

专注于三四线城市运营

报告要点

■ 从建筑商到城市运营商

公司南通 CBD 项目是集居住、文化教育、商务办公、商业、酒店、体育会展、城市景观和观光休闲为一体的项目，其的成功已标致着公司成功转型为城市运营商。公司此种模式成功的背后在于公司专注于有经济潜力的三四线城市，带来的优势主要体现为拿地成本与资金规划方面，在住宅方面采取标准化复制实现快速周转，在商业方面公司未来将持有超过 100 万平米。

■ 公司独特模式具有复制性

我们认为公司扮演三四线城市运营商的角色可以复制。公司 05 年通过此方式拿取南通 CBD 项目，而后在去年获取了青岛李沧项目，今年获取盐城项目。这些项目建筑面积都在 200 万平方米左右，地价低廉。从公司进入的城市来看，大多经济实力较强，人口较多的城市，这为公司大盘持续热销提供保证。

■ 公司明年看点较多

公司看点有三个，第一是公司明年可售货源在 80 亿左右，增长很高；第二公司在明年会持续大盘拿地拓展；第三公司在海南项目存在着主题投资机会；第四公司在商业地产方面的拓展。

■ 投资评级

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.70、1.09，NAV 为 14.25 元。考虑到公司特有的模式，首次给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	5684	8658	10756	13608
增长率（%）	23%	52%	24%	27%
归属母公司所有者净利润（百万元）	559.8	819.9	1269.0	1600.8
增长率（%）	15%	46%	55%	26%
每股收益（元）	0.479	0.702	1.087	1.371
净资产收益率（%）	14.4%	17.9%	22.5%	22.8%

当前股价：12.57
 地产行业评级：看好

公司基本数据 2010.12.20

总股本(万股)	116784
流通 A 股/B 股(万股)	31580/0
资产负债率	76.71%
每股净资产(元)	3.42
市盈率(当前)	23.85
市净率(当前)	3.04
12 个月内最高/最低价	22.99/8.22

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

分析师：
 苏雪晶
 (8621)68751692
 suxj@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490209010200
 联系人：
 乐加栋
 (8621) 68751692
 lejd@cjsc.com.cn

正文目录

认识中南建设	6
公司简介	6
资本化路径	7
从建筑商到城市运营商	7
公司成功转型的背后	8
专注于三四线城市	8
比建筑商理解地产 比地产商专业建筑	9
大盘运作的优势	12
三四线城市的潜力	15
南通	15
海南	18
其他主要城市	20
主要看点	22
11 年可售资源丰富	22
土地资源丰富	23
投资主题丰富	23
商业地产印证判断	24
明天会如何?	24
盈利预测与估值	25
EPS 预测	25
PE 估值	26
NAV 估值	27
投资建议与风险提示	28
投资建议	28
风险提示	28
附录：项目介绍	29

图目录

图 1: 公司股权结构图.....	6
图 2: 公司业务分类占比.....	7
图 3: 公司业务分区域占比.....	7
图 4: 中南建设上市路径.....	7
图 5: 南通崇川区今年住宅用地出让均价.....	9
图 6: 青岛李沧区近年住宅用地出让均价.....	10
图 7: 土地款支付流程.....	12
图 8: 南通中南世纪花城价格走势.....	13
图 9: 海南森海湾价格走势.....	13
图 10: 预计公司地产毛利率.....	13
图 11: 海门中南世纪城.....	14
图 12: 盐城中南世纪城.....	14
图 13: 常熟中南世纪城.....	14
图 14: 寿光中南世纪城.....	14
图 15: 公司近年房地产销售面积（万平）.....	14
图 16: 公司近年房地产销售收益（万元）.....	14
图 17: 公司项目分布（以 10 年年初未结算面积划分）.....	15
图 18: 南通产业分布图.....	16
图 19: 南通产业增速.....	16
图 20: 南通城镇人口.....	17
图 21: 城镇人均可支配收入.....	17
图 22: 江苏省沿海发展规划.....	17
图 23: 南通对外交通要道.....	18
图 24: 公司在海南省的布局.....	19
图 25: 海口 07 年以来住宅成交情况（按季度）.....	19
图 26: 三亚 09 年以来住宅成交情况（按周数据）.....	19
图 27: 部分城市年平均工资收入.....	20
图 28: 部分城市年平均工资收入.....	20
图 29: 一次性付款比例.....	20
图 30: 李沧区产业分布图.....	21
图 31: 李沧区产业增长率.....	21
图 32: 青岛地铁一号线.....	22
图 33: 青岛跨海大桥.....	22
图 34: 海南文昌森海湾区位图.....	23
图 35: 中国建筑收入结构分布.....	24
图 36: 中国建筑利润结构分布.....	24
图 37: 海门中南世纪城外景图.....	29
图 38: 海门中南世纪城交通图.....	29
图 39: 南通中南世纪城外景图.....	29
图 40: 南通中南世纪城交通图.....	29

图 41: 南通中南军山半岛外景图	30
图 42: 南通中南军山半岛外景图	30
图 43: 南通世纪花城外景图	31
图 44: 南通世纪花城交通图	31
图 45: 盐城中南世纪城外景图 A	31
图 46: 盐城中南世纪城外景图 B	31
图 47: 镇江中南世纪城外景图 A	32
图 48: 镇江中南世纪城外景图 B	32
图 49: 常熟世纪花城外景图	33
图 50: 常熟世纪花城交通图	33
图 51: 寿光世纪花城外景图	33
图 52: 寿光世纪花城交通图	33
图 53: 青岛中南海湾新城外景图	34
图 54: 青岛中南海湾新城交通图	34
图 55: 青岛中南世纪城外景图	34
图 56: 青岛中南世纪城交通图	34
图 57: 海南文昌森海湾外景图 A	35
图 58: 海南文昌森海湾外景图 B	35
图 59: 海南儋州滨海新城外景图 A	35
图 60: 海南儋州滨海新城外景图 B	35

表目录

表 1: 城市运营商与普通开放商的区别	7
表 2: 公司运作的大型综合体项目	8
表 3: 崇川区 09 年下半年以来住宅土地出让情况（万平、亿元）	9
表 4: 青岛李沧区 2010 年来住宅用地出让情况（万平、亿元）	10
表 5: 盐城盐都区住宅土地出让情况（万平、亿元）	11
表 6: 儋州在售项目情况	11
表 7: 公司运作时间较长的项目	12
表 8: 文昌市高隆湾旅游区住宅用地出去情况	13
表 9: 南通市宏观经济指标	16
表 10: 南通下辖县级城市经济指标	16
表 11: 公司在海南现有项目	18
表 12: 海南国际旅游岛的发展目标	19
表 13: 公司进入城市主要经济指标	21
表 14: 公司销售与 11 年可售情况	22
表 15: 公司与地方政府合作项目（一级开发）	23
表 16: 公司未来三年结算预计	25
表 17: 预计利润表	26
表 18: 跟踪公司 PE 估值	26
表 19: 中南建设 NAV 估值	27
表 20: 跟踪公司 NAV 平均折价	27
公司财务报表及指标预测	36

认识中南建设

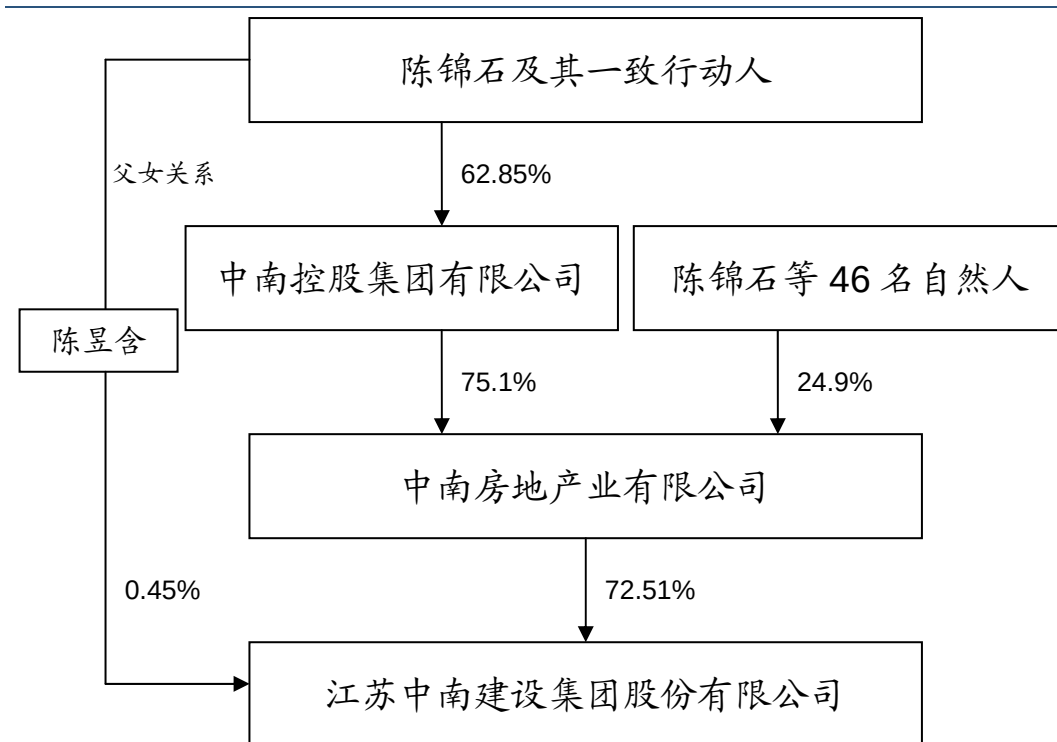
公司简介

中南建设主营业务分为两个部分，建筑施工与房地产。建筑产业是中南建设的基础产业。建筑施工载体为南通建筑工程总承包有限公司，具有国家建筑工程总承包特级资质。目前，年施工能力达到 350 万平方米，经营业务遍及北京、天津、济南、临沂、淄博、烟台、上海、南京、苏州、南通、淮安、西安、海南等地。多年来在国内一线城市承接了多项高、大、难工程，名列江苏省建工局 2010 年度建筑业综合排名第一名。

房地产业方面，房地产是中南建设目前重点发展的业务领域。目前房地产业务主要集中在住宅地产的开发，年开发面积 200 万平方米，业务遍及海南、青岛、寿光、南京、南通、盐城、镇江、常熟、海门等地，主要以长三角、山东半岛为主。以土地竞拍、软投资经营、整体捆绑打包的运作方式，致力于成为国内最具发展活力二三线城市综合大盘开发的领跑者，2008 年中南房地产业有限公司获“江苏省房地产 20 强企业”第五名，“中南世纪城”已成为沿海地区房地产界知名品牌之一。

公司目前的实际控制人为陈锦石，其与其一致行动人合计间接持有 46% 的股权，是一家股权较为集中的民营企业。目前公司大多数管理层都有间接持有公司股份，但这部分股权流通较为困难。公司位于南通民营企业 500 强中的第二位。

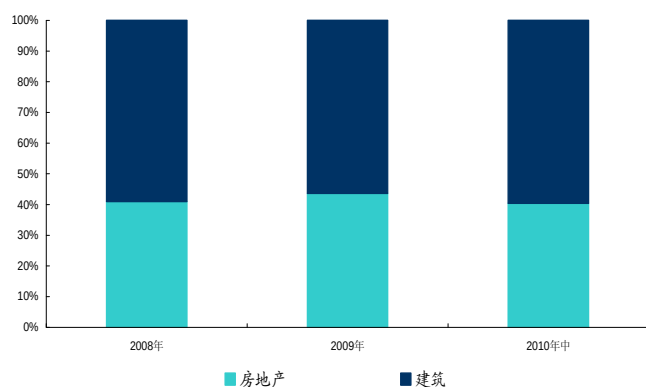
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

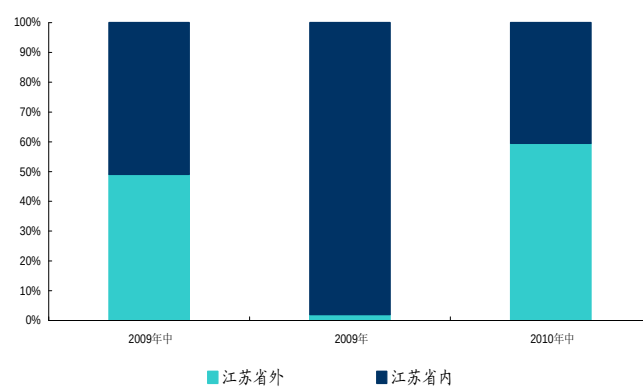
公司目前的业务从营业收入的角度来说，2009 年建筑业在公司收入比重占 56%，但营业利润占比仅为 36%。我们预计在营业收入方面，公司在 2011 年两项业务应当是旗鼓相当，在 2011 年后房地产业务的营业收入将全面超过建筑施工业收入。

