



房地产/金融

中南建设 (000961)

施工开发一体化，10 年积极扩张

——2009 年报点评



孙建平

李署

021-38676316

021-38676911

sunjianping@gtjas.com lishu007581@gtjas.com

本报告导读：

二三线城市大盘开发典型代表，09 年 10 送 5；10 年计划销售 70 亿，新增 500 万储备。

投资要点：

- 二三线城市大盘开发典型代表。09 年销售面积 69.1 万平，金额 43.3 亿，同比增长 42.9% 和 64.3%；均价 6265 元/平米，同比增长 15%。
- 09 年营业收入 56.84 亿元，净利润 5.6 亿元，同比分别增长 22.8% 和 15.0%，加权平均 EPS 0.89 元，摊薄后 EPS 0.72 元；拟 10 送 5。
- 年报已有 46.6 亿元预售房款用于 10 年结算，预计 10 年毛利率将显著上升。09 年地产结算面积 45 万平，收入 24.7 亿，毛利率从 08 年的 43% 下降至 37%；因房价明显上涨，预计 10 年毛利率将有明显提升。
- 建筑业务净利润率稳定。建筑业务收入 32 亿元，同比增长 17.6%；净利润率 4.0%，贡献净利润 1.28 亿，对应 EPS 0.16 元。
- 资金状况好，财务安全性高。年末现金 19.6 亿，较 09 年初增加 250%；真实负债率 28.9%，净负债率 39.2%，分别比 08 年降低约 18 个百分点；资产负债率 67.7%，比 08 年底下降近 10 个百分点。
- 强化“工程施工+地产开发”的打包拿地模式，年末总储备 976 万方，10 年计划新增 500 万方。09 年以打包模式获取青岛和盐城 440 万方权益储备，在海门、南通、盐城、青岛、文昌等共拥有 976 万方权益未结面积。
- 施工开发一体化保障地产快周转、低成本。地产开发周期与行业平均低 2 个月，每平米综合成本低 5%，建安成本低 8%。
- 看好二、三线城市良好的需求结构，量价上涨有潜力，10 年地产销售计划增长 62% 至 70 亿。房地产计划新开工 110 万平米，销售 120 万平米，实现销售金额 70 亿。建筑工程业务计划实现收入 45 亿。
- 预计 10-12 年 EPS 至 1.15 元、1.51 元和 1.9 元，10 转 5 转增后 EPS 为 0.76 元、1.01 元和 1.27 元。更新后 RNAV 20.6 元。
- 看好公司施工地产一体化的业务结构优势及后续资源获取潜力，因行业估值基准下移，目标价下调到 23 元，对应 10 年 20 倍 PE，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4629	5684	8045	9877	11590
(+/-)%	33%	23%	42%	23%	17%
经营利润 (EBIT)	821	801	1349	1766	2228
(+/-)%	598%	-2%	68%	31%	26%
净利润	487	560	892	1174	1478
(+/-)%	1709%	15%	59%	32%	26%
每股净收益 (元)	1.02	0.72	1.15	1.51	1.90
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.34	0.45	0.57

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	13%	14%	16%	17%	18%
市盈率	19.0	26.9	16.9	12.8	10.2
股息率 (%)	0%	0%	2%	2%	3%

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：**23.00**

上次预测：25.00

当前价格：19.35

2010.03.15

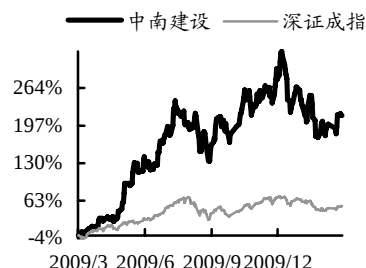
交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.96-27.50
总市值 (百万元)	15,065
总股本/流通 A 股 (百万股)	779/211
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	27%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	125

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,874
每股净资产	4.98
市净率	3.9
资产负债率	77%

52 周内股价走势图



相关报告

- 《立足江苏，拓展海南，10 年储备更上层楼》
2010.02.25
- 《“地产+建筑”主业优势互补，土地资源充足》
2009.10.14
- 《抑地价、增供应、调结构-国土部 34 号文件点评》
2010.03.11
- 《地产周报第 67 期：节后成交持续回升，本周环比上升 30%》
2010.3.8
- 《地产周边第 66 期：12 大主流城市 1、2 月累计成交同比增长 15%》
2010.3.1
- 《地产周报第 65 期：春节“有点冷”》
2010.2.21
- 《房价定乾坤---2009 年房地产行业投资策略》
2008.12.05

表 1: 公司盈利能力与去年同期、偿债能力相比 (单位: 百万)

指标	盈利能力比较			指标	偿债能力比较		
	2008	2009	同比		2008	2009	变化
营业收入	4629.2	5684.2	22.8%	资产负债率	77.4%	67.7%	-9.7%
净利润	486.8	559.8	15.0%	真实负债率	46.7%	28.9%	-17.8%
毛利率	28.7%	25.4%	-3.3%	净负债率	56.7%	39.2%	-17.5%
净利润率	10.5%	9.8%	-0.7%	货币资金/流动资产	4.5%	12.5%	8.0%
ROE	16.2%	14.4%	-1.8%	每股经营性现金流	-1.74	0.18	1.92

数据来源: 公司年报, 表 2、表 3、表 4 同; 国泰君安证券销售交易总部

表 2: 公司分业务收入及利润贡献 (百万, 元/股)

