

建筑起家，地产为王

中南建设 (000961)

评级: 买入 (首次)

股价: 21.05 元

目标价位: 27.5 元

调研简报

2010 年 4 月 2 日 星期五

桂长元
021-50586660-8623
gcy@longone.com.cn
房地产行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	27.5 元
升值潜力 (%)	25
目标价确定日期:	2010-4-2

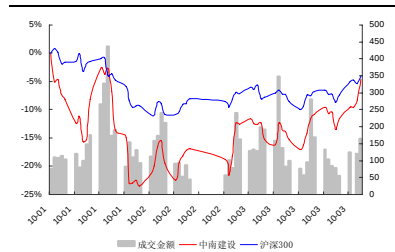
重要数据

总股本 (亿股)	7.79
流通股本 (亿股)	2.11
总市值 (亿元)	169.2
流通市值 (亿元)	45.8

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	7.9	5.9
3 个月	-6.0	-2.0
6 个月	22.3	9.1

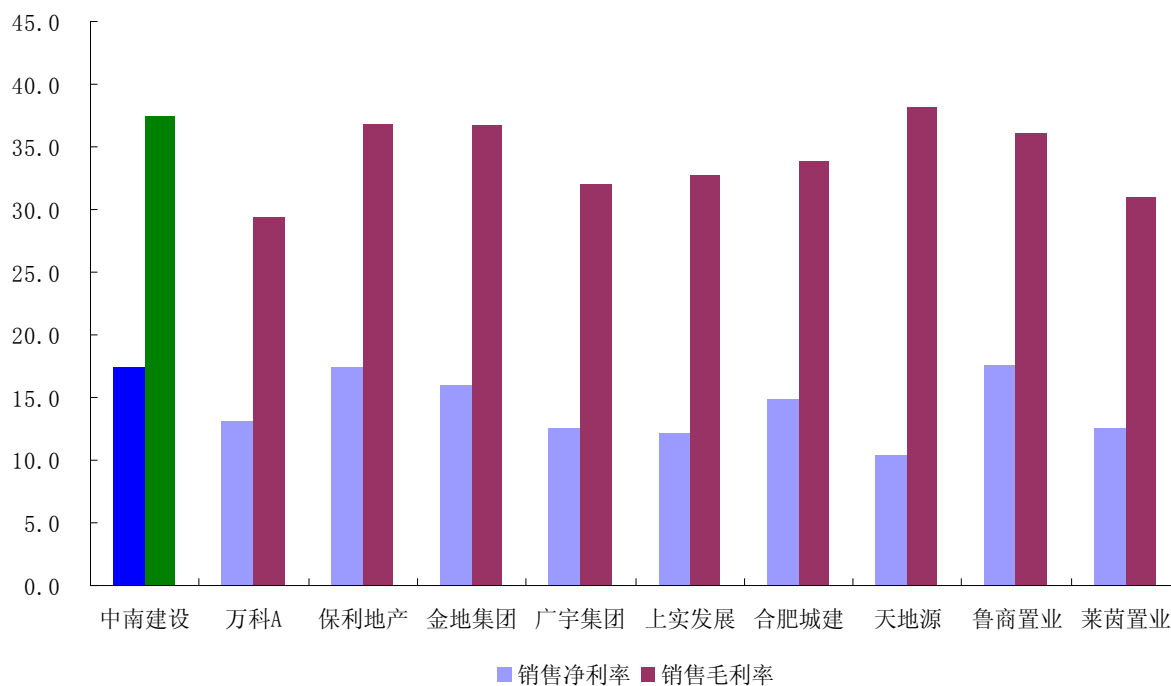
最近 3 个月相对沪深 300 走势



投资要点

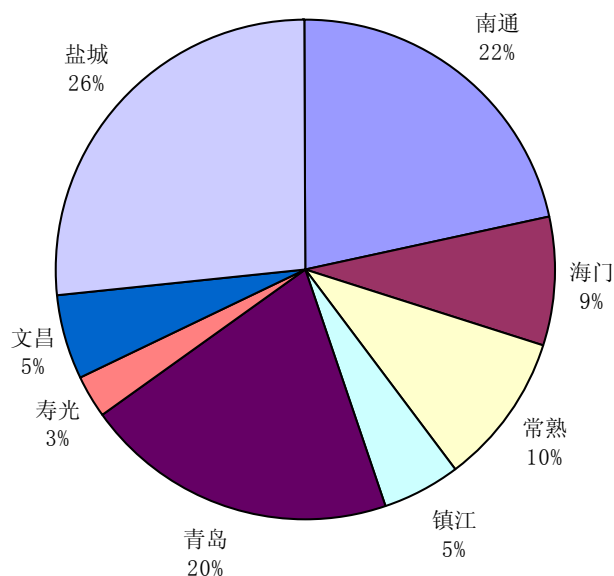
- **公司本立足江苏、实意欲全国。**公司 1988 年起步于建筑施工业务，之后迅速在苏南崛起，现为江苏省最具知名度的地产民营企业之一。房地产业务立足于沿海省份的二、三、四线共 8 个城市：南通、海门、镇江、常熟、盐城、青岛、寿光和具备独特资源的海南文昌市。这些地区人口增长稳定、房价相对较低、发展潜力较大，在未来城镇化过程中、城际地铁轻轨建设提速等有利因素驱动下，公司业务将进入高速增长期。
- **建筑业务推陈出新、品牌优势明显，为房地产业务铺平道路。**公司下属南通总承包是国家民用建筑施工特级资质企业，在项目进度、质量、成本控制等方面，均处于行业领先水平，为公司在房地产开发中的施工管理奠定了基础。目前，房地产业务项目开发周期与施工周期比行业平均水平低 2 个月；每平米综合成本较行业平均水平低 5%，建安成本低 8%。今年 1 月，海门中南世纪城全预制装配 (NPC) 技术成果展示隆重举行，这幢全预制楼宇是国内首创。