图 2：公司业务分类占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司业务分区域占比

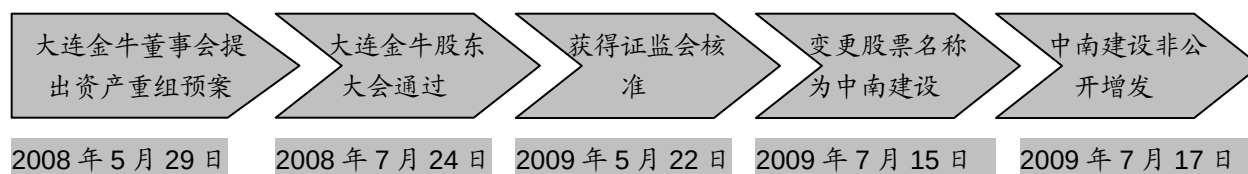


资料来源：公司公告，长江证券研究部

资本化路径

中南建设于 2009 年正式登陆 A 股市场，其是通过借壳大连金牛实现的。大连金牛于 2008 年 5 月 29 日提出董事会预案，公司以每股 7.82 元中南房地产及陈琳发行总计 4.78 亿股。置入资产为中南房地产持有的南通新世界 100% 股权、常熟中南 100% 股权、青岛海湾 100% 股权、海门中南 100% 股权、文昌中南 100% 股权、中南镇江 100% 股权、南京常锦 100% 股权、南通华城 100% 股权、南通物业 80% 股权、南通总承包 97.36% 股权及陈琳以其持有的南通总承包 2.64% 股权。公司于 2009 年 7 月完成资产重组，变身为中南建设。

图 4：中南建设上市路径



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从建筑商到城市运营商

城市运营商

一般城市运营商是指开发商通过社会资源和项目管理经验的积累，能开发基础设施、配套设施齐全的房地产项目，是集团化的具有较大规模的房地产商，其后进一步发展为城市运营商，联合其他中小房地产开发商合作开发城市区域，并参与城市的运营和管理。一般运营的项目都包括城市基础公用设施和房屋建筑。

在城市运营的产业链条当中，城市运营商首先可以通过对目标地块的土地一级整理获取利润。同时，即使未能获得土地二级开发权，也能与政府按一定的比例分享土地出让收益。如果顺利获得土地二级开发权，则能继续通过二级开发实现投资收益，或者直接通过土地转让的方式获取土地增值收益。

表 1：城市运营商与普通开放商的区别

	城市开发商	城镇化城市运营
开发层级	二级开发	一二级联动

挑战对象	市场为主	政策解读、市场风险
风险变数	小、不可控、可预测	大、可控、不可测
项目前期策划影响	区位是主要因素	区位、资源、政策多因素
受政策影响	大	小

资料来源：长江证券研究部整理

公司转型为城市运营商

2005 年，南通为加快推进新城区商贸与公用事业的同步开发建设，由于南通市政府在建南通体育会展中心时资金较为紧张，希望引入开发商帮助建成体育会展中心。于是南通将中央商务区与南通体育会展中心这一占地 2100 亩的项目进行“捆绑”推向市场。当时竞价的有中南控股、上海绿地和上海阳光投资（集团）有限公司，当时中南控股以 19.04 亿元将该项目收入囊中，合 1910 元/平方米的成交价。

2005 年时，南通 CBD 项目所在地还是一片荒地，在中南建设承接这个项目后，目前已是南通未来城市核心，北接市政府，南依体育会展中心，东临南通大学，西望狼山，是集行政、商业商务、金融、居住、教育、体育六大中心于一体的现代新城区。此项目未来将拥有各种业态包括五星级酒店、高档写字楼、酒店式公寓、沿街商铺、地下商铺、大型 shopping mall、高档住宅、精品百货、展览中心以及体育会展中心。在南通 CBD 项目中，公司所扮演的角色正是一个城市运营商，决不是简单的城市综合体概念。

正是源于南通 CBD 的机遇使得中南建设开始了其城市运营模式之路，公司走上此条道路不仅仅在于南通 CBD 的机遇，若不是公司在建筑领域的深厚实力是不可能拿到此项目的。也正是公司在这个项目上的成功为此模式的复制打下了基础，2009 年、2010 年分别拿下了青岛李沧与江苏盐城的项目。在未来，公司可能在更多的三四线城市扮演城市运营商的角色。

表 2：公司运作的大型综合体项目

项目名称	区域	权益比	占地面积 例（万平方米）	规划建筑面 积（万平方米）	截止 09 年末 结算面积	权益未结算
南通中南世纪城 (CBD)	崇川区桃园路 8 号(体育会展中心正北面)	100%	60.51	150.00	83.90	83.90
盐城中南世纪城	胜利路、解放南路	100%	106.34	260.00	260.00	260.00
青岛中南世纪城	李沧重庆中路 903 号	100%	73.57	181.84	181.84	181.84

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司成功转型的背后

中南建设起于建筑施工，公司目前业务超过一半仍然为建筑业。其能成功由建筑商转型为城市运营商，一方面是由于其深厚的建筑能力加上南通 CBD 的机遇，另一方面也说明公司这种模式具有它独特的优势。

专注于三四线城市

我们认为公司能成功由建筑商转为城市运营商的另外一个原因是公司打包拿地的项目都在三四线城市。在三四线城市中，由于政府在新城建设中急需有能力的建筑商进入，也需要资金的进入，这个时候中南建设正好同时具备这两种能力，进入三四线城市的新城建设就變得顺理成章。相反在一二线城市，由于政府资金实力较强，同时也具有比中南建设更具有实力的建筑商来承揽项目。只选择和自己实力匹配的城市是我们对公司城市选择原则的理解。

另外公司进入的这些三四线城市大多人口较多、房价相对较低、高铁经过经济潜力较好的地区，这些都是公司成功转型的关键。

比建筑商理解地产 比地产商专业建筑

城市运营商注定了公司的特点是“建筑+地产”，公司这个特点可以通过公建换土地的模式拿到更为低廉的土地，同时这种方式在资金运营上也有优势。公司的另外一个特点就是大盘运作，这主要也是与公司这种“建筑+地产”的运作模式有关。

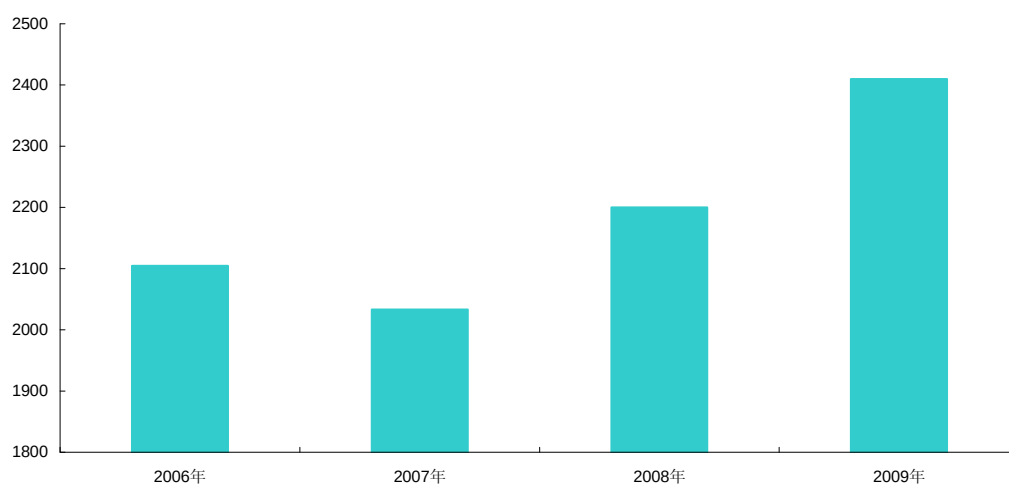
在运作模式上，公司旗下的南通建筑工程总承包公司具有国家特级资质，因此往往能承接到一些地方政府的大型公建工程项目，在承接项目的同时，公司还能获得一级土地整理的资源，即“投资搞建设，建设换土地”的所谓“软投资”。公司通过为政府建设基础设施熟悉未来的土地储备，相对锁定土地成本。这种形式在 A 股上有点类似于早期中国建筑的运作模式。这种模式在未来土地的一二级联动方面更具有优势，增加了获得土地开发的几率。

土地成本

公司通过承接政府大型公建工程项目获取土地的典型代表即为南通 CBD 项目，公司通过为政府建造体育场及其会展中心等公共设施，通过招标获取土地。此项目是南通未来城市核心，北接市政府，南依体育会展中心，东临南通大学，西望狼山。是集行政、商业商务、金融、居住、教育、体育六大中心于一体的现代新城区。 总共建筑面积超过 200 万平米。

2005 年公司取得这块土地的楼面成本仅仅为 1089，目前该地区最新出让的楼面均价早已超过 4000，公司的地价成本远远低于市场平均水平。

图 5：南通崇川区今年住宅用地出让均价



资料来源：cric，长江证券研究部

表 3：崇川区 09 年下半年以来住宅土地出让情况（万平、亿元）

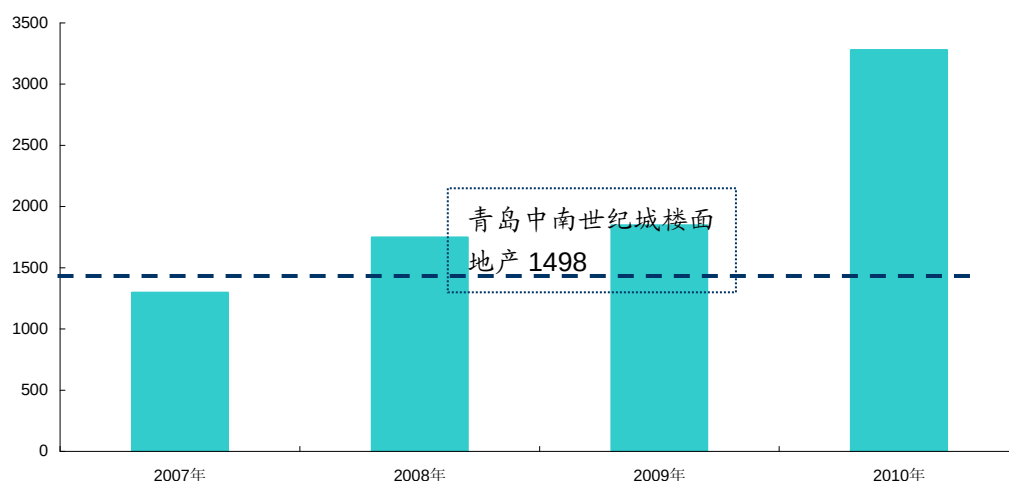
项目地址	总用地面积	总建筑面积	成交总价	楼板价	出让时间
青年路东延段南侧、世伦路东侧	9.81	26.00	4.02	1546	2009-6-29
崇川路南侧、城山路东侧、工农路西侧	6.43	14.20	3.91	2752	2009-7-1
沿河路南侧、凤凰菜茵苑西侧 (原凤凰菜茵苑教育预留地)	1.75	3.67	1.48	4042	2009-7-8

任港路北、孩儿巷路西（纵横国际及周边地块）	7.53	15.48	4.97	3210	2009-8-26
姚港路西侧、时珍园小区北侧（原华强公司及周边）	1.11	3.29	1.39	4232	2009-8-28
人民东路南侧、世伦路西侧	3.30	8.49	2.05	2418	2009-9-1
文峰路北、濠南路南（色织一厂及周边）	3.32	4.73	4.62	9765	2009-9-1
一号地块：新港镇改造地块（疏港路东、裤子港河两侧）二号地块：新港镇改造配套居住区地块（裤子港河西侧）	28.19	20.36	5.33	2617	2009-11-30
东城花园南、世伦路西、通甲河北	11.51	24.75	7.92	3198	2009-12-30
工农路西侧、虹桥路南侧（原通棉二厂周边三、五号）	24.45	55.22	33.50	6066	2009-12-31

