

房地产



王晓冬 虞淼 张忆东

中南建设(000961)

S0190207040090

调研信息速递

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

2010年5月23日

投资要点

- 我们于5月21日和5月22日拜访了公司管理层，对公司2010年的经营计划进行了沟通，并现场调研了公司南通和盐城的楼盘。

点评

- 在拜访公司管理层之后，预计10年至12年，在不考虑摊薄的情况下，公司可实现EPS1.10元、1.42元、1.85元，其中地产业务贡献EPS0.90元、1.22元、1.65元。我们给与公司10年15倍PE，结合公司每股RNAV19.75元，给与公司每股目标价16.50元。

- 现有土地储备：充裕且低廉，布局渐入佳境

目前，公司拥有权益二级土地储备924万平米；按照每年100万的开工面积计算，目前土地储备可供开发至少8年。

表1：中南建设土地储备一览表

项目名称	权益	地理位置	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	权益未售 (平方米)	楼面地价 (元/平方米)
军山半岛	100%	南通开发区	226,000	280,000	265,389	2,016
世纪城(南通)	100%	南通开发区	605,085	1,664,249	780,000	1,089
七星花园	100%	南通开发区	50,506	126,165	61,000	1,089
中南世纪花城	100%	南通开发区	400,000	1,000,000	950,000	360
世纪城(海门)	100%	海门东大门	423,010	1,000,000	834,813	678
世纪城(常熟)	100%	常熟泰州路	590,055	1,000,000	930,778	2,853

世纪城（镇江）	100%	镇江滨江路	464,800	625,000	419,838	1,646
海湾新城	100%	青岛即墨	72,000	225,000	161,071	386
世纪城（寿光）	100%	山东寿光	115,000	286,000	286,000	300
海景花园	100%	海南文昌	270,802	400,350	536,099	100
大枣园社区	100%	青岛李沧区	735,700	1,818,400	1,350,000	1,498
盐城项目	100%	江苏盐城	1,063,474	2,600,000	2,600,000	923
合计					9,246,988	

资料来源：兴业证券研发中心

2010 年，公司将在淮安、海南乐东等二三线区域继续大面积拿地。

● 2010 年已实现销售：略低于市场预期

截至 2010 年 4 月底，公司实现销售收入约 11 亿元，实现销售面积约 15 万平米，略低于市场预期。公司销售低于市场预期的主要原因是：“419 新政”出台之后，公司主力楼盘的销售（南通中南世纪花城等）出现了一定的滞销现象。

● 公司近三年盈利预测：结算进度有所放缓

表 2：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		
	面积	均价	毛利率	面积	均价	毛利率	面积	均价	毛利率
军山半岛（南通）	4	6,000	19.0%	4	7,800	37.7%	6	8,500	43.4%
世纪城（南通）	4	7,200	49.3%	5	7,900	53.9%	5	7,900	53.9%
七星花园（南通）	6.1	11,000	66.8%						
世纪花城（南通）	8	5,700	41.9%	12	7,500	55.3%	12	8,200	59.3%
世纪城（海门）	8	4,400	37.4%	12	4,800	43.1%	10	5,300	48.3%
世纪城（常熟）	8	6,900	26.0%	9	7,900	35.7%	10	8,300	41.5%
世纪城（镇江）	4	9,700	24.1%	4	5,500	31.2%	4	6,000	37.5%

世纪城 (盐城)				3	5,000	46.6%	8	5,300	49.1%
海湾新城 (青岛)	4	9,750	64.7%	4	10,700	68.0%	4	11,700	70.9%
世纪城 (寿光)	5	3,300	34.6%	5	3,600	40.6%	5	3,900	46.0%
森海湾 (海南)	7	5,700	60.6%	7	6,000	62.5%	7	6,600	65.9%
世纪城 (青岛)				5	6,300	40.5%	10	6,900	45.9%
合计	59.1		45.1%	74.0		47.8%	87		49.7%

数据来源：楼盘实地调研，兴业证券研发中心

● RNAV 敏感性测试

2009 年底，公司帐面预售约 46 亿元，即基本锁定 2010 年业绩。那么基于 2010 年的结算均价，我们进行 RNAV 的敏感性分析。

表 3：RNAV 敏感性分析

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
6.4%	15.67	17.25	18.83	20.41	21.99	23.58	25.16
7.2%	15.45	16.99	18.53	20.07	21.62	23.16	24.70
8%	15.24	16.74	18.24	19.75	21.25	22.76	24.26
8.8%	15.03	16.50	17.97	19.43	20.90	22.37	23.84
9.6%	14.83	16.27	17.70	19.13	20.56	21.99	23.43

资料来源：兴业证券研发中心

注：横坐标为 2011 年销售均价变动幅度；纵坐标为贴现率变动数值

● 应对销量下滑的策略

由于公司账面库存较少，即可出售房源较少，公司暂时没有下调新开工计划；在拿地方面，公司将充分发挥建筑出身的优势，继续执行原有拿地策略：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。

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%部 ~ 5%之间

回 避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

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

盛英君 电话：021-38565938 Email：shengyj@xyzq.com.cn

过 枫 电话：021-38565966 Email：guofeng120@hotmail.com

姜 洋 电话：021-38565910 Email：jydadao@sina.com

北京地区销售经理

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

广东地区销售经理

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

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。