

中南建设(000961.sz)

“房地产+建筑”双动力，全年业绩锁定性强

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 saq@qf.com.cn

中期净利润小幅增长 14.7%

报告期内实现营业收入 39.8 亿元，同比增长 81.5%；实现归属母公司净利润为 3.4 亿元，同比增长 14.7%，折合每股收益为 0.29 元。营业收入大幅增加主要是由于商品房结算收入以及建筑施工业务结算大幅增加；净利润增速低于营业收入增速主要原因是商品房结算成本及建筑施工业务成本等增加导致综合毛利率水平下降所造成。

销售不尽如人意

上半年实现销售面积 21.26 万平，销售金额 17.33 亿元，同比分别下降 33.92% 和 0.45%，仅完成全年计划的 17.72% 及 24.76%，其主要原因是受到调控政策及可售资源相对不足的影响。随着新楼盘的推出及市场行情好转，预计全年完成计划销售的 65%，约为 45.5 亿元。

继续加强打包拿地，储备优质项目

公司继续加大打包拿地模式的研究和投入，在经济基础相对较好的城市积极寻找新项目，共获得盐城和吴江项目，约 310 万平方米；并在海门获得了 1350 亩土地的一级开发项目；下半年，公司将会继续加大拿地力度，完成全年新增 500 万平方米项目储备计划问题不大。

估值及投资建议

我们预计公司 2010 年至 2012 年每股收益分别为 0.70 元、0.99 元及 1.27 元，对应于 PE 分别为 15.12 倍、10.73 倍及 8.33 倍；NAV 为 15.38 元/股，反映房价下跌 15% 的预期，公司股价合理，维持“持有”评级，目标价 12.06 元，对应于 2010 年 17.23 倍 PE。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	3,479.2	5684.23	7955.42	9390.88	12002.55
EBITDA(百万)	265.42	-292.19	1293.69	1732.62	2174.58
净利润(百万元)	26.91	559.76	819.76	1154.55	1487.78
净利润增长率	3.12%	1980.14%	46.45%	40.84%	28.86%
每股收益(元)	0.090	0.48	0.70	0.99	1.27
市盈率	53.74	31.14	15.12	10.73	8.33
市净率	1.22	4.50	2.64	2.21	1.84
EV/EBITDA	8.49	-40.27	10.80	8.00	6.59
每股红利(元)	0.00	0.00	0.21	0.30	0.39
股息率(%)	0.00	0.00	0.30	0.31	0.30

来源: 江苏中南建设集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元) 10.61
 目标价格(元) 12.06
 前次评级 持有

股价走势

中南建设(000961)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.67%	17.33%	3.64%
沪深 300	5.50%	4.68%	-9.53%

股票数据

总股本(万股) 116,783.9
 流通 A 股(万股) 31,579.50

主要股东:

中南房地产业有限公司
 主要股东持股比例 72.51%
 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.

中期净利润小幅增长14.7%

公司报告期内实现营业收入39.8亿元，同比增长81.5%；实现归属母公司净利润为3.4亿元，同比增长14.7%，折合每股收益为0.29元。

公司营业收入主要是来自于房地产行业和建筑施工业务两部分，其中房地产开发实现营业收入16.02亿元，营业收入同比增长59.70%，毛利率35.0%，同比下降8.7%；建筑工程总承包实现营业收入23.66亿元，同比增长了101.2%，毛利率16.2%，同比下降7.4%。

中期营业收入同期大幅增加81.5%，主要是由于商品房结算收入的大幅增加，以及建筑施工业务结算的增加所致。报告期内，商品房共实现结算面积26.4万平方米，结算金额16.0亿元，同比分别增长42.2%和59.7%。建筑工程总承包实现营业收入23.66亿元，同比增加了101.2%。

归属母公司净利润同比小幅增长14.7%，报告期，归属母公司净利润同比增加幅度远低于公司营业收入的增加比例，**主要原因在于公司中期商品房结算成本及建筑施工业务成本等增加导致毛利率水平下降所造成**，数据显示，公司商品房成本同比增加84.4%，高于商品房收入同比增加的59.7%，建筑施工业务成本同比增加120.6%，高于建筑施工101.2%的增幅；根据利润表数据，**公司中期综合毛利率水平为23.7%，而去年同期的毛利率水平为33%。**