资料来源：cric，长江证券研究部

我们认为公司这种模式是可以复制的，特别是在三四线城市，在盐城与青岛两地方公司成功的通过这种模式获取土地。公司取得青岛李沧项目总建筑面积超过 180 万平米，楼面地价仅为 1498，而现在平均楼面价格已经超过 3000。

图 6：青岛李沧区近年住宅用地出让均价



资料来源：cric，长江证券研究部

表 4：青岛李沧区 2010 年来住宅用地出让情况（万平、亿元）

土地名称	总用地面积	总建筑面积	成交总价	楼板价	项目地址
青岛市李沧区沔阳路 1 号 I-D-2009-30 地块	13.26	23.85	4.94	2070	青岛市李沧区沔阳路 1 号
李沧区向阳路以北、枣园路以东、夏庄路以西、源头路以南 I-D-2010-6-L 地块	2.70	14.82	8.74	5900	李沧区向阳路以北、枣园路以东、夏庄路以西、源头路以南
李沧区 308 国道 3176 号 E-D-2009-17 地块	0.71	2.55	0.84	3300	青岛市李沧区 308 国道 3176 号
李沧区中崂路以南、黑龙江路以东、青银高速公路以西、李村河北 II-D-2010-29(2) (10-1-2) 地块	4.15	17.30	5.17	2990	李沧区中崂路以南、黑龙江路以东、青银高速公路以西、李村河北

李沧区中崂路以南、黑龙江路以东、青银高速公路以西、李村河以北 II-D-2010-29(3)(10-4-2)地块	4.16	17.17	5.13	2990	李沧区中崂路以南、黑龙江路以东、青银高速公路以西、李村河以北
--	------	-------	------	------	--------------------------------

资料来源：cric，长江证券研究部

公司于年初取得的盐城项目总建筑面积达到 280 万平米，210 万平米为住宅，70 万平米为商业。总地价为 20.74 亿，合楼面地价为 741 元，与附近出让的地价相比仍然低出不少。

表 5：盐城盐都区住宅土地出让情况（万平、亿元）

宗地名称	建设用地面积	规划建筑面积	成交价格	楼面地价	成交日期
康居路东、南纬路北侧	6.73	23.54	1.66	707	2009-11-3
康居路西、南纬路北侧	5.87	20.54	1.44	703	2009-11-3
戴庄路东、南纬路南侧	5.33	18.65	1.31	703	2009-11-3
戴庄路东、南纬路北侧	7.07	24.75	1.71	689	2009-11-3
跃马路东、纬十路北侧	4.22	14.76	1.01	683	2009-11-3
胜利路东、园林大道南侧	2.00	7.00	0.43	616	2009-11-3
盐都区奋进路西、铁家港北	7.79	15.59	1.73	1110	2009-11-27
盐渎路南、跃马路西	5.51	13.79	2.18	1580	2009-11-29

资料来源：盐城国土局，长江证券研究部

公司在二三级联动方面也有着优势，公司在海南与海门两地还有参与一些一级土地整理。2009 年 8 月 18 日，中南与海南儋州市政府合作，对儋州白马井滨海新区 4500 亩土地进行土地成片开发和城市开发建设。2009 年 7 月，中南与海门市政府合作签订了张骞大道投资合作的框架协议，投资项目 4800 多亩。公司目前拥有的一级土地整理包括儋州 4500 亩，海门 6077 亩。公司在 12 月 18 日拍下儋州滨海新区 800 亩地，每亩仅仅 45 万元。

表 6：儋州在售项目情况

项目名称	区域	开盘时间	销售报价(元/㎡)	销售报价(别墅)(元/㎡)
水岸名都一期	那大镇	2009-10-9	2,900	
恒力春天	那大镇	2008-5-1	3,500	
泰安苑	那大镇	2007-3-10	4,398	5,500

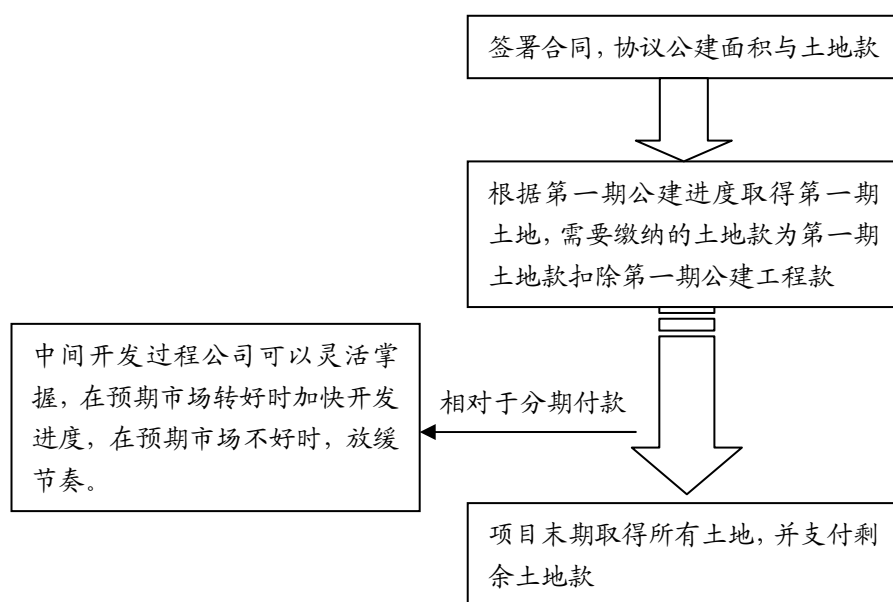
资料来源：cric，长江证券研究部

资金规划

采取这种模式在资金方面也有一定的优势，体现在拿地成本提前锁定，土地款支付较有灵活性。公司通过与政府协商承接公建项目同时取得土地开发权益，这个时候以提前锁定了整个项目的土地成本。

未来开发只需要根据公司与政府协定好的进度，建好一部分公建拿一部分地，这样相当于土地款分期支付，可以减少公司大盘开发前期的投入。这种方式比起目前“招拍挂”市场拿的土地在资金方面更具有优势，目前“招拍挂”市场需要一次性支付 50%土地款，一年内全款需要支付完毕。

另外，由于公司是建筑起家，在建筑施工方面与其他地产商相比较有明显的优势。目前，公司房地产业务完全具备了当年拿地、当年施工、当年销售的能力，其项目开发周期与施工周期比行业平均水平低 2 个月；同时据公司测算，公司房地产项目每平米综合成本较行业平均水平低 5%，建安成本低 8%。

图 7：土地款支付流程


资料来源：长江证券研究部整理

大盘运作的优势

公司另外一个特点也是非常明显，由于公司城市运营商的这种特质，公司常常参与该地区整个区域的规划与配套建设，这注定了公司拿地区域方面大多在城市的新区，实行大片的拿地，配合政府做整体性规划。我们认为这种大片拿地使得公司可以在低成本拿地的同时，在相当长时间的开发周期下坐享配套完善后带来的土地升值，地标性建筑和城市综合体的参与也为物业升值带来便利。三四线城市这种新城建设是可以复制的，盐城与青岛就是最好的证明。

土地红利

公司目前拥有的百万平米大盘包括海门中南世纪城、南通 CBD 项目、南通世纪花城、盐城中南世纪城、常熟中南世纪城与青岛中南世纪城。我们看到这些项目的建设周期都非常长，一般都要超过五年。

一般来说，新城区经过五年的基础设施配套建设周边土地升值是很快的，如南通 CBD 项目，公司于 05 年进入，楼面地价仅仅为 1089，而目前这附近土地出让楼面地价已经在 5000 左右。同样在其他项目，公司土地红利这块非常可观。同样表现在房价方面也是如此，南通中南世纪花城在 08 年开盘时不足 4500，目前价格已经超过 11000，海南深海湾 06 年价格 2650，目前价格已接近一万元。

表 7：公司运作时间较长的项目

项目名称	区域	权益	占地面积	规划建筑面积	开工时间	预计竣工时间
海门中南世纪城	海门浦北路 1 号	100%	42.30	100.00	2007 年 4 月	2011 年 9 月
南通中南世纪城	崇川区桃园路 8 号	100%	60.51	150.00	2006 年 8 月	2015 年 6 月
(CBD 项目)						
南通世纪花城	崇川区世纪大道 1 号	100%	40.12	100.00	2008 年 5 月	2015 年 5 月
盐城中南世纪城	胜利路、解放南路	100%	106.34	260.00	2010 年 3 月	-
常熟中南世纪城	虞山镇新世纪大道西	100%	59.01	99.75	2008 年 3 月	2011 年 8 月

海南文昌森海湾	文昌市高隆湾旅游大道西侧	100%	27.08	40.00	2005年6月	2010年12月
青岛中南世纪城	李沧重庆中路903号	100%	73.57	181.84	2010年3月	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：南通中南世纪花城价格走势

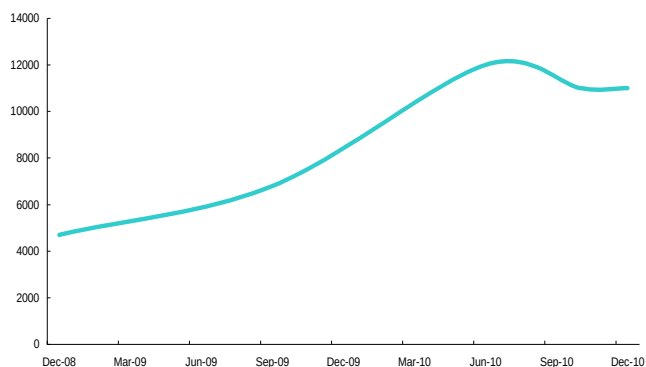
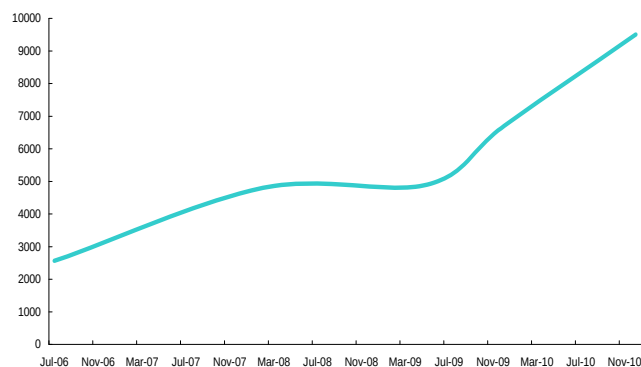


图 9：海南森海湾价格走势

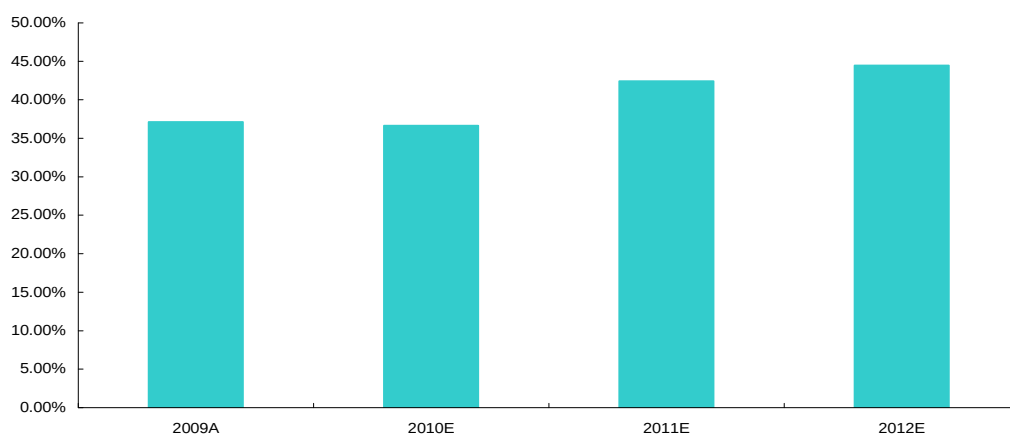


资料来源：搜房网，长江证券研究部

资料来源：搜房网，长江证券研究部

我们知道大盘开发前期由于其配套需要时间的积累从而导致前期的利润率较低，一般前期项目的毛利率在 25%---30%左右，在中期毛利率达到 40%左右，后期毛利率达到 45%---50%左右。公司目前各项目进入良性循环，项目处于前期、中期、后期的都有，因此体现在地产业务的毛利率上是向上的走势，在 12 年后会稳定在 40%以上。

