花园  | 75,000  | 5,600  | 42,000  |
| 寿光中南世纪城 | 18,000  | 3,800  | 6,938   |
| 青岛海湾新城  | 30,000  | 10,000 | 30,000  |
| 合计      | 690,000 |        | 430,000 |

资料来源：兴业证券研发中心，楼盘实地调研

2009 年年报显示，公司帐面预售款达 51 亿元，其中地产业务约为 46 亿。预计 2010 年，公司结算收入约 43 亿元，即 10 年业绩全部锁定。

#### 发展路径：清晰且积极：

2009 年，公司成功通过招标方式获取了青岛李沧项目和盐城城南新区项目，共为公司增加权益建筑面积约 440 万平方米，为房地产公司下一轮的发展储备了优质资源。2010 年，公司将继续寻找优质土地，进一步扩大公司土地储备，预计 2010 年将通过以打包拿地模式为主的方式新增土地储备 800 万平方米。

2010 年房地产计划新开工面积 110 万平方米，实现销售面积 120 万平方米，实

现销售金额 80 亿元。建筑工程业务计划实现业务收入 40 亿元。

### 公司近三年的结算预测：

根据公司年报提供的信息，我们给出如下结算表以供参考

表 4：公司主要结算项目对收入贡献（单位：万平米，元/平米）

| 项目       | 2010E |        |       | 2011E |        |       | 2012E |        |       |
|----------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
|          | 结算面积  | 销售均价   | 毛利率   | 结算面积  | 销售均价   | 毛利率   | 结算面积  | 销售均价   | 毛利率   |
| 军山半岛（南通） | 6     | 7,500  | 35.2% | 6     | 9,000  | 46.0% | 6     | 10,000 | 51.4% |
| 世纪城（南通）  | 6     | 6,000  | 39.2% | 10    | 7,500  | 51.3% | 10    | 7,500  | 51.3% |
| 七星花园（南通） | 4.1   | 11,000 | 66.8% |       |        |       |       |        |       |
| 世纪花城（南通） | 8     | 5,700  | 41.7% | 10    | 7,000  | 52.5% | 12    | 8,000  | 58.4% |
| 世纪城（海门）  | 10    | 4,700  | 40.9% | 10    | 5,000  | 44.5% | 12    | 5,300  | 47.6% |
| 世纪城（常熟）  | 8.4   | 7,500  | 33.4% | 10    | 8,500  | 41.2% | 12    | 8,500  | 41.2% |
| 世纪城（镇江）  | 5     | 5,300  | 30.1% | 10    | 6,500  | 43.0% | 12    | 6,500  | 43.0% |
| 世纪城（盐城）  |       |        |       | 8     | 5,000  | 45.7% | 10    | 5,500  | 50.6% |
| 海湾新城（青岛） | 5.09  | 10,000 | 69.9% | 1.5   | 10,000 | 69.9% |       |        |       |
| 世纪城（寿光）  | 5     | 3,200  | 32.6% | 5     | 3,400  | 36.6% | 5     | 3,600  | 40.1% |
| 海景花园（海南） | 7     | 5,500  | 58.8% | 7     | 7,000  | 67.6% | 7     | 7,500  | 69.8% |
| 世纪城（青岛）  |       |        |       | 10    | 6,000  | 37.3% | 12    | 7,000  | 46.2% |
| 合计       | 64.6  |        | 46.1% | 87.0  |        | 47.2% | 98    |        | 49.7% |

数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

我们认为：公司发展路径清晰且积极，即“深耕江苏二三线城市，在主流地产商大面积介入之前，大面积拿地锁定土地红利”。地产和金融一样，都具有货币属性；优秀的地产商拿地讲究合适的“部位”：在未来有潜质的地方，大面积拿地。同时，现有资产的周转速度对于地产公司滚动开发尤为重要。中南建设出身建筑商，建

筑速度毋庸置疑；同时，优越的区域环境确保销售进度符合预期。未来地产行业的竞争，是区域的竞争、开发质量的竞争、土地成本的竞争。中南建设在这三个方面做得尤为出色，我们有理由相信未来三年仍然是公司高成长期。