- **公司费用控制能力优秀，建筑、房地产业务净利率水平均处行业上游。**经过 20 多年的发展，公司已经形成了一套成熟的管理制度、流程、技术和经验，成本费用控制能力优秀。2009 年报显示，公司建筑业务毛利率 16%，净利率 4.0%，高于行业 1.5%-3.0% 的区间水平。房地产业务毛利率 37.5%，净利率 17.5%，在主流地产公司中处上游水平。
- **打包模式拿地，已成业内效仿对象。**从 2005 年开发南通 CBD 项目开始，公司充分挖掘自身建筑业起家的优势，通过南通 CBD 项目的成功运作，总结出“公建工程施工+房地产开发”相结合的打包模式获取项目的策略，通过这种模式，一方面建筑总承包承接了一系列有较高利润率的大项目，另一方面房地产获取了大量优质土地。
- **不考虑土地一级开发获取新的资源，现有土地储备权益总建面 976 万平米，加权楼面地价仅 1100 元/平米。**2009 年公司运用“反季”的运作理念，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 442 万平米，加权楼面地价 1160 元/平米。截至日前，公司土储权益总建面达到 976 万平米，量上跻身一线开发商规模，项目多分布在经济发达的沿海地区，加权楼面地价仅 1100 元/平米，土地成本优势十分明显。
- **目标价 27.5 元，首次给予公司“买入”投资评级。**2010 年计划新开工面积 110 万平米，同比增幅 50%，与万科相若。不考虑一级土地开发对公司的业绩贡献，预计公司 10/11/12 年主营业务收入分别为 79.1 亿元、106.6 亿元、135.3 亿元，净利润分别为 9.8 亿元、13.7 亿元、17.9 亿元，可贡献 EPS1.26 元、1.76 元、2.31 元，对应 PE 分别为 17X、12X、9X。绝对估值方面，2010 年静态 NAV22.3 元/股，P/NAV 为 0.99 倍。设定目标价 27.5 元，首次给予公司“买入”评级。

图 1: 公司盈利能力较强, 可与主流地产公司媲美 (单位: %)



数据来源: WIND 资讯

图 2: 布局沿海经济发达地区, 土储地域分布含金量高



数据来源: 公司资料

图 3: 土地储备丰富, 可跻身一线地产商行列 (单位: 万平方米)