图 10：预计公司地产毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 8：文昌市高隆湾旅游区住宅用地出去情况

土地名称	总用地面积 (m²)	总建筑面积 (m²)	成交总价(万 元)	楼板价(元/ m²)	出让时间
清澜开发高隆湾沿海地段 A 地块	53798	80696	4444	551	2009-8-31
清澜开发高隆湾沿海地段 B 地块	8595	10314	710	608	2009-8-31
文昌市清澜开发区内省储让 2010-1、2、3、4、5 号地块	186130	372260	59000	1585	2010-12-9

资料来源：cric，长江证券研究部

标准化复制

公司目前所有的住宅项目均采用西班牙风格建筑，此风格小区内住宅户型以板楼为主，住宅类型多样，有多层，高层和小高层，高低结合。住宅内紧外松围合形成每个组团内部的集中的大花园。建筑立面设计采用西班牙风格，象征太阳的浅黄色外墙立面，红色坡屋尖顶，色调明快鲜亮，这种与大自然亲近的颜色，便是让人们感受到舒适与宁静的最大魅力。

图 11: 海门中南世纪城



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 12: 盐城中南世纪城



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 13: 常熟中南世纪城



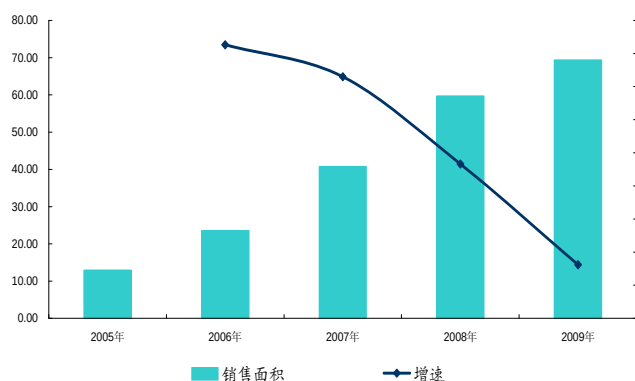
资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 14: 寿光中南世纪城



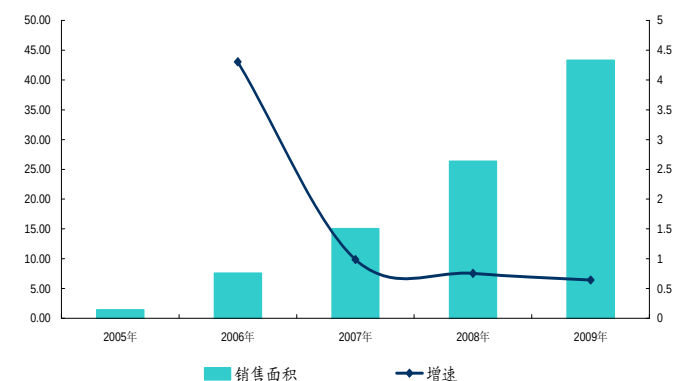
资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 15: 公司近年房地产销售面积（万平）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 16: 公司近年房地产销售收益（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司这种标准化产品在多个城市已取得成功，从销售收入的角度来看，这种标准化复制的速度很快。公司在 2005 年开始实现房地产销售，当年销售项目只有二个（南京麒麟锦城和南通中南世纪城），在 2006 年销售项目已增加为 3 个，09 年销售项目增加到了 9 个。体现在销售面积上，2005 年销售（预售）12.88 万平米，到了 2009 年销售面积达到 69.31 万平米。

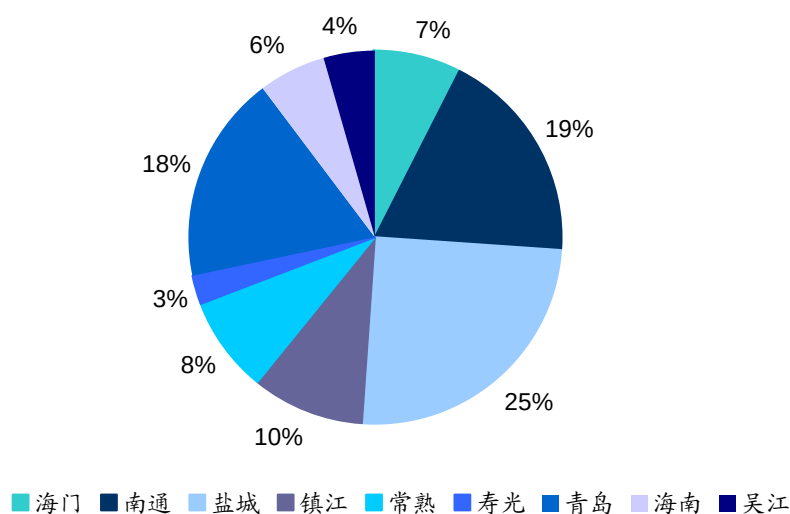
销售额方面，2005 年销售额仅为 6.8 亿，到了 2009 年销售额为 43.3 亿，五年内实现了高速增长。在销售均价方面，也有 2005 年的 3329 提高到 09 年的 6265。根据最新的数据，公司今年以来销售均价在 9400 左右，提升速度非常快。这样可以预见的是公司未来结算的毛利率将会提高较快。

大盘运作除了可以坐收土地红利与快速扩张外，我们认为公司集中采购也可以降低公司材料成本，在这方面由于公司本身具有施工能力，而且公司建筑业的施工规模较大，对于上游原材料采购具有相当强的议价能力，在这方面也能节约成本开支。

三四线城市的潜力

由于公司的主要模式是打包，经济发达的一二线城市不一定需要这样的模式，因此公司的发展注定在三四线城市打造新城。目前公司主要以长三角、山东半岛为中心，在收入水平较高的中等规模城市发展。

图 17：公司项目分布（以 10 年年初未结算面积划分）



资料来源：公司公告，长江证券研究部（海南儋州项目容积率假定为 1.5）

目前公司进入的城市包括海门、南通、镇江、常熟、盐城、吴江、山东寿光、青岛李沧区、海南文昌、海南儋州等地。总体来看，这些城市都是发展潜力较大，在未来的城镇化发展过程中、城际地铁轻轨建设提速和居民生活水平不断提高等有利因素驱动下，房价上涨的潜力较大。

南通

南通是公司的大本营，目前公司在南通地区有四个楼盘，南通市区三个楼盘与海门地区一个楼盘，总共占公司 26% 左右。

南通市，位于江苏省东南部，上海往北的第一个城市。总面积 8001 平方公里，境内拥有江

海岸线 365 公里，是中国首批对外开放的 14 个沿海城市之一，被称为“中国近代第一城”。

经济现状

南通市经济处于江苏省中上游水平，近年发展速度快，国内生产总值已超越常州、镇江等城市，全国 GDP 排名位居 28，江苏省 GDP 排名中跃居第 4，仅次于苏州、无锡、南京，在苏中，苏北区域处于领先水平，未来发展空间较大。

表 9：南通市宏观经济指标

分类	国民生产总 值(亿)	人均国民总 值	固定资产投 资(亿)	房地产投资 (亿)	居民存款余 额(亿)	人均可支配 收入	江苏省排名
南通	2510	35040	1505	172	1890	18903	4
扬州	1573	34100	950	137	899	17398	
南京	3775	50327	2154	508	2565	23122	3
苏州	6701	91911	2611	718	3337	23867	1
无锡	4419	73053	1877	450	2285	23605	2
常州	2202	50283	1448	309	1431	21592	
镇江	1408	46473	718	97	686	19040	
徐州	2007	23069	1250	130	974	16955	

资料来源：统计局，长江证券研究部整理（由于数据的可得性，取 08 年数据）

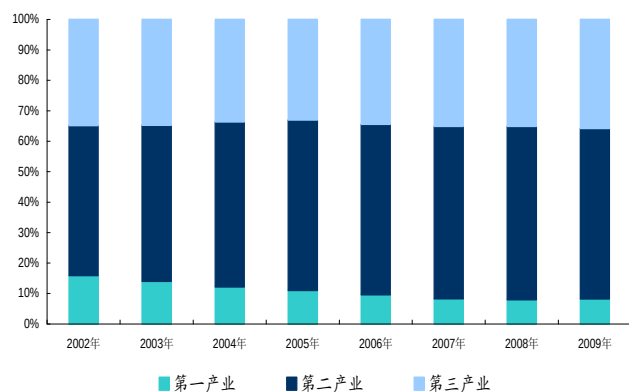
南通市下县级城市的 GDP 排名，均位于江苏省县级市前 20，占比达到 25%，充分显示了南通良好的经济基础及区域均衡、全面、快速的发展形势。

表 10：南通下辖县级城市经济指标

	GDP (亿元)	人口 (万)	人均 GDP (元)	江苏省县级市排名
南通全市	2510	786	35040	
海门市	360	103.2	34900	9
启东市	325	116	28017	11
如皋市	280	145	19300	15
如东县	265	108.5	24424	17
海安县	254	95.8	26500	20

