

中南建设(000961.sz)

打包拿地助规模快速扩张, 房地产进入发展高峰期

赵强 研究员 徐军平 研究员 沈爱卿 研究员
 电话: 021-68829698 021-68829441 020-87555888-637
 eMail: zhaog@qf.com.cn xjp@qf.com.cn sag@qf.com.cn

主要观点: 打包拿地助公司业务规模快速扩张, 房地产进入发展高峰期; 股价反映房价下降 25% 的预期, 给予公司“持有”评级。

独特打包拿地模式成就公司规模快速扩张

公司“公建工程施工+房地产开发”相结合的打包获取项目模式, 即公司为政府代建公共配套设施等, 用工程款换取地方政府的土地资源, 成就了公司房地产业务规模快速扩张。截止 2009 年, 公司已有建筑面积 1095 万平方米, 未结算建筑面积为 936 万平方米(未包括公司获得海门及儋州的土地一级开发项目); 若加上 2010 年将打包拿地新增土地储备 500 万平方米, 公司建筑面积将达 1436 万平方米, 而在 2008 年, 储备面积还不到 700 万平方米, 公司规模扩张迅速。

这种模式还具有以下优势: (1) 建筑总公司能承接到一系列有较高利润率的大项目; (2) 公司能够获取大量可用于房地产开发的优质土地资源; (3) 这种模式相当于由政府买单为公司项目做配套, 公司能获得更多的土地溢价; (4) 打包拿地模式相当于土地分期付款, 减少公司资金压力。

房地产业务进入发展高峰期

现有规模按照 10 年开发计划计算, 年均销售面积将达 150 万平方米; 同时公司计划 2010 年销售 120 万平方米, 而 2009 年仅结算 45 万平方米, 因此, 公司房地产业务在未来 3 年应该具有 30% 以上的复合增长率。同时, 公司 2009 年年报显示, 拥有预收账款为 46.6 亿元, 高于我们 2010 年 43.46 亿元的房地产营业收入, 也就是说公司 2010 年的业绩高增长基本确定。

公司估值及盈利预测

重估净资产值: 静态计算, 公司重估净资产值为 16.46 元/股; 房价下降 10% 后为 13.53 元/股; 下降 20% 后为 10.60 元/股; 房价下降 30% 后为 7.66 元/股。目前股价 9.18 元/股反应了房价下降 25% 的水平。

盈利预测: 我们认为公司 2010 年至 2012 年营业收入分别为 83.46 亿元、92.57 亿元、118.39 亿元, 对应于每股收益(送股摊薄后)分别为 0.78 元、1.11 元及 1.55 元; 对应的 PE 为 11.77 倍、8.27 倍 5.92 倍。

投资建议: 综合考虑, 我们认为公司估值略微偏低, 但处在合理范围之内, 给予公司“持有”评级。

公司评级

持有

当前价格(元) 9.18
 目标价格(元) 11.00
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-10.73%	-28.86%	-2.10%
沪深 300	-11.79%	-14.53%	2.22%

股票数据

总股本(万股) 116,783.9
 2
 流通 A 股(万股) 31,579.50
 主要股东:

中南房地产业务有限公司
 主要股东持股比例 48.34%
 流通 A 股比例 27.04%

财务比率

ROE 14.45%
 ROA 8.36%
 资产负债率 76.71%
 每股净资产(元) 4.98

2009 年报数据。

上周，我们调研了中南建设，主要从公司的拿地模式、目前销售情况、新开工计划等方面进行交流，并实地考察了海门及南通项目，我们主要观点是：**独特的打包拿地模式助公司业务规模快速扩张，房地产业务进入发展高峰期；目前股价反映房价下降 25% 的预期，给予公司“持有”评级。**

独特打包拿地模式成就公司规模快速扩张

公司以建筑业起家，2005 年成功运作南通中央商务区项目后，总结分析提出“公建工程施工+房地产开发”相结合的打包获取项目模式，**即公司为政府代建公共配套设施等，用工程款换取地方政府的土地资源**，这种独特的拿地模式成就了公司房地产业务规模的快速扩张。