分行业或分产品	营业收入	营业成本	净利润	EPS	毛利率	净利润率
建筑施工	3197	2680	128	0.16	16.2%	4.0%
房地产开发	2474	1556	432	0.55	37.1%	17.5%
合计	5672	4236	560	0.72	25.3%	9.9%

表 3: 公司开发项目情况 (单位: 万平方米)

项目名称	权益比例	占地面积	规划建筑面积	未结面积	累计结算面积	累计销售面积
海门中南世纪城	100%	42.30	100.00	83.48	16.52	30.20
南通中南世纪城	100%	60.51	150.00	83.90	66.10	74.44
南通军山半岛	100%	22.60	28.00	26.54	1.46	6.00
南通世纪花城	100%	40.12	100.00	100.00		16.09
盐城中南世纪城	100%	106.34	260.00	260.00		
镇江中南世纪城	100%	46.48	62.50	49.18	13.32	17.67
常熟中南世纪城	100%	59.01	99.75	93.08	6.68	19.63
寿光中南世纪城	100%	11.50	28.60	28.60		0.93
青岛海湾新城	100%	9.82	22.50	16.11	6.39	11.34
青岛中南世纪城	100%	73.57	181.84	181.84		
文昌森海湾	100%	27.08	62.00	53.61	8.39	18.76
总计		499.33	1095.19	976.34	118.85	195.04

表 4: 09 年末预售款主要来自江苏 (百万)

项目名称	09 预售款	08 预售款	已预售面积占预计总可售面积比例	占 09 年预售款比重
南通中南世纪花城	514.51	31.47	16.09%	11.0%
南通新世界	899.38	1546.61	49.62%	19.3%
南通军山半岛	213.48	69.85	21.44%	4.6%
海门中南世纪城	844.58	493.46	30.20%	18.1%
常熟中南世纪城	931.46	187.07	19.68%	20.0%
镇江中南世界城	194.23	208.93	28.26%	4.2%
青岛海湾新城	545.49	180.1	50.39%	11.7%
寿光中南世纪城	16.76	0	3.25%	0.4%
海南文昌森海湾	503.41	175.2	30.25%	10.8%
南京麒麟锦城	0.06	0.57	100.00%	0.0%
总计	4663.34	2893.26		100.0%

表 5: 10-11 年房地产结算预测 (百万, 万平米)

	10E 结算				11E 结算			
	结算面积	结算均价	结算收入	毛利率	结算面积	结算均价	结算收入	毛利率
海门中南世纪城	6.00	5500	330	41.3%	6.00	5500	330	41.9%
南通中南世纪城	7.00	7800	546	51.3%	9.00	7800	702	51.8%
南通军山半岛	5.50	9000	495	35.9%	7.50	9000	675	36.6%
南通世纪花城	8.00	7500	600	43.0%	10.00	7500	750	43.6%
镇江中南世纪城	6.00	6500	390	34.5%	4.50	6500	292.5	35.2%
常熟中南世纪城	6.00	8200	492	24.5%	7.50	8200	615	25.3%
寿光中南·世纪城	2.00	3750	75	20.3%	3.75	3750	140.6	21.1%
青岛中南·海湾新城	6.00	12000	720	38.4%	10.00	12000	1200	39.1%
青岛中南世纪城		5800			6.00	5800	348	43.3%
文昌森海湾	8.00	5000	400	54.0%	3.75	5000	187.5	54.5%
合计	54.50	7428	4048.00	39.9%	68.00	7707	5240.63	39.8%

附表: 公司损益表及其预测 (单位: 百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	4629.2	5684.2	8044.7	9876.8	11590.4
营业收入	4629.2	5684.2	8044.7	9876.8	11590.4
二、营业总成本	4008.5	4880.6	6775.9	8207.9	9490.2
营业成本	3300.2	4243.2	5782.4	6990.1	8029.8
营业税金及附加	244.6	308.3	450.5	563.0	666.4
销售费用	82.5	69.7	96.5	108.6	121.7
管理费用	180.6	262.1	366.0	449.4	544.7
财务费用	70.1	61.0	80.4	96.8	127.5
资产减值损失	130.5	-63.7	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	-2.4	2.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-0.1	3.0	0.0	0.0	1.0
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	618.3	808.7	1268.7	1668.8	2101.2
加: 营业外收入	4.9	3.8	0.0	0.0	0.0
减: 营业外支出	6.7	6.3	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	616.5	806.2	1268.7	1668.8	2101.2
减: 所得税	104.2	239.1	376.3	495.0	623.2
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	512.2	567.1	892.4	1173.9	1478.0
减: 少数股东损益	25.4	7.3	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	486.8	559.8	892.4	1173.9	1478.0
股本	478.03	778.56	778.56	778.56	778.56
EPS	1.02	0.72	1.15	1.51	1.90
主营收入增长率	33.1%	22.8%	41.5%	22.8%	17.4%
净利润增长率	1709.1%	15.0%	59.4%	31.5%	25.9%
毛利率	28.7%	25.4%	28.1%	29.2%	30.7%
三项费用率	7.2%	6.9%	6.8%	6.6%	6.9%
净利润率	10.5%	9.8%	11.1%	11.9%	12.8%

数据来源: Wind, 国泰君安证券销售交易总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of 5

作者简介:**孙建平:**

孙建平：经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名,2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李署:

工科硕士，毕业于南京大学，2008 年 7 月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。

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为作出投资决策的惟一参考因素，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		