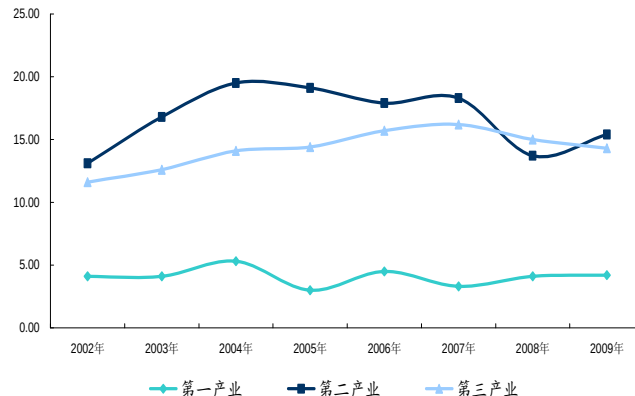
资料来源：统计局，长江证券研究部整理（由于数据的可得性，取 08 年数据）

图 18：南通产业分布图



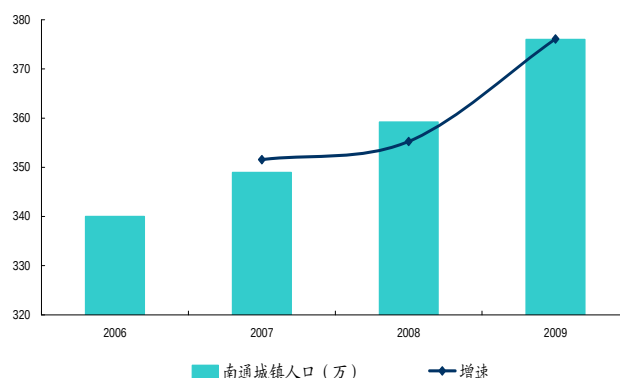
资料来源：统计局，长江证券研究部

图 19：南通产业增速



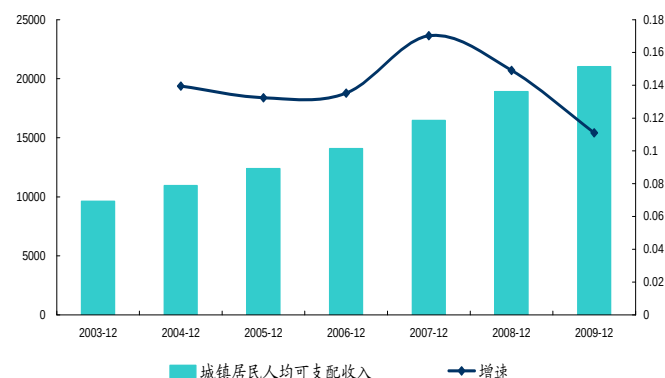
资料来源：统计局，长江证券研究部

图 20：南通城镇人口



资料来源：统计局，长江证券研究部

图 21：城镇人均可支配收入



资料来源：统计局，长江证券研究部

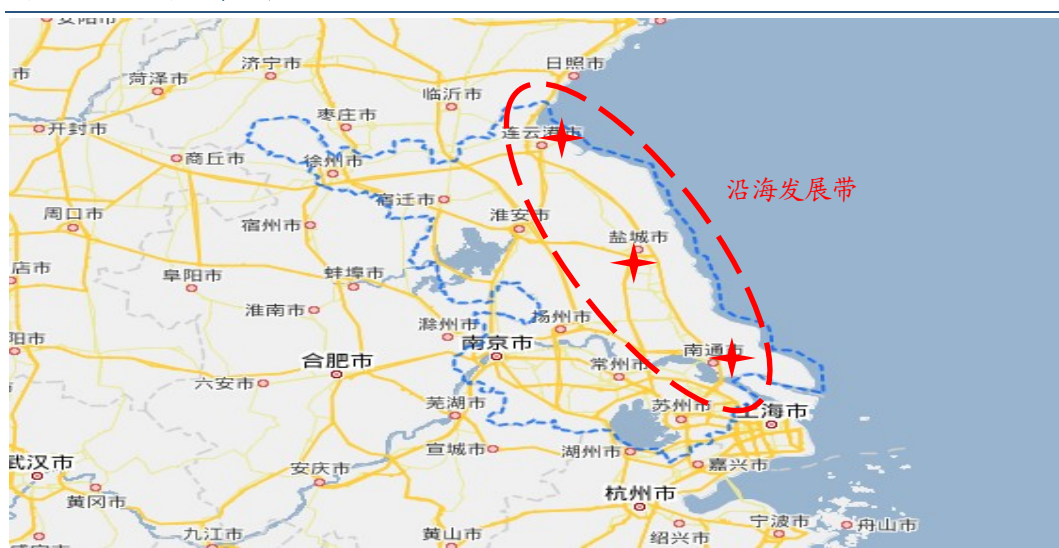
在产业分布方面，第二产业占绝对优势，目前第三产业在城市经济体量中的占比不高，但2009年以来第三产业增速加快。第二产业方面，重点发展装备制造、电子信息、石油化工、电力能源、现代纺织服装、轻工食品等六大支柱产业。

从城市吸纳力来看，南通自07年以来城镇人口开始加速，到09年增速已超过5%。在城镇人均可支配收入方面，南通也一直保持着两位数的增长，这两个方面将持续支撑房地产市场的发展。

未来潜力

江苏一直实行沿江开发的战略，忽略了沿海地区的开发，导致了苏南苏中以及苏北区域经济发展的严重不平衡，南通作为最具潜力的沿海区域，将是江苏未来发展的重要增长极。《江苏沿海地区发展规划》已颁布实施，《规划》明确，江苏沿海将建设三大港口群，自北向南建设以连云港港为龙头的北部港口群，以大丰港为龙头中部港口群，以南通港为龙头的南部港口群。

图 22：江苏省沿海发展规划



资料来源：百度地图，长江证券研究部

未来沿海空间的开发格局以连云港、盐城和南通三市的市区为依托，促进要素集聚，加快城市化进程；以沿海地区主要交通运输通道为纽带，进一步强化腹地产业优势，注重发展特

色产业，形成“三极一带多节点”的空间开发格局。

根据规划，2015 年，南通将建设成为全省沿海开发的主力军、江苏乃至长三角地区新的主要经济增长极；2020 年，南通将建设成为长三角北翼经济中心、江海交汇的现代国际港口城市。

交通方面，2008 年苏通大桥的开通，实现了南通与苏南地区的对接，从而南通与上海也实现了“无障碍”对接。南通必将接受上海等苏南城市经济的辐射和产业的转移，投资环境的改善，投资机会的增加，人才的大量涌入，消费需求的增长，这一切，必将为南通带来经济发展的新的契机。

2009 年上海至崇明的沪崇桥隧工程建成通车，接通上海崇明至南通启东的崇启大桥，目前建设之中，预计 2011 年 6 月贯通。

另外，崇明到南通海门的崇海大桥已被列入规划也被列入规划。沪通铁路长江大桥通航安全评估报告于 12 月 9 日通过国家海事局专家评审，工程已筹备就绪，有望明年上半年正式拉开建设序幕。沪通铁路主线段平东至安亭将按国铁 I 级建造，时速 200 公里/小时，可具备开行动车组条件。如果苏通铁路建成，上海至南通仅依靠公路的现状将发生改变，一旦沪通铁路通车，将开设沿海动车组列车，全程只需 1 个多小时。

图 23：南通对外交通要道



资料来源：百度地图，长江证券研究部

从交通来看，南通与上海及苏南城市的联系将不断加强，南通充分利用上海及苏南城市的优势，同时，凭借良好的投资环境和较好的发展趋势，将对上海及周边城市形成一定的吸引力。未来苏通铁路的建成将标志着南通正式进入了上海市“1 小时都市圈”，将迎来巨大的发展机遇，将加快建设长三角北翼经济中心、江海交汇的现代国际港口城市的战略进程。这些同时将会给南通房地产市场带来重大机遇。

海南

公司海南布局较早，早期取得文昌森海湾项目的楼面成本仅仅为 100 元，目前公司海南项目资产占公司比重在 6% 左右，未来持续拓展的可能性较大。

表 11：公司在海南现有项目

项目名称	地址	占地面积(万平)	建筑面积	截止 10 年初未 结算面积	楼面地价	目前价格
海南文昌森 海湾	文昌市高隆湾 旅游大道西侧	27.08	40	31.61	100	9500
海南儋州滨 海新城	儋州滨海新城	53.33	37	37	965 -	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

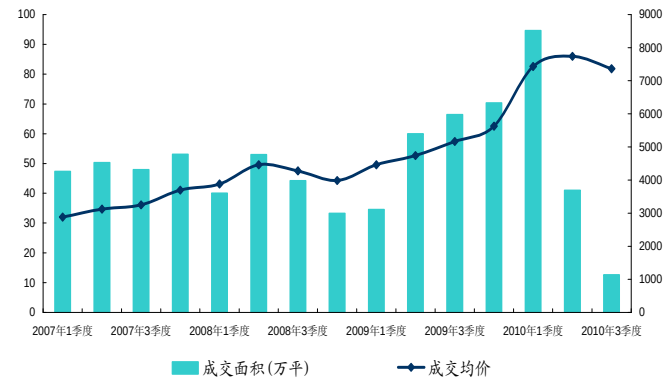
图 24：公司在海南省的布局



资料来源：百度地图，长江证券研究部

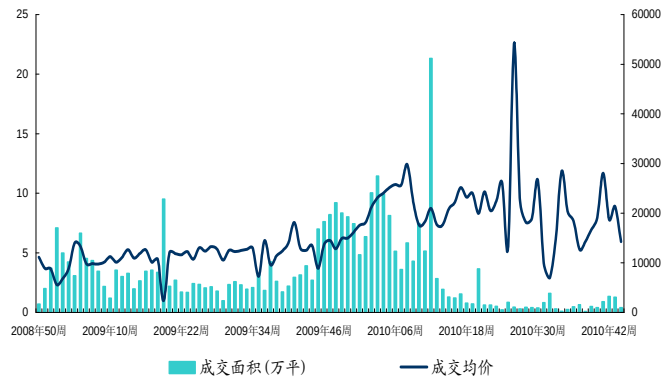
海南省是我国临海地区中旅游地产的典型代表。依托独特的自然资源和得天独厚的地理位置，海南省一直规划发展旅游地产。它面对的客户群不仅仅局限于本地，而是面向全国，乃至全世界，这样的发展战略对本地的房地产市场起到了强烈刺激作用，大批“置业候鸟群”瞬间聚集于此。2009 年底，三亚市在“国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见”批复后，房屋销售价格直线上扬。

图 25：海口 07 年以来住宅成交情况（按季度）



资料来源：cric，长江证券研究部

图 26：三亚 09 年以来住宅成交情况（按周数据）



资料来源：cric，长江证券研究部

表 12：海南国际旅游岛的发展目标

起步	发展	快速发展	成熟
计划时 2008 年 间	2009-2013 年	2014-2018 年	2019-2028 年

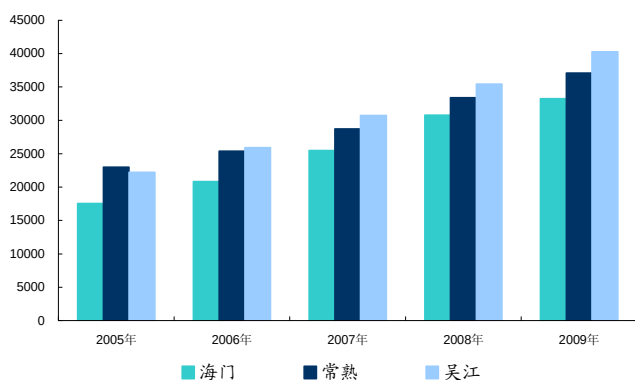
目标	成功申请设立国际旅游岛综合试验区	人均游客占 10%以上，旅游外汇收入占 20%以上	基本建成国际旅游岛，入境游客占 20%以上，旅游外汇收入占 30%以上	建成国际一流的国际旅游岛，入境游客占 30%以上，旅游外汇收入占 40%以上
近期措施	举办博鳌国际旅游论坛 停止全岛土地出让直至国际旅游岛规划出台 加快全岛免税店建设 增加开放，增加落地免签证国家数量 组织全球媒体合作体，宣传、提升海南旅游形象			

长江证券研究部

其他主要城市

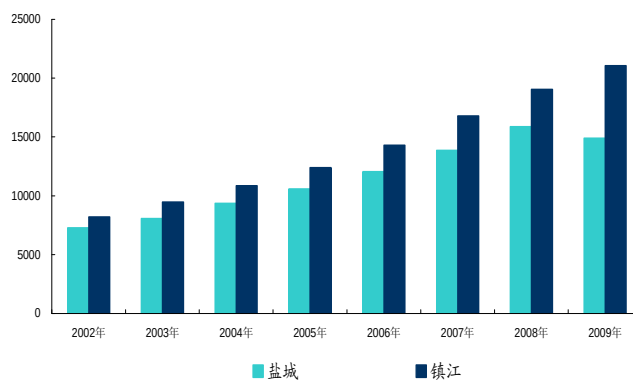
除南通与海南外，公司项目还分布在盐城、常熟、镇江、吴江、山东寿光与青岛李沧。公司在考虑进入这些城市时主要考虑的指标是 GDP 增速、人口规模、房地产投资等方面。我们认为这些地方在中等规模城市中经济能力比较优秀，人口增长明显，未来空间仍然较大。其中盐城与青岛李沧是公司南通 CBD 项目的复制。

图 27：部分城市年平均工资收入



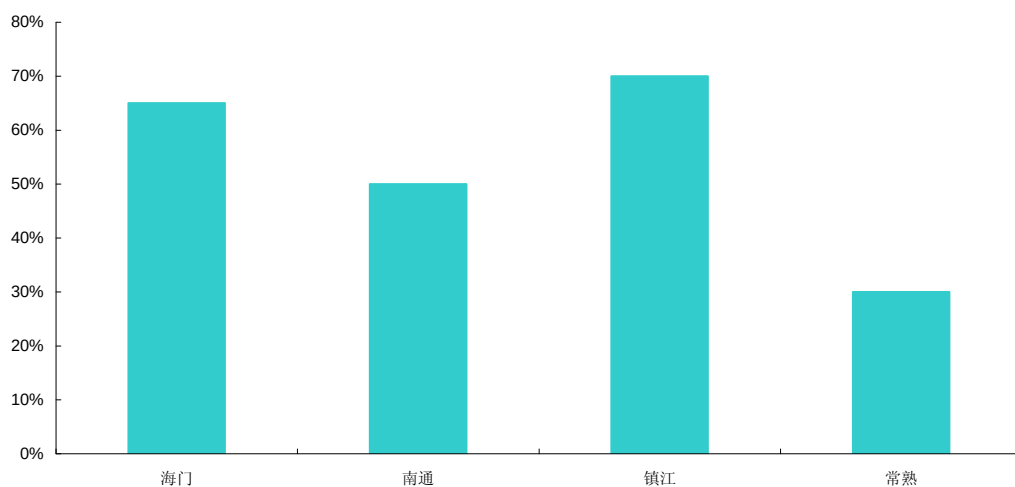
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 28：部分城市年平均工资收入