图表1、公司营业收入分行业数据表（单位：百万元）

分行业	营业收入	同比增长	毛利率（%）	同比增长
房屋销售	1,602.3	59.7%	35.0%	-8.7%
建筑施工	2,366.3	101.2%	16.2%	-7.4%
物业收入及其他	10.3	-11.3%	-0.8%	-76.3%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图表2、公司中期主要财务数据比较（单位：百万元）

	2009-06-30	2010-06-30	同比增长
营业收入	2,193.2	3,981.1	81.5%
营业成本	1,468.9	3,036.8	106.7%
营业税金及附加	124.2	206.7	66.4%
销售费用	36.0	30.1	-16.5%
管理费用	103.4	162.2	56.9%
财务费用	34.3	54.3	58.3%
营业利润	422.0	485.5	15.0%
净利润	304.8	350.0	14.9%
归属母公司净利润	295.5	338.8	14.7%
总股本	1,167.8	1,167.8	0.0%
每股收益	0.25	0.29	14.7%
毛利率	33.0%	23.7%	-28.2%
主营业务税率	5.7%	5.2%	-8.3%
总资产	15,482.7	19,540.1	26.2%
现金	2,040.8	2,779.2	36.2%
存货	5,997.4	10,031.3	67.3%
总负债	11,775.3	15,192.2	29.0%
预售账款	3,565.1	5,374.2	50.7%
短期借款	1,117.5	1,794.5	60.6%
长期借款	1,301.2	3,599.0	176.6%
归属母公司权益	3,589.7	4,213.1	17.4%
资产负债率	76.1%	77.7%	2.2%
净债务权益比	67.4%	128.0%	90.0%
每股净资产	3.1	3.6	17.4%
经营活动产生的净额	1,128.1	-873.8	-177.5%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

上半年销售低于预期

销售完成率低于预期。报告期内，公司销售业绩表现平平，报告期共实现销售面积21.26万平方米，销售金额17.33亿元，同比分别下降了33.92%和0.45%；完成全年计划销售面积120万平的17.72%，完成预计70亿元销售额的24.76%。

公司上半年销售完成率低于预期，表现平平的原因主要是上半年可售楼盘均为以前的9个老盘项目，可售资源相对不足；同时，也受到了整个政策调控的影响，因而销售业绩表现平平，没有达到预期。

下半年销售将会有所好转。下半年，公司将有两个新盘推盘，即盐城中南世纪城和青岛中南世纪城；随着8月份盐城中南世纪城、青岛中南世纪城的推盘，以及现有项目的加紧开发，公司可售房源将会大幅增加；同时，随着政策进入到平稳期，下半年商品房市场逐渐好转，中南建设公司有可能会迎来一波销售行情。

完成全年销售计划难度较大。上半年公司实现17.33亿元，而七月份实现销售约2.52亿元，前七个月合计完成销售金额约为19.85亿元，因此，我们认为，中南建设要完成全年销售70亿元的目标难度较大；下半年，公司将加大营销力度，初步预计全年销售完成率为65%，也就是45.5亿元左右，略高于去年全年销售43.25亿元。

利用“建筑+房地产”模式加大拿地力度

公司继续加大拿地力度，储备优势项目。报告期内，继续加大对“建筑+房地产”打包拿地模式的研究和投入，在经济基础相对较好的城市积极寻找新项目，为公司后续发展增加优质土地储备。

报告期内，公司共获得盐城和吴江项目，共获得项目储备面积约为310万平方米；同时，公司2月份在海门签订了1350亩土地的一级开发项目，下半年，公司将会继续加大拿地力度，完成全年新增500万平方米项目储备计划问题不大。

图表3、2010年以来，公司新增项目储备数据（平方米，万元）

日期	城市	权益	占地面积	建筑面积	土地价格	楼面地价
2010年1月	盐城	100%	1064006	2600000	207398	797.7
2010年7月	吴江	100%	219674	501814	113091	2253.7

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利预测

根据公司中期报告，我们调整公司盈利预测，预计公司2010年至2012年分别为79.55亿元、93.91亿元及120.02亿元；其中，房地产营业收入分别为39.55亿元、49.91亿元及71.63亿元；建筑施工业务营业收入分别为40亿元、44亿元及48.4亿元。

