



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖

证券研究报告

2011年3月8日

房地产

研究部

宁静鞭

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210080001
ningjb@cicc.com.cn

白宏伟

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010016
baihw@cicc.com.cn

推荐

中南建设 (000961.SZ)

三线崛起, 建筑、地产共腾飞

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,475	4,629	5,684	8,562	10,500	13,783
(+/-)	25%	33%	23%	50.6%	22.6%	31%
营业利润	43	618	806	1,083	1,555	2,312
(+/-)	31%	1334%	30%	34%	43.6%	49%
净利润	26	487	560	784	1,120	1,664
(+/-)	9%	1801%	15%	40.0%	42.9%	49%
每股盈利(元)	0.02	0.42	0.48	0.67	0.96	1.43
(+/-)	9%	1801%	15%	40%	42.9%	48.6%
市盈率	514.0	27.0	23.5	16.8	11.8	7.9
市净率	11.3	4.2	3.3	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	184.1	25.1	17.6	15.3	11.0	7.0
净资产收益率	2.2%	16.2%	14.4%	16.8%	19.4%	22.4%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%

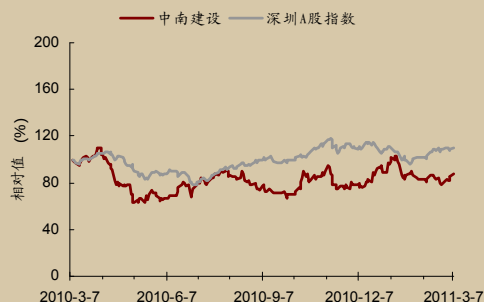
股票信息

	A股
当前股价	人民币11.27
股票代码	000961.CH
日成交量(百万股)	24.79
52周最高价/最低价	人民币14.53/7.807
发行股数(百万股)	1,168
其中:流通股(百万股)	316
总市值(百万元)	13,162
主要股东(持股比例)	中南房地产业有限公司 (72.51%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
000961.CH	+7.33	+5.43	+10.49	-1.40
CICC Index	+1.72	n.a.	+4.71	+5.46
Real Estate	+3.63	n.a.	+5.75	+7.01

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

首次覆盖予以“推荐”评级:

我们测算公司 2010 年及 2011 年 NAV 值分别为 14.78 元/股和 17.85 元/股。目前股价较 2011 年底 NAV 折让 37%; 对应 2011、2012 年市盈率 11.8 倍及 7.9 倍。我们首次覆盖予以“推荐”评级, 理由在于: 1) 立足三、四线城市发展, 市场需求旺盛, 政策影响小, 增长潜力大; 2) 建筑+地产模式, 土地成本低, 风险小; 3) 加快周转, 未来两年盈利复合增长 46%。短期催化剂是近期销售业绩超预期以及大量低价土地拓展。

投资要点:

1) 布局需求旺盛的三、四线城市, 受政策影响小: 公司盯住三、四线城市发展, 自 2005 年以来已经进入 11 个城市 14 个项目。所进入的城市人口规模一般为 30-100 万, 人均 GDP 在 30000 元~50000 元、城市化率在 50%左右, 分布在江苏沿海地带以及长三角、环渤海经济圈, 我们认为三线城市需求有经济基本面支撑, 且受益于城市化进程以及一二线城市限购带来的需求溢出, 增长潜力大。

2) 建筑+地产模式, 土地成本低, 风险小: 公司收入贡献主要来自于建筑和地产两块业务。**建筑提供安全边际,** 我们预期建筑业务毛利率将维持在行业高位, 建筑业务利润 2009~2012 年实现复合增长率 24%, 贡献业绩每股 0.16~0.20 元。**地产带来高弹性,** 公司土地储备达到 1132 万平米, 平均项目规模 80 万方, 大盘开发使得公司能在中长期享受地块土地增值收益, NAV 估值对房价弹性高; 同时公司探索出“公建工程施工置换土地资源”、一二级联动等拿地模式确保了**土地低成本**, 平均土地成本仅 1403 元/平米, 且拿地一次锁定地价, 分批缴付土地出让金, 资金压力小。

3) 加快周转, 未来两年盈利复合增长 46%: 我们预计公司 2010 年主营业务收入增长 51%至 85.6 亿元, 净利润增长 40%至 7.84 亿元, 对应每股 0.67 元。我们预计公司 2010 年底已售未结资源将达到约 60 亿元, 占 2011 年及 2012 年地产业务收入预测的 47%, 随着未来竣工周转加快, 预期 2011~2012 年实现每股盈利 0.96 元及 1.43 元, 2010~2012 年盈利复合增长率为 46%。

风险提示

房地产销售因调控政策大幅下滑, 导致大盘去化难; 大批量拿地带来的资金流压力。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

投资亮点：建筑起家，立足三、四线.....	4
区域龙头，建筑+地产双轮驱动	4
建筑业：行业龙头，稳步成长	4
房地产：立足三、四线，大盘开发尽享土地红利	5
高协同：建筑到地产，一、二级联动	10
土地储备：1132 万平米，单方成本 1403 元	12
财务预测：可售资源丰富，业绩高增长	14
2011 年可售资源超百万方，11-12 年高成长，	14
估值及投资建议：“推荐”评级	15
10 年、11 年 NAV 为 14.78 元/股及 17.85/股	15
三线城市风险可控	17
首次覆盖予以“推