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 29：一次性付款比例



资料来源：长江证券研究部整理

从公司进入的江苏省其他城市来看，常熟与镇江市属于一类型，就是当地收入水平比较高，购买量交足。而南通与盐城也是一类型，当地人口较多，刚性需求强劲。寿光经济实力方面在山东中也是处于中上游水平，从这些项目中不难看出公司的拿地策略是具有足够经济实力与吸纳力的三四线城市。

目前根据我们的调研发现公司进入城市中一次性付款的比重很高，海门占 60%-70%，南通占 50%，镇江占 70%，常熟占 30%，平均水平远远高于其他城市。

表 13：公司进入城市主要经济指标

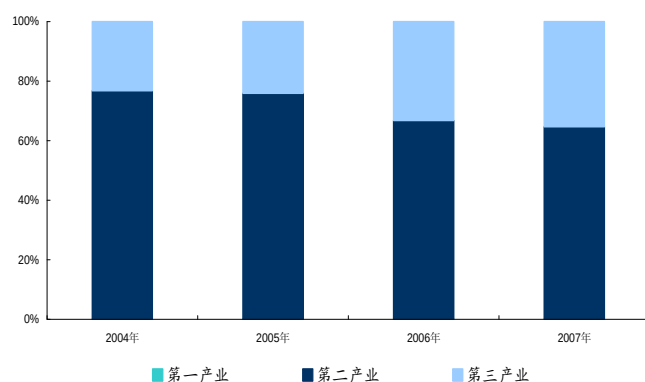
城市	GDP	人均 GDP (2008 年)	户数 (万户)	房地产投资
常熟	1231	35202	-	78
常州	2520	61504	125	306
淮安	1122	17104	159	141
连云港	941	15458	139	83
南通	2873	32815	279	201
苏州	7740	106863	211	724
宿迁	827	12289	146	90
泰州	1661	27840	172	124
无锡	4992	95460	155	463
吴江	850	30466	-	82
徐州	2390	21267	278	159
盐城	1917	19775	278	120
扬州	1856	34238	155	130
镇江	1672	52390	101	95
山东寿光	31 名中排第 13 名 -	31 名中排第 7 名 -		

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

青岛李沧中南世纪城总建筑面积在 180 万平方米左右，是个大型的综合项目，是公司南通 CBD 项目模式首次在省外复制。李沧区地处青岛市区北端，青岛老城区南部靠海、东部受崂山阻拦，城市发展沿四方、李沧，从南向北蔓延开来；在青岛环湾发展的城市空间格局中，李沧位于城市地理中心。李沧区在青岛人传统认知上为城乡结合部，其现状为承接城市外溢人口的中低端居住区。李沧产业以二产为主，是青岛传统的重工业区。

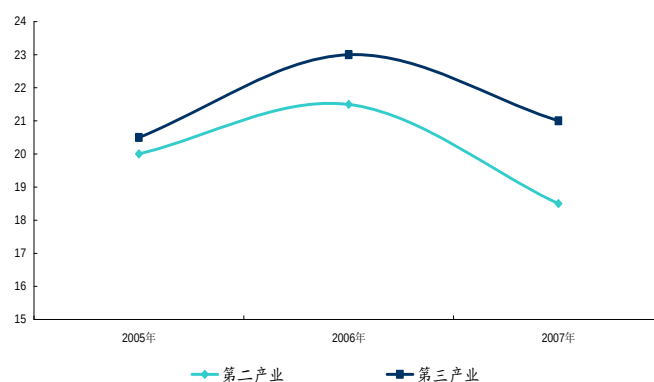
2007 年李沧市规模以上企业 132 家，工业总产值为 608 亿元，其中有 40 余家、产值 432 亿（未计入不在李沧区统计的企业）的企业在本区域内；根据李沧区老城区企业搬迁计划，项目内规模以上企业基本都在搬迁计划中。

图 30：李沧区产业分布图



资料来源：长江证券研究部

图 31：李沧区产业增长率



资料来源：长江证券研究部

图 32: 青岛地铁一号线



资料来源: 网站, 长江证券研究部

图 33: 青岛跨海大桥



资料来源: 长江证券研究部

伴随中央居住区建设的启动以及一系列重要商贸项目的引入, 李沧第三产业发展势头良好, 产业结构呈现优化趋势。在青岛新一轮规划中, 第二产业将全部搬迁到远郊区, 李沧区将成为集总部经济、生产性服务业等都市副中心。

主要看点

我们认为公司主要看点有三个, 第一根据我们的调研公司 11 年可售资源丰富; 第二公司未来大盘拿地拓展方面将快速提升公司重估价值; 第三公司在海南的土地储备有想象空间, 海南主体投资方面存在机会。

11 年可售资源丰富

公司在 2010 年计划新开工面积 110 万平方米, 而根据我们的调研公司目前新开工面积已经超过了 140 万平米。据我们了解, 截止 11 月底公司销售面积为 46 万平米, 销售金额为 43 亿元左右。明年的可售货源将在 100 万平方米左右, 销售金额可望超过八十亿, 我们认为公司在 11 年销售方面将重新实现高增长。

表 14: 公司销售与 11 年可售情况

项目名称	今年以来销售面积 (截止 11 月底)	今年以来销售金额 (截止 11 月底)	11 年可售面积 预计	11 年可售金 额预计
海门中南世纪城	11.30	7.30	12.00	9.00
南通中南世纪城(CBD)	3.70	5.80	5.50	7.00
南通军山半岛	1.70	1.80	3.50	4.00
南通世纪花城	7.50	6.80	10.00	10.00
盐城中南世纪城			10.00	6.00
镇江中南世纪城	2.50	1.80	5.00	3.50
常熟中南世纪城	10.90	12.99	14.00	15.00
寿光中南世纪城	5.50	2.50	8.50	3.50
青岛海湾新城	0.82	1.40	2.00	2.50
青岛中南世纪城			12.00	7.50
海南文昌森海湾	2.00	2.80	4.50	5.00
吴江市项目			4.00	4.00
合计	45.92	43.19	91.00	77.00

资料来源: 长江证券研究部

土地资源丰富

公司目前还有一些与地方政府一级开发合作项目，未来在这方面继续拓展的可能性较大。公司以城市运营商的角色很可能会进入更多的城市。除了海门、海南外，在江苏省其他城市公司也有可能进行拓展，公司内部目标预计要在两三年内达到 2000-3000 万平米的土地储备。据我们了解，公司已进入了淮安、菏泽、营口等地与当地政府开始了前期的合作，未来拿下项目的可能较大。公司未来如果成功拍到这些地块将会极大的提升公司的 NAV 价值。

表 15：公司与地方政府合作项目（一级开发）

日期	地区	事件
2010 年 2 月 1 日	江苏海门	海门圩角河两侧土地成片开发，海门市新市政府大楼西侧，海门市政府重点打造未来新城所在地。具体范围及面积为规划区面积约 6077 亩。
2009 年 8 月 18 日	海南儋州	中南与海南儋州市政府合作，对儋州白马井滨海新区 12000 亩土地进行土地成片开发和城市开发建设。2009 年 8 月 18 日，公司与海南省儋州市人民政府签订《海南省儋州滨海新区土地成片开发合作框架协议》。根据框架协议，公司将对儋州滨海新区第二组团约 4500 亩土地进行成片开发。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资主题丰富

公司是 A 股上市公司中位数不多的具有海南资产主业为房地产的上市公司，公司目前在海南在售项目只有文昌森海湾项目，近期在儋州滨海新区拿到的 800 亩项目。

公司未来仍将充分受益海南带来的投资机会，公司文昌项目 06 年价格 2650，目前价格已接近一万元。

公司未来在海南还有拓展空间，包括乐东地区与儋州地区公司还有一级开发权益，未来很可能获得二级开发。

图 34：海南文昌森海湾区位图



资料来源：百度地图，长江证券研究部

商业地产印证判断

公司目前已开始着手准备增加持有型物业的比重，加强对商业的开发。目前在售项目中商业比重较多的是南通 CBD 项目。此项目拥有各种业态包括五星级酒店、高档写字楼、酒店式公寓、沿街商铺、地下商铺、大型 shopping mall、高档住宅、精品百货、展览中心以及体育会展中心。这是城市运营商发展的一种必然，同样也再次印证了我们从去年下半年对城市综合体商业模式看好的判断。

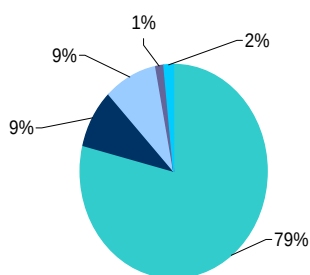
目前盐城项目也有 70 万平米的商业面积，公司在商业运营方面持续推进。如盐城公司于 2010 年 11 月 30 日与上海思远影视文化传播有限公司（香港 UME 国际影城投资方）签订协议开设 UME 国际影城。其实公司在商业地产方面早有所准备，2010 年 5 月 26 日，在董事长陈锦石的组织带领下，中南集团商业、酒店、设计等相关条线人员共计 11 人远赴美国、韩国、新加坡等国家，进行了为期 18 天的商业规划、酒店规划及建筑设计等内容考察活动。此次考察的目的是为中南集团由地产开发向服务行业转型作好战略铺垫。

在年初公司就组建了一支商业团队打造自己的房地产商业部分，就从南通 CBD 项目开始。南通 CBD 项目商业总面积超过 40 万平方，有一条 5 万平方的水景式的商业步行街，一个 15 万平方的超级购物中心，另外一个 5 万平方的欧洲小镇街区，再加上 10 万平方的一个地下商业城。另外公司计划在未来五年左右时间做成十个这样大型综合体项目，未来五年内可能会持有超过 100 万平米的物业，从公司网站介绍来看，在未来有可能继续介入淮安、菏泽、营口等新的城市。

明天会如何？

多年来我们对 3、4 线城市城市化进程及需求演变一直是有自己疑虑在的，特别像租金回报率、变现速度、空置率以及去化速度等多个指标观察，3、4 线城市确实存在着一定风险。在中南建设深入调研过程中，我们也交流过这样的问题。公司也确实在时刻警惕这个问题，同样这几年的城镇化，而不是城市化的国家发展战略也确实给这些问题带来一些转机。未来将何去何从，我们仍需要进一步观察。

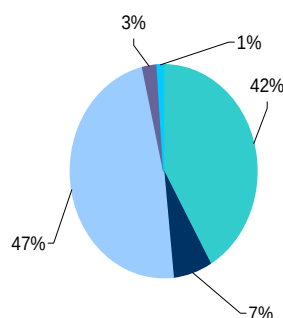
图 35：中国建筑收入结构分布



■ 房屋建筑工程 ■ 基础设施建设和投资 ■ 房地产开发与投资 ■ 设计勘察 ■ 其他

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 36：中国建筑利润结构分布



■ 房屋建筑工程 ■ 基础设施建设和投资 ■ 房地产开发与投资 ■ 设计勘察 ■ 其他

资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资该类型企业，并不意味着要忽略风险，也不宜将公司吹捧成所谓“伟大”企业；相反公司务实的企业文化、扎实的工作风格以及理性的自我定位却值得不少企业学习。而对于我们城市运营的定位，公司无疑是满意的，我们也相信这将是企业未来 10 年主要发展方向。

作为城市运营商，实际上是帮助地方政府完成城市化的一个过程。正如我们报告前面所论述的，城市运营最重要的要素就是运营土地。我们把公司定位为做三四线城市运营商是基于公司目前的优势与能力来考虑的，中国中小城市目前正处于高速的城镇化中，这样的定位将企业脱离“红海”。

过去 10 年我们看到了太多城市运营成功案例，但同时也见到了太多倒在黎明前的企业。企业资金的平衡能力将继续考验着中南及类似的城市运营商们，我们也将持续跟踪。

盈利预测与估值

EPS 预测

根据我们调研获得的信息，公司在 10 年结算的重点在海门中南世纪城，常熟中南世纪城、海南文昌森海湾等项目，地产结算综合毛利率大约为 35%左右，11 年提升至 42%，12 年将进一步提升。今年是公司地产业务毛利低点。