图表4、公司营业收入预测

	营业收入		
	2010年	2011年	2012年
房地产	395,542	499,088	716,255
建筑施工业务	400,000	440,000	484,000
	795,542	939,088	1,200,255

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

中期报告显示，公司房地产预售账款为49.51亿元，加上中期结转的16.02亿元，合计全年可结转资源为65.53亿元，占我们预计2010年全年结算的39.55亿元的166%，公司2010年业绩基本锁定。

根据营业收入预计，我们得出公司2010年至2012年的每股收益分别为：0.7元、0.99元及1.27元。

图表5、公司盈利预测表

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,684	7,955	9,391	12,003
营业成本	4,243	5,753	6,631	8,402
营业税费	308	431	522	700
销售费用	70	119	141	180
管理费用	262	366	432	552
财务费用	61	115	93	89
营业利润	809	1,111	1,570	2,014
利润总额	806	1,109	1,569	2,014
归属母公司净利润	560	820	1,155	1,488
EPS	0.48	0.70	0.99	1.27

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

估值及投资建议

相对估值：我们预计公司2010年至2012年每股收益分别为0.70元、0.99元及1.27元，对应的PE分别为15.12倍、10.73倍及8.33倍，由于公司处在快速发展的期初，因此，我们认为公司相对估值处在合理范围。

绝对估值：我们预计公司NAV估值为15.38元/股，房价下降10%后的NAV为12.06元/股，目前10.61元/股的股价反映了房价下跌15%的预计，公司股价具有一定的安全边际。

投资建议：综合考虑，我们认为公司股价略微低估，因此，维持公司“持有”，目标价12.06元，对应于2010年的PE为17.23倍。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1960	3262	3866	4307	
应收账款	1944	2737	3231	4130	
预付款项	524	719	829	1050	
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	11473	13262	16804	
流动资产合计	15678	19067	22355	27845	
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	1203	1181	1137	
资产总计	17141	20270	23536	28982	
短期借款	1273	0	0	0	
应付票据	204	288	332	420	
应付账款	1919	2589	2984	3781	
预收款项	5102	7160	8452	10802	
应付职工薪酬	362	489	564	714	
应交税费	855	1193	1409	1800	
应付利息	0	0	0	0	
其他应付款	0	0	0	0	
流动负债合计	11094	13403	15711	20011	
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	15458	17766	22066	
股本	779	1168	1168	1168	
资本公积	1008	1008	1008	1008	
盈余公积	197	322	498	725	
未分配利润	1891	2197	2925	3834	
少数股东权益	117	129	151	174	
负债股东权益总计	17141	20281	23516	28975	
每股净资产(元)	3.32	4.02	4.79	5.77	

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	7955	9391	12003	
营业成本	5482	6631	8402	10082	
营业税金及附加	308	431	522	700	
销售费用	70	119	141	180	
管理费用	262	366	432	552	
财务费用	61	115	93	89	
资产减值损失	-64	64	5	68	
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	1111	1570	2014	
营业外收入	4	4	5	6	
营业外支出	6	6	6	6	
利润总额	806	1109	1569	2014	
所得税费用	239	277	392	504	
净利润	567	832	1177	1511	
归属于母公司净利润	560	820	1155	1488	
EPS(元)	0.48	0.70	0.99	1.27	
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	2784	967	925	
投资活动现金流量	229	66	-50	-30	
筹资活动现金流量	1064	-1538	-343	-442	
现金及现金等价物净增加额	1431	1313	574	453	
期末现金余额	3391	3273	3836	4319	
每股经营活动现金流(元)	0.18	2.38	0.83	0.79	
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%	39.96%	18.04%	27.81%	
营业利润增长率	2849.8%	37.38%	41.29%	28.33%	
毛利率	25.35%	27.69%	29.39%	30.00%	
营业利润率	14.23%	13.97%	16.72%	16.78%	
净利润率	9.98%	10.46%	12.53%	12.59%	
净资产收益率	14.21%	25.46%	24.84%	25.49%	
总资产收益率	3.31%	4.10%	5.00%	5.21%	
流动比率	91.46%	94.07%	94.98%	96.08%	
资产负债率	76.71%	76.22%	75.55%	76.16%	
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

中南建设(000961.sz)_公司调研简报	徐军平	2010-05-25
------------------------	-----	------------

	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。