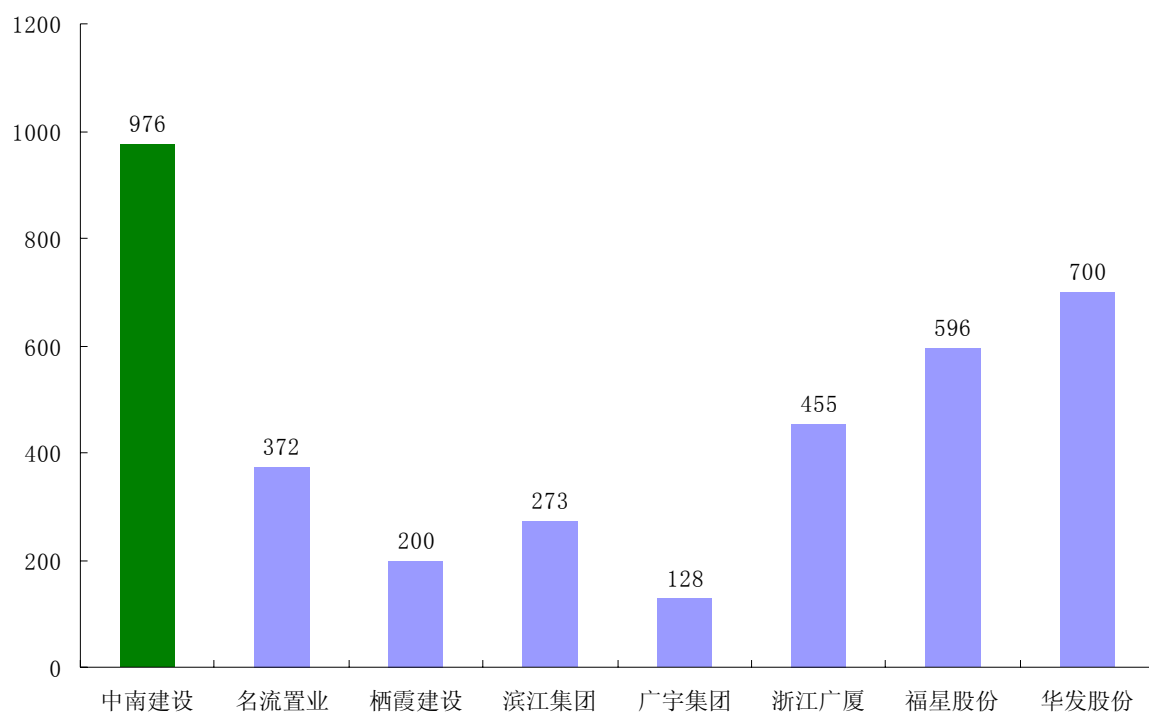


图 4: 公司土地储备成本低廉 (单位: 元/平米)

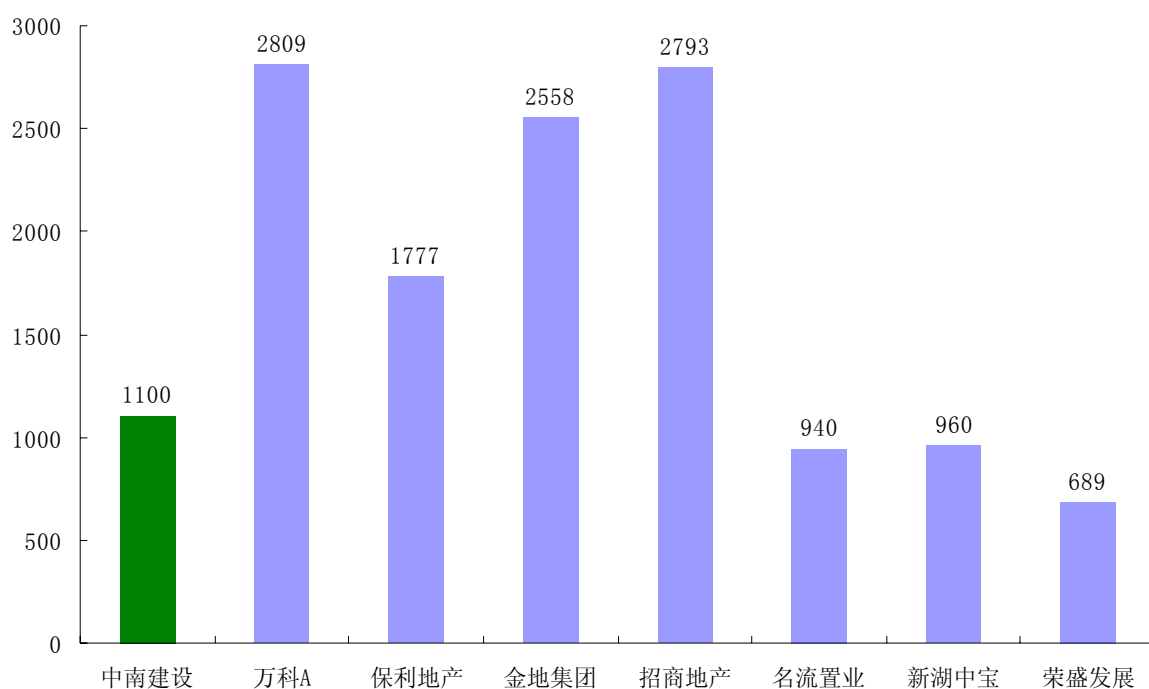


表 1: 公司项目 2010 年静态 NAV 估值:

所在城市	地块/楼盘名称	地理位置	股权比例	物业类型	占地面积 (万平方米)	规划总建面 (万平方米)	未结算权益建 面(万平方米)	楼面地价(元 /平方米)	预计销售均价 (元/平方米)	权益净现值 (万元)
江苏南通	军山半岛	南通经济技术开发区	100%	住宅类	22.6	28.0	26.5	1550	9500	62,734
	世纪城	南通开发区	100%	城市综合体	60.5	150.0	84.0	1300	12700	310,098
	中南世纪花城	南通开发区	100%	住宅类	40.1	100.0	100.0	380	9000	234,458
江苏海门	世纪城	海门东大门	100%	住宅类	42.3	100.0	83.5	730	5800	85,034
江苏常熟	世纪城	常熟泰山路	100%	住宅类	59.0	99.8	93.1	2241	8900	131,047
江苏镇江	世纪城	原镇江焦化厂地块	100%	住宅类	46.5	62.5	49.2	1648	5500	28,982
山东青岛	海湾新城	青岛即墨	100%	住宅类	9.8	22.5	16.1	500	13000	73,769
山东寿光	世纪城	寿光	100%	住宅类	11.5	28.6	28.6	300	3300	4,221
海南文昌	海景花园(森海湾)	儋州文昌	100%	住宅类	27.1	62.0	53.6	100	12000	210,052
山东青岛	世纪城	李沧区大枣园社区	100%	住宅类	73.6	181.8	181.8	1498	6000	109,422
江苏盐城	世纪城	城南新区	100%	住宅类	106.3	260.0	260.0	926	4800	89,410
合计										1,339,225
2009年账面净 资产(万元)										399,178
总股本(万股)										77,856
NAV(元/股)										22.3

资料来源: 公司公告(注: wacc=10.53%)

表 2: 房地产项目结算预测:

地块/楼盘名称	股权比例	未结算权益建 面(万平方米)	预计销售均价 (元/平方米)	10结算面积 (万平方米)	11结算面积 (万平方米)	12结算面积 (万平方米)	10结算金额 (万元)	11结算金额 (万元)	12结算金额 (万元)
南通军山半岛	100%	26.5	9000	3	5	8	27000	45000	72000
南通中南世纪城	100%	84.0	12700	8	14	20	162500	202000	220000
南通世纪花城	100%	100.0	9000	8	16	25	72000	144000	225000
海门中南世纪城	100%	83.5	5800	10	12	16	58000	69600	92800
常熟世纪城	100%	93.1	8900	5	10	14	44500	89000	124600
镇江世纪城	100%	49.2	5500	2	3	5	11000	16500	27500
青岛海湾新城	100%	16.1	13000	2	3	4	26000	39000	52000
寿光世纪城	100%	28.6	3300	0	1	2	0	3300	6600
文昌海景花园	100%	53.6	12000	5	8	10	60000	96000	120000
青岛世纪城	100%	181.8	6000	0	2	4	0	12000	24000
盐城世纪城	100%	260.0	4800	0	2	8	0	9600	38400
合计				43	76	116	461000	726000	1002900

表 3：公司业绩预测：（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	5,684.2	7,910.0	10,660.0	13,529.0
二、营业总成本	4,880.6	6,582.1	8,827.0	11,137.1
营业成本	4,243.2	5,538.0	7,357.0	9,358.0
营业税金及附加	308.3	435.1	586.3	744.1
销售费用	69.7	158.2	266.5	270.6
管理费用	262.1	356.0	490.4	608.8
财务费用	61.0	94.9	126.9	155.6
资产减值损失	(63.7)	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	2.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	3.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	808.7	1,327.9	1,833.0	2,391.9
加：营业外收入	3.8	0.5	3.0	6.5
减：营业外支出	6.3	10.0	3.0	0.5
五、利润总额	806.2	1,318.4	1,833.0	2,397.9
减：所得税	239.1	329.6	458.2	599.5
六、净利润	567.1	988.8	1,374.7	1,798.5
减：少数股东损益	7.3	4.0	4.0	3.5
归属于母公司所有者的净利润	559.8	984.8	1,370.7	1,795.0
七、基本每股收益（元）	0.89	1.26	1.76	2.31

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 4 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、名流置业、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122