## 附表

## 资产负债表

| 单位：百万元     | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产       | 15678 | 20343 | 25403 | 30104 |
| 货币资金       | 1960  | 3827  | 5858  | 8835  |
| 交易性金融资产    | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 应收账款       | 1944  | 2508  | 3063  | 3433  |
| 其他应收款      | 2619  | 3379  | 4127  | 4625  |
| 存货         | 8628  | 10018 | 11647 | 12454 |
| 非流动资产      | 1463  | 1719  | 1952  | 2195  |
| 可供出售金融资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产     | 47    | 47    | 47    | 47    |
| 固定资产       | 857   | 796   | 732   | 667   |
| 在建工程       | 12    | 6     | 3     | 2     |
| 油气资产       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产       | 5     | 6     | 8     | 9     |
| 资产总计       | 17141 | 22062 | 27355 | 32299 |
| 流动负债       | 11094 | 12948 | 14777 | 15949 |
| 短期借款       | 1273  | 1273  | 1273  | 1273  |
| 应付票据       | 204   | 235   | 274   | 293   |
| 应付账款       | 1919  | 2220  | 2581  | 2760  |
| 其他         | 7699  | 9220  | 10649 | 11624 |
| 非流动负债      | 2055  | 4110  | 6165  | 8220  |
| 长期借款       | 2055  | 4110  | 6165  | 8220  |
| 其他         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债合计       | 13149 | 17058 | 20942 | 24169 |
| 股本         | 779   | 779   | 779   | 779   |
| 资本公积       | 1008  | 1008  | 1008  | 1008  |
| 未分配利润      | 1891  | 2631  | 3661  | 4915  |
| 少数股东权益     | 117   | 117   | 117   | 117   |
| 股东权益合计     | 3992  | 5004  | 6413  | 8130  |
| 负债及权益合计    | 17141 | 22062 | 27355 | 32299 |
|            | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
| 现金流量表      | 15678 | 20343 | 25403 | 30104 |
| 单位：百万元     | 1960  | 3827  | 5858  | 8835  |
| 净利润        | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 折旧和摊销      | 1944  | 2508  | 3063  | 3433  |
| 资产减值准备     | 2619  | 3379  | 4127  | 4625  |
| 无形资产摊销     | 8628  | 10018 | 11647 | 12454 |
| 公允价值变动损失   | 1463  | 1719  | 1952  | 2195  |
| 财务费用       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益     | 47    | 47    | 47    | 47    |
| 营运资金的变动    | 857   | 796   | 732   | 667   |
| 经营活动产生现金流量 | 12    | 6     | 3     | 2     |
| 投资活动产生现金流量 | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 融资活动产生现金流量 | 5     | 6     | 8     | 9     |
| 现金净变动      | 17141 | 22062 | 27355 | 32299 |
| 现金的期初余额    | 11094 | 12948 | 14777 | 15949 |
| 现金的期末余额    | 1273  | 1273  | 1273  | 1273  |

## 利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5684 | 7335  | 8957  | 10038 |
| 营业成本            | 4243 | 4909  | 5707  | 6102  |
| 营业税金及附加         | 308  | 654   | 844   | 1046  |
| 销售费用            | 70   | 163   | 202   | 228   |
| 管理费用            | 262  | 179   | 236   | 273   |
| 财务费用            | 61   | 80    | 90    | 100   |
| 资产减值损失          | -64  | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 809  | 1350  | 1878  | 2289  |
| 营业外收入           | 4    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 6    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 806  | 1350  | 1878  | 2289  |
| 所得税             | 239  | 338   | 470   | 572   |
| 净利润             | 567  | 1013  | 1409  | 1717  |
| 少数股东损益          | 7    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 560  | 1013  | 1409  | 1717  |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.72 | 1.30  | 1.81  | 2.21  |

## 主要财务比率

|                 | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 22.8% | 29.0% | 22.1% | 12.1% |
| 营业利润增长率         | 30.8% | 66.9% | 39.1% | 21.9% |
| 净利润增长率          | 15.0% | 80.9% | 39.1% | 21.9% |
| <b>盈利能力(%)</b>  |       |       |       |       |
| 毛利率             | 25.4% | 33.1% | 36.3% | 39.2% |
| 净利率             | 9.8%  | 13.8% | 15.7% | 17.1% |
| ROE             | 14.4% | 20.7% | 22.4% | 21.4% |
| <b>偿债能力(%)</b>  |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 76.7% | 77.3% | 76.6% | 74.8% |
| 流动比率            | 1.41  | 1.57  | 1.72  | 1.89  |
| 速动比率            | 0.63  | 0.80  | 0.93  | 1.11  |
| <b>营运能力(次)</b>  |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 54.8% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 应收帐款周转率         | 478.5 | 307.1 | 299.6 | 288.0 |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.72  | 1.30  | 1.81  | 2.21  |
| 每股经营现金          | 0.18  | -0.13 | 0.09  | 1.32  |
| 每股净资产           | 4.98  | 6.28  | 8.09  | 10.29 |
| <b>估值比率 (倍)</b> |       |       |       |       |
| PE              | 26.9  | 14.9  | 10.7  | 8.8   |
| PB              | 3.9   | 3.1   | 2.4   | 1.9   |

## 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%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

|     |                 |                        |
|-----|-----------------|------------------------|
| 郭 锐 | 电话：021-38565929 | Email：guor@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|------------------------|

### 上海地区销售经理

|     |                 |                          |
|-----|-----------------|--------------------------|
| 邓亚萍 | 电话：021-38565916 | Email：dengyp@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|--------------------------|

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 尹 莉 | 电话：021-38565911 | Email：yinli@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

### 北京地区销售经理

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 严长胜 | 电话：021-38565936 | Email：yancs@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 韩吟华 | 电话：021-38565933 | Email：hanyh@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

### 广东地区销售经理

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 严长胜 | 电话：021-38565936 | Email：yancs@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 朱元或 | 电话：021-38565941 | Email：zhuyy@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

### 研究报告发布

**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。