打包拿地模式成就公司规模快速扩张。通过这种模式，公司已经获得了大量的土地资源，截止到 2009 年年报，公司已有建筑面积 1095 万平方米，未结算建筑面积为 936 万平方米。这还未包括公司获得海门（6077 亩，一期 1350 亩）及儋州（4500 亩，预计下半年二级开发开工）的土地一级开发项目（其实公司土地一级开发项目也是打包拿地模式的变型）。

今后，公司将继续以这种模式拿地。根据计划，公司 2010 年将打包拿地新增土地储备 500 万平方米，意向地主要为南京（约 200 万平方米）及海南（儋州土地一级开发项目中的部分及海南其他地区）。

预计到 2010 年年末，公司可售储备项目将达到 1436 万平方米，相比 2008 年不足 700 万平方米的项目储备，公司房地产开发规模扩张迅速。

表1、公司目前可开发建筑面积数据

城市	项目名称	权益	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	未结算面积 (平方米)
海门	海门中南世纪城	100%	423,010	1,000,000	834,813
南通	南通中南世纪城	100%	605,085	1,500,000	839,018
	南通军山半岛	100%	226,044	280,000	265,389
	南通世纪花城	100%	401,237	1,000,000	1,000,000
盐城	盐城中南世纪城	100%	1,063,386	2,600,000	2,600,000
镇江	镇江中南世纪城	100%	464,800	625,000	491,838
常熟	常熟中南世纪城	100%	590,055	997,544	930,778
寿光	寿光中南世纪城	100%	115,000	286,000	286,000
青岛	青岛海湾新城	100%	98,221	225,000	161,071
	青岛中南世纪城	100%	735,700	1,818,400	1,418,400
文昌	文昌森海湾	100%	270,802	620,000	536,099
所有项目合计			4,993,340	10,951,944	9,363,406

数据来源：公司公告、广发证券研发中心

这种独特的拿地模式不但使得公司规模迅速扩张，同时也为公司带来了很强的竞争力，提高公司的盈利能力，主要体现在以下几方面：

- 第一、建筑总公司能承接到一系列有较高利润率的大项目。
- 第二、公司能够获取大量可用于房地产开发的优质土地资源。
- 第三、“公建工程施工+房地产开发”模式相当于为公司房地产项目做配套，而由政府买单，公司能获得更多的土地溢价。
- 第四、打包拿地模式相当于土地分期付款，减少公司资金压力。一般建筑施工期限较长至少在2到3年以上，也就是说公司土地款支付期至少有2到3年，相当于分期获得土地证，比“招拍挂”获得土地强很多。

房地产进入快速发展期

公司目前拥有丰富的土地储备，房地产项目进入快速发展期。从表1中看到，公司目前规划建筑面积为1095万平方米，未结算面积高达936万平方米，若加上2010年计划获得的500万平方米项目，公司高达1436万平方米，公司房地产开发项目充裕。按照10年开发计划计算，公司每年销售面积都高达150万平方米；不包含2010年将新增的土地，公司年均销售面积也将达100万平方米；同时公司计划2010年销售120万平方米，而2009年仅结算45万平方米，因此，公司房地产业务在未来3年应该具有30%以上的复合增长率。

2010年可售资源丰富。根据公司经营数据，公司2009年年末拥有可售资源为50万平方米，2010年计划新开工110万平方米，预计全年可售资源为160万平方米，公司2010年的可售资源相对丰富。

2010年业绩锁定性强。根据公司年报数据，2009年年报显示，公司拥有已售未结转面积为76万平方米（预收账款为46.6亿元），高于我们2010年43.46亿元的房地产业务收入，也就是说公司2010年的高增长基本确定。

主要调研纪要

此次调研，我们主要是了解公司新开工，及销售情况，以及公司土地一级开发情况。

新开工方面，公司表示，暂时没有调整的计划 and 打算，但对完成目标有压力，具体情况要看政策的执行效果，预计要到9月份左右才能定。

销售方面，公司2010年可售资源丰富。2010年年初在建可售面积为50万平方米，预计新开工110万平方米；计划销售120万平方米，销售金额70亿元，各个楼盘均有所贡献，盐城中南世纪城项目也将开盘，其中南通军山半岛预计贡献销售约3亿元左右，其他楼盘均贡献6至7亿元。