表 16：公司未来三年结算预计

项目名称	权益	未结算面积	10 结算价	11 结算价	12 结算价	10 年结算面积	11 年结算面积	12 年结算面积	10 年毛利率	11 年毛利率	12 年毛利率
海门中南世纪城	100%	83.48	4200	5400	6100	11	9	10.00	0.17	0.34	0.40
南通中南世纪城(CBD)	100%	83.90	7300	8000	10500	4	5	5.00	0.37	0.40	0.44
南通军山半岛	100%	26.54	6200	8600	9600	2.5	3	4.00	0.19	0.40	0.45
南通世纪花城	100%	100.00	6300	7700	9400	8	6	8.00	0.48	0.56	0.49
盐城中南世纪城	100%	280.00		5900	6500		7	8.00		0.30	0.35
镇江中南世纪城	100%	49.18	10500	9000	8000	4.5	6	7.00	0.46	0.48	0.43
常熟中南世纪城	100%	93.08	7000	8800	10200	11	10	8.5	0.23	0.37	0.44
寿光中南世纪城	100%	28.60	3500	3800	4200	4.5	6	7.00	0.20	0.24	0.29
青岛海湾新城	100%	20.61	10500	11000	12000	3	4	5.00	0.53	0.54	0.53
青岛中南世纪城	100%	181.84		6200	6500		6	7.00		0.34	0.35
海南文昌森海湾	100%	31.61	5800	7400	10500	7	5	7.00	0.56	0.64	0.56
吴江市区长板路	100%	50.18			10200			5.00			0.47
总和		1029.02				55.50	67.00	81.50			

资料来源：长江证券研究部

建筑业务方面，由于公司目前接的公建项目较多，今年预计增长 60%左右，11 年增长 15%，12 年增长 15%。由于公建项目的技术要求较高，如体育会展中心这样的项目技术含量高，毛利率相应也得到提升。预计建筑业务公司未来三年的毛利率为 16.2%。

根据这两个业务我们预计公司 10-12 年净利润为 8.20 亿、12.69 亿、16.10 亿元，对应 EPS 分布为 0.70、1.09、1.37。

表 17: 预计利润表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5684	8658	10756	13608
营业成本	4243	6557	7746	9474
毛利	1441	2101	3010	4133
营业税金及附加	308	472	678	1157
销售费用	70	87	129	163
管理费用	262	338	419	531
财务费用	61	97	105	145
营业利润	809	1093	1692	2134
利润总额	806	1093	1692	2134
所得税费用	239	273	423	534
净利润	567	820	1269	1601
归属于母公司所有者的净利润	559.8	819.9	1269.0	1600.8
少数股东损益	7	0	0	0
EPS (元/股)	0.48	0.70	1.09	1.37

资料来源：长江证券研究部

PE 估值

目前我们跟踪的主流房地产企业的目前估值情况 10 年平均 PE 为 15.66 倍, 11 年 PE 为 1.1 倍。我们在不对公司分业务估值的情况下得到中南建设对应于目前股价 11 年 PE 为 11.53 倍。

表 18: 跟踪公司 PE 估值

公司代码	公司简称	投资评级	报表日股价 (1 月 4)	EPS		PE (倍)	
				10E	11E	10E	11E
000002	万科 A	推荐	8.80	0.71	0.95	12.39	9.26
600048	保利地产	推荐	13.95	1.01	1.47	13.81	9.49
000024	招商地产	推荐	17.08	1.13	1.49	15.12	11.46
600383	金地集团	推荐	6.80	0.60	0.81	11.33	8.40
000979	中弘地产	推荐	18.51	1.43	1.51	12.94	12.26
600823	世茂股份	推荐	14.86	0.78	1.21	19.05	12.28
000926	福星股份	推荐	13.93	0.68	0.85	20.49	16.39
000961	中南建设	推荐	12.57	0.70	1.09	17.96	11.53
002133	广宇集团	谨慎推荐	6.58	0.46	0.75	14.30	8.77
600325	华发股份	谨慎推荐	10.72	1.06	1.42	10.11	7.55
000046	泛海建设	谨慎推荐	9.48	0.30	0.44	31.60	21.55
600748	上实发展	谨慎推荐	8.31	0.40	0.51	20.78	16.29
000718	苏宁环球	谨慎推荐	10.04	0.68	0.84	14.76	11.95
002244	滨江集团	谨慎推荐	12.41	0.79	1.25	15.71	9.93
600533	栖霞建设	谨慎推荐	5.19	0.42	0.56	12.36	9.27
600067	冠城大通	谨慎推荐	9.24	0.80	1.23	11.55	7.51
000667	名流置业	中性	3.13	0.18	0.39	17.39	8.03
000616	亿城股份	中性	5.32	0.52	0.68	10.23	7.82

均值

15.66

11.10

资料来源：长江证券研究部

NAV 估值

我们采取假设开发法来估计公司 NAV 价值，WACC 取 10%，得到公司每股 NAV 为 14.25 元，相对于当前股价折价 12%。目前行业平均折价水平为 17%，考虑到公司借壳上市刚不久，未曾在市场融资，另外公司未来可获取的土地资源值得期待。公司 NAV 相对低估。

表 19：中南建设 NAV 估值

名称	权益	未结算面积	净权益增加值
海门中南世纪城	100%	83.48	59384
南通中南世纪城(CBD)	100%	83.90	118734
南通军山半岛	100%	26.54	35049
南通世纪花城	100%	100.00	116957
盐城中南世纪城	100%	280.00	250441
镇江中南世纪城	100%	49.18	75813
镇江禹山北路	100%	60.39	40448
常熟中南世纪城	100%	93.08	149499
寿光中南世纪城	100%	28.60	10627
青岛海湾新城	100%	20.61	44066
青岛中南世纪城	100%	181.84	138428
海南文昌森海湾	100%	31.61	41654
海南儋州滨海新区	100%	37.00	27747
吴江市区长板路	100%	50.18	81689
合计		1121.41	1190538
净权益增加值		1190538	
2009 末净资产		473457	
NAV		1663995	
股本		116784	
每股 NAV		14.25	

资料来源：长江证券研究部

表 20：跟踪公司 NAV 平均折价

公司代码	公司简称	本期投资评级	报表日股价	NAV	P/NAV
600048	保利地产	推荐	13.95	20.44	0.68
000024	招商地产	推荐	17.08	26.98	0.63
600383	金地集团	推荐	6.80	9.19	0.74
000919	中弘地产	推荐	18.51	10.31	1.80
600823	世茂股份	推荐	14.86	18.96	0.78
000926	福星股份	推荐	13.93	15.79	0.88
000961	中南建设	推荐	12.57	14.25	0.88
002133	广宇集团	推荐	6.58	7.96	0.83
600325	华发股份	推荐	10.72	17.97	0.60
000046	泛海建设	谨慎推荐	9.48	17.97	0.53
600748	上实发展	谨慎推荐	8.31	11.90	0.70
000718	苏宁环球	谨慎推荐	10.04	10.63	0.94
002244	滨江集团	谨慎推荐	12.41	13.06	0.95
600533	栖霞建设	谨慎推荐	5.19	5.80	0.89
600067	冠城大通	谨慎推荐	9.24	15.22	0.61
000667	名流置业	中性	3.13	4.13	0.76
000616	亿城股份	中性	5.32	6.37	0.84
	均值			0.83	

资料来源：长江证券研究部

投资建议与风险提示

投资建议

考虑到公司刚刚借壳上市且未在市场再融资的情况下 NAV 仍然高达 14.25, 折价幅度与行业平均水平相差不多。且在未来公司持续拿地拓展的可能性非常大, 首次给予“推荐”评级。

风险提示

排除房地产板块系统性风险外, 我们仍然要注意公司拿地进度。要避免拿地更多而造成资金匮乏导致开发进度跟不上。避免公司变成高 PE 高 NAV 折价型的资源性公司。

附录：项目介绍

海门中南世纪城

图 37：海门中南世纪城外景图



资料来源：长江证券研究所

图 38：海门中南世纪城交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

海门中南世纪城位于海门市标志性建筑瑞江大转盘东北角，即海门市规划的未来都市居住核心——中央居住生活区（CLD）。西邻海门主干道瑞江路，北起海门河，东依民生路，目前为止，东侧的封闭式菜场已经全面动工，并已经封顶，近期也将投入使用，目前正在火热招商，近期将会对外开发，包括东侧的幼儿园，已经装修完毕，现已全面对外开放。

项目占地面积 42.3 万平方米，建筑面积 100 万平方米，2006 年 12 月开工，预计项目总投资 34 亿元，公司持有 100% 权益。位于海门·中南世纪城西南角的海门·中南世纪城四星级酒店总建筑面积 58 万平方米，是海门市东大门的地标建筑。海门中南世纪城主要以西班牙建筑风格为主，共分 3 期开发，共计 100 栋，可容纳 2 万人居住。一期主要以花园多层和小高层为主，共 36 栋。二期主要由小高层和高层组成，共计 42 栋。三期主要以滨河观景高层建筑为主，共 22 栋。目前三期在售，均价 6500 元/平米，已施工至六层左右。

海门在四季度将要交付 540 套左右，平均每套面积预计 110 平米，结算均价在 4500 左右。明年可售部分由 12 万平米左右。

南通中南世纪城(CBD)

图 39：南通中南世纪城外景图



资料来源：长江证券研究所

图 40：南通中南世纪城交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

南通中南世纪城是南通未来城市核心，北接市政府，南依体育会展中心，东临南通大学，西望狼山。是集行政、商业商务、金融、居住、教育、体育六大中心于一体的现代新城区。

南通中南世纪城占地达 60.51 万平米，建筑面积 150 万平方米。项目预计投资 100 亿元。挑高 4.7 米的 LOFT 项目于 11 月正式开盘销售，项目位于桃园路北侧的 33 号楼东塔楼，共有 300 多套房源，均价 12000 元/平米，主力面积为 60-70 平米。整栋楼包括 12 万平米的 SHOPPING MALL，是南通首家集购物、休闲、餐饮、娱乐及大型影院于一体的超大型购物中心，地下一层为 23500 平米法国欧尚超市，1-5 层为国际化的品牌组合，北京的新影联正天影院已成功入驻。SHOPPINGMALL 拟定 2011 年 10 月 1 日开业。目前项目已经结构封顶。

CBD 项目明年可售部分主要就酒店式公寓与 LOFT，预计酒店式公寓价格为 23000，LOFT 价格在 13500 左右。明年可售面积约为 5.5 万平米。

南通中南军山半岛

南通中南军山半岛位于星湖大道、瑞慈医院南侧，毗邻国家 AAAA 级狼山风景区（含军山、狼山、剑山、黄泥山、马鞍山五山及园博园、滨江公园）东为南通经济技术开发区，北邻南通中央商务区体育会展中心、南通行政中心。该地段为狼山高尚板块规划的重点区域，直面军山，南临长江，交通快捷便利。

中南军山半岛整个小区占地 22.6 万平米，建筑面积为 28 万平米。整体风格是西班牙、地中海风格，规划为山水景观重叠别墅以及少量的花园洋房，园林景观采用 18 世纪的西班牙印象派画家大师们的风格，一期雷诺瓦庭院的 160--210 平米山水错层叠墅即将上市。预计项目投资 19 亿元，目前报价花园洋房 9000 元/平米，叠加别墅 12000 元/平方米。

总共 52 号楼，目前 1-20 号楼已经全部交付，目前在卖的是 21-27 号楼，其中 23、25 号楼为洋房其余为别墅，总共 270 户，明年十月份交付。

图 41：南通中南军山半岛外景图



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

图 42：南通中南军山半岛外景图



资料来源：长江证券研究所

南通世纪花城

中南世纪花城位于南通市新城核心区，市政府东侧，北临世纪大道，南临崇川路，与南通大学相对，紧邻 CBD。

中南世纪花城总占地面积约 40.12 万平米，总建筑面积约 100 万平米，绿地率 35%，项目分三期开发。整个小区住宅建筑面积约 95.6 万平米，全部由 18-33F 的高层组成，商业配

套完善。预计项目投资 45 亿元，目前在售最低价为 9500 元/平米，已经封顶。

一期中 1、2、6 号楼上半年已经交付，3、5 楼 12 月底交付，8、9 号楼明年交付。二.11 到 23 号楼，本月将开盘 16 号与 20 号楼，均价 10000。