部分项目销售情况：

海门中南世纪城项目：截止到5月中旬，销售约1.8亿元，其中1季度销售1.2亿元，均价5200元/平方米；5月8号新开110号楼，共170套，已售

150套，销售额为6000万元，均价约为5700元/平方米。

南通中南世纪城项目：该项目今年可售资源为酒店式公寓，大约5万平方米，精装修，预计售价在1.5万元/平方米。

南通中南世纪花城项目：该项目1季度销售2亿元，均价7800元/平方米，四月未售；五月销售5000万元（5月11日至15日），销售均价8500元/平方米，投资客相对较多。

南通军山半岛项目：该项目1至4月份销售4000万元，花园洋房销售均价为9320元/平方米，4月19日开盘均价为10180元/平方米。

常熟中南世纪城项目：该项目一季度销售2亿元，均价为8780元/平方米；4月份销售1.2亿元，均价为9061元/平方米，五月至今销售较少。

寿光中南世纪城项目：一季度销售3000万，四月份销售2000万，均价为3200元/平方米。

表2、公司一季度销售情况列表

项目名称	权益比例	2010年一季度		
		销售面积	销售额（亿）	销售均价
海门中南世纪城	100%	22,743.00	11,912.78	5238
南通中南世纪城	100%	7,673.32	10,119.57	13188
南通军山半岛	100%	12,036.09	10,081.43	8376
南通世纪花城	100%	23,287.53	18,217.83	7823
盐城中南世纪城	100%	0	0.00	
镇江中南世纪城	100%	13,140.35	6,739.69	5129
常熟中南世纪城	100%	24,144.18	21,196.18	8779
寿光中南世纪城	100%	9,024.19	2,893.16	3206
青岛海湾新城	100%	1,853.22	2,508.89	13538
青岛中南世纪城	100%	0	0.00	
文昌森海湾	100%	3,639.34	2,007.46	5516
合计		117,541.22	85,676.99	

数据来源：公司公告、广发证券研发中心

土地一级开发项目：

儋州土地一级开发项目：儋州项目总共4500亩，公司分70%的权益，根据最新数据，该土地一级开发成本约为20万元/亩，基础地价在35万元/亩以上，周边房价约为4000至4500元/平方米；该项目公司将拿下做二级开发，预计下半年将逐步开工。

海门土地一级开发项目：公司与海门政府签署了6077亩一级开发协议，其中一期净开发用地为1350亩，共分四年出让完毕。该项目开发细节尚不清楚，公司将获得多少对应的开发土地也不明确。

估值及盈利预测

公司重估净资产估值

对公司已售及未售项目面积分别计算，得出公司重估净资产值为16.46元/股；相应的房价下降10%后重估净资产值为13.53元/股；房价下降20%后为10.60元/股；房价下降30%后为7.66元/股。公司目前股价9.18元/股（5月25日收盘价），反应了房价下降25%的水平。

表3、公司重估净资产值计算

城市	在建拟建项目	权益	未售项目售价	售价不变	下降 10%	下降 20%	下降 30%
海门	海门中南世纪城	100%	5,700	98,483	75,391	52,299	29,206
南通	南通中南世纪城	100%	12,000	327,645	273,792	219,938	166,085
	南通军山半岛	100%	11,000	75,212	61,489	47,765	34,041
	南通世纪花城	100%	8,500	265,669	224,060	182,452	140,843
盐城	盐城中南世纪城	100%	5,000	195,451	117,451	39,451	(38,549)
镇江	镇江中南世纪城	100%	6,000	28,090	12,422	(3,245)	(18,913)
常熟	常熟中南世纪城	100%	9,000	128,577	86,613	44,649	2,685
寿光	寿光中南世纪城	100%	3,600	13,657	7,875	2,093	(3,689)
青岛	青岛海湾新城	100%	15,000	49,354	39,474	29,595	19,716
	青岛中南世纪城	100%	6,500	153,179	97,862	42,544	(12,774)
文昌	文昌森海湾	100%	6,500	101,636	84,913	68,190	51,467
1. 在建拟建项目利润增加值（万元）				1,436,954	1,081,342	725,730	370,117
2. 土地一级开发收益（万元）				52,889	52,889	52,889	52,889
3. 施工业务净现值（万元）				118,967	118,967	118,967	118,967
公司股东权益（万元）				387,429	387,429	387,429	387,429
公司重估净资产合计（万元）				1,996,239	1,640,626	1,285,014	929,402
总股本（万）				121,284	121,284	121,284	121,284
每股净资产值 2010E（元）				16.46	13.53	10.60	7.66

数据来源：公司公告，广发证券研发中心

盈利预测

根据对公司销售结算进程预测，我们认为公司2010年至2012年营业收入分别为83.46亿元、92.57亿元、118.39亿元，其中建筑工程分别为40亿元、40亿元及40亿元，房地产业务分别为43.46亿元、52.57亿元、78.39亿元；对应于每股收益（送股摊薄后）分别为0.78元、1.11元及1.55元。

投资建议

从绝对估值看，静态情况下，公司重估净资产值为16.46元/股，房价下跌20%后的重估净资产值为10.60元/股，目前股价反应了房价下跌25%的预期。

从相对估值来看，对应于2010年至2012年每股收益0.78元、1.11元及1.55元的PE分别为11.77倍、8.27倍5.92倍，相对估值与行业大体相仿。

综合考虑，我们认为公司估值略微偏低，但处在合理范围之内，给予公司“持有”评级。

资产负债表
单位：百万元

报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1960	3427	4569	5689
应收账款	1944	2872	3185	4074
预付款项	524	742	775	962
应收利息	0	0	0	0
应收股利	0	0	0	0
其他应收款	2619	875	1166	1553
存货	8628	11832	12405	15391
流动资产合计	15678	19748	22101	27670
长期股权投资	0	0	1	1
固定资产	857	829	801	756
在建工程	12	17	20	20
无形资产	5	4	4	4
长期待摊费用	311	311	311	311
递延所得税资产	126	0	0	0
非流动资产合计	1463	1207	1184	1141
资产总计	17141	20955	23286	28811
短期借款	1273	957	11156	1478
应付票据	204	297	310	385
应付账款	1919	2669	2791	3463
预收款项	5102	7511	8332	10655
应付职工薪酬	362	504	527	654
应交税费	855	1252	1389	1776
应付利息	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
流动负债合计	11094	13996	15293	19394
长期借款	2055	2055	2055	2055
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
非流动负债合计	2055	2055	2055	2055
负债合计	13149	16051	17348	21449
股本	779	1168	1168	1168
资本公积	1008	1008	1008	1008
盈余公积	197	334	530	802
未分配利润	1891	2271	3100	4245
少数股东权益	117	124	131	138
负债股东权益总计	17141	20955	23286	28811
计				
每股净资产(元)	4.98	4.09	4.97	6.19

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表
单位：百万元

报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5684	8346	9257	11839
营业成本	5932	6202	7695	9235
营业税金及附加	308	551	741	1006
销售费用	70	125	139	178
管理费用	262	384	426	545
财务费用	61	70	24	-58
资产减值损失	-64	74	-9	67
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
营业利润	809	1213	1737	2410
营业外收入	4	10	11	18
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	806	1217	1742	2422
所得税费用	239	304	436	605
净利润	567	913	1307	1816
归属母公司净利润	560	906	1300	1809
EPS(元)	0.72	0.78	1.11	1.55

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表
单位：百万元

报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	139	2897	1490	1484
投资活动现金流量	229	63	-50	-30
筹资活动现金流量	1064	-1493	-297	-334
现金等净增加额	1431	1467	1142	1120
期末现金余额	3391	3427	4569	5689
每股经营活动现金	0.18	2.48	1.28	1.27
流(元)				

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	63.38%	46.82%	10.92%	27.89%
营业利润增长率	2849.89%	49.97%	43.26%	38.69%
毛利率	25.35%	28.92%	33.00%	35.00%
营业利润率	14.23%	14.53%	18.77%	20.35%
净利润率	9.98%	10.94%	14.11%	15.34%
净资产收益率	14.21%	25.46%	24.84%	25.49%
总资产收益率	3.31%	4.36%	5.61%	6.30%
流动比率	91.46%	94.24%	94.91%	96.04%
资产负债率	76.71%	76.60%	74.50%	74.45%
所得税税率	29.66%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

中南建设(000961)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。