图 43：南通世纪花城外景图



资料来源：长江证券研究所

图 44：南通世纪花城交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

盐城中南世纪城

图 45：盐城中南世纪城外景图 A



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

图 46：盐城中南世纪城外景图 B



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

盐城中南世纪城项目集办公、商业、酒店于一体，地块处于城南新区的南部边缘，为城市未来主要发展方向区，该地块向北为已建成的新市政府等较繁荣区段，距离盐城市中心约 7 公里，位于 30 分钟城市圈内，大学城旁。东侧为串场河，西侧紧邻解放路，北临纬九路，市政交通良好，未来规划有部分市政配套，包括新政商务次中心、三甲医院、妇女活动中心、盐渎路学校、聚亨路小学等相关配套，将打造一个新兴的未来城市中心。

盐城中南世纪城项目占地面积 106.34 万平方米，总建筑面积 300 万平方米。其中规划为住宅的建筑面积为 210 万平方米，商业用途的建筑面积达 70 万平方米，规划了酒店式公寓、公寓式办公、餐饮、专业市场、ShoppingMall 等配套。预计项目投资 100 亿元。

盐城本月底开盘，预计开盘 7 万平米，销售额 4.5 亿左右。

镇江中南世纪城

镇江中南世纪城项目位于镇江市京口区东吴路 120 号，紧临焦山公园入口，属城市沿江风景

带，位临国家 AAAA 级三山风景名区。地块北面紧临象山、长江，与镇江著名景点焦山公园仅一水之隔。

“中南世纪城”项目占地面积 46.48 万平方米，总建筑面积 62.50 万平方米，容积率不高于 1.32，预计项目投资 100 亿元。物业形态丰富，一期花园洋房、多层、及少量商业，后期规划有高层、小高层。建筑密度不高于 22%，绿化率达 40%。小区规划批准总建筑面积 629526 平方米，住宅面积 591219 平方米。小区规划各类配套面积 38307 平方米，建筑结构为砖混和框架结构。小区住宅户数 5186 户，小区主出入口 5 个，汽车位共计 3702 个。其中一期、二期建筑面积共计 22.9 万平方米，项目一期分两次（08 年 10 月底、08 年 12 月底）交房。二期建筑面积为 12 万平方米，09 年年底交房。三期建筑面积 40 万平方米，从 2010 年开始三年内开发完毕。

镇江目前无房可卖，明年交付四栋多层（均价 7200）与 10 栋叠加别墅（均价 8400）。

图 47：镇江中南世纪城外景图 A



资料来源：长江证券研究所

图 48：镇江中南世纪城外景图 B



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

常熟中南世纪城

常熟中南世纪城项目位于常熟新的 CBD、CDL 双核中心，地处常熟行政文化片区；东临新世纪大道，西至泰山南路，北接常浒河，南至青墩塘路。相邻的体育中心、江苏省常熟中学、常熟市中学、昆承中学、皇冠假日酒店、沃尔玛、大润发、欧尚等超级购物中心等，区位优势得天独厚；项目交通方便，两条景观河道拥抱南北，中间天然河流贯穿其中，为打造常熟住宅第一大盘奠定了坚实基础。

常熟中南世纪城用地面积为 59.01 万平方米，总建筑面积约 99.75 万平米，公司预计项目投资 65 亿元；项目规划为高层洋房、花园洋房、联排别墅等。商业建筑面积比例 10%-12%，高层建筑面积比例控制在 60%-80%，低层住宅面积比例为 5%，项目均价 8600 元/平方米。

常熟目前分南北地块开发，北地块在开发全部为住宅。上半年 A 组团中的 1-3 号楼已交付，下半年将交付 A 组团中的 4-6 号楼，A 组团总共 6 栋楼，合计九百多套，每套平均 120 平米，6000 左右的均价。B 组团式 7-11 号楼，均价 8500，合计 900 多套，平均 130 平米每套，明年开始交付。C 组团为 12-17 号楼，目前开了 12 与 15 号楼，售罄，均价 9300.，共 450 户，每户平均 130 平米，12 年交付。D 组团为别墅区，19 与 20 号为高层，已售完，均价 12500，共 137 套，每套平均 160 平米，12 年 8 月交付。常熟明年可售货源大约有 15 亿。

图 49：常熟世纪花城外景图



资料来源：长江证券研究所

图 50：常熟世纪花城交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

寿光中南世纪城

寿光中南世纪城项目位于圣城街 17 号，是寿光未来新城的中心。寿光中南世纪城居住小区占地面积约 11.5 万平方米，建筑面积 28.6 万平米，预计项目总投资 9 亿元。项目分三期开发，由 13 栋高层住宅楼组成。容积率为 2.4，绿化率为 42%。总户数 2436 户。计划项目投资 9 亿元，预计售价为 3500 元/平方米。

寿光明年可售货源大约有 9 万平米，预计销售额接近 4 亿。

图 51：寿光世纪花城外景图



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

图 52：寿光世纪花城交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

青岛中南海湾新城

青岛中南海湾新城项目位于青岛开发区 CBD 核心区，中南海湾新城项目北临珠江路，西向井冈山路，东朝武夷山路，南接唐岛湾。此区域为开发区的经济、政治、商务中心，与周边商业配套形成了“三分钟便利生活圈”。

中南海湾新城占地面积 9.82 万平方米，总建筑面积约 27 万平方米，由 10 栋设计现代的高层组成，预计项目投资 17.5 亿元。项目分为 A、B 两个版块来开发建设，A 地块规划为商业办公部分，B 地块主要为住宅。住宅部分总建筑面积为 12.5 万平方米，由 8 栋高层住宅组成，当前均价 16000 元/平方米。

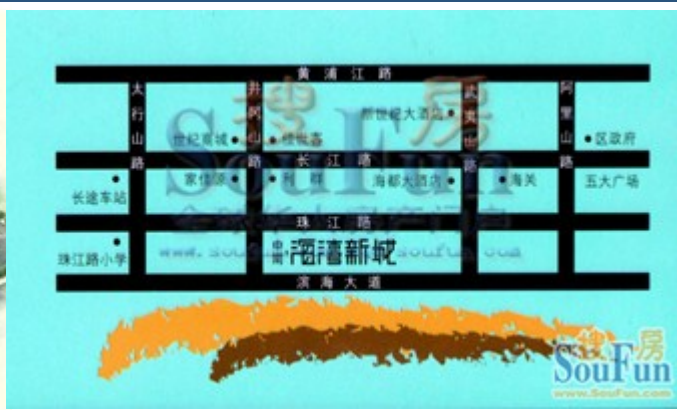
青岛中南海湾新城预计明年可售货源为 3 个亿左右。

图 53：青岛中南海湾新城外景图



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

图 54：青岛中南海湾新城交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

青岛中南世纪城

青岛中南世纪城位于青岛李沧区，东枕崂山，西邻胶州湾，南接四方区、崂山区，北与城阳区别接壤，环境优越，交通便捷。小区内住宅户型以板楼为主，高层和小高层高低结合。住宅内紧外松围合形成每个组团内部的大花园。

青岛中南世纪城占地面积 73.57 万平方米，总建筑面积约 181.84 万平方米，预计项目总投资 90 亿元。项目规划建设 50 万平方米的商业及配套，130 万平方米的住宅，是可容纳 2 万户、5 万人居住的大型社区。预计明年 1 月开盘。

预计明年可售货源超过十万平米，销售金额在 7-8 亿元。

图 55：青岛中南世纪城外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

图 56：青岛中南世纪城交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究所

海南文昌森海湾

海南文昌森海湾位于海南省十大滨海旅游风景区之一的高隆湾，北靠疏港大道，东临旅游大道，高隆湾路从小区的中间穿过，南面就是高隆湾，属于一线海景地。距文城镇约 15 公里，距高隆湾海滩不到 50 米，与文昌著名的旅游风景区——东郊椰林仅 10 分钟，离文昌市政府仅 2 公里。高隆湾被定位为热带海滨休闲度假旅游胜地，文昌市政府、市公安局已进驻清澜镇，从规划来看，该项目将是文昌的政治和旅游度假中心。

青岛中南世纪城占地面积 27.08 万平方米，总建筑面积约 40 万平方米，预计项目总投资 15 亿元。项目类别包括：高层、小高层、多层、别墅等。预计销售均价为 9500 元/平方米。

文昌森海湾明年预计销售金额 5 个亿，可售面积 4-5 万平米。

图 57：海南文昌森海湾外景图 A



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

图 58：海南文昌森海湾外景图 B



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

海南儋州滨海新城

儋州滨海新城位于海南儋州滨海新区，地处琼岛西海岸，与洋浦隔海相望，交通方便。公司目前已拿到 800 亩商住用地，总价格在 3.6 亿。目前这周围房价约为 5500。

根据公司网站公告，未来中南建设计划出资 100 亿元对滨海新区第二组团万亩土地进行成片开发，规划总建设面积 500 万平方米。目前中南已经拍得其中地块 53.33 万平方米。

图 59：海南儋州滨海新城外景图 A



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

图 60：海南儋州滨海新城外景图 B



资料来源：中南建设官方网站，长江证券研究所

根据协议，中南建设将投资建设合作区域城市基础设施建设工作，使开发区域达到道路供水、排水、供电、通信、有线电视、场地平整等“七通一平”。随后建设区域基础设施和城市公共配套设施项目。

吴江市区长板路项目

吴江市区长板路项目有两个地块，分别位于吴江市区长板路南北两侧。北侧地块占地面积 14.01 万平方米，规划建筑面积为 40.63 万平方米，南侧地块占地面积 7.96 万平方米，规划建筑面积为 9.55 万平方米，项目主要为商品住宅。预计开盘时间为 2011 年 1 至 2 月。销售均价 1 万元左右，预计明年销售额为 4 亿。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5684	8658	10756	13608	货币资金	1960	2303	2205	2231
营业成本	4243	6557	7746	9474	交易性金融资产	3	3	3	3
毛利	1441	2101	3010	4133	应收账款	4563	7167	8973	11408
% 营业收入	25.4%	24.3%	28.0%	30.4%	存货	8628	9169	11619	14813
营业税金及附加	308	472	678	1157	预付账款	524	852	990	1164
% 营业收入	5.4%	5.5%	6.3%	8.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	70	87	129	163	流动资产合计	15678	19494	23790	29619
% 营业收入	1.2%	1.0%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	262	338	419	531	持有至到期投资	90	90	90	90
% 营业收入	4.6%	3.9%	3.9%	3.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	61	97	105	145	投资性房地产	47	47	47	47
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	固定资产合计	701	894	988	1090
资产减值损失	-64	18	-10	7	无形资产	5	4	4	4
公允价值变动收益	2	0	0	0	商誉	4	4	4	4
投资收益	3	4	4	4	递延所得税资产	126	4	0	2
营业利润	809	1093	1692	2134	其他非流动资产	491	491	491	491
% 营业收入	14.2%	12.6%	15.7%	15.7%	资产总计	17141	21029	25414	31346
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	1423	0	0	0
利润总额	806	1093	1692	2134	应付款项	2122	3305	3839	4518
% 营业收入	14.2%	12.6%	15.7%	15.7%	预收账款	5102	7792	9680	12247
所得税费用	239	273	423	534	应付职工薪酬	362	183	212	250
净利润	567	820	1269	1601	应交税费	855	1118	1651	2535
归属于母公司所有者					其他流动负债	1230	1888	2209	2613
的净利润	559.8	819.9	1269.0	1600.8	流动负债合计	11094	14285	17591	22163
少数股东损益	7	0	0	0	长期借款	2055	2055	2055	2055
EPS（元/股）	0.48	0.70	1.09	1.37	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	139	2269	401	644	负债合计	13149	16340	19646	24218
取得投资收益	3	4	4	4	归属于母公司	3874	4571	5650	7010
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	2	0	0	0	少数股东权益	117	117	117	117
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3992	4689	5767	7128
固定资产投资	-33	-287	-208	-236	负债及股东权益	17141	21029	25414	31346
其他	260	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	229	-283	-204	-232		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.479	0.702	1.087	1.371
股权融资	2	0	0	0	BVPS	4.98	5.87	4.84	6.00
银行贷款增加（减少）	1265	-1423	0	0	PE	21.61	14.76	9.53	7.56
筹资成本	197	-220	-295	-385	PEG	0.52	0.35	0.23	0.18
其他	-399	0	0	0	PB	2.08	1.76	2.14	1.73
筹资活动现金流净额	1064	-1643	-295	-385	EV/EBITDA	14.29	9.23	6.25	4.94
现金净流量	1431	343	-98	26	ROE	14.4%	17.9%	22.5%	22.8%

资料来源：长江证券研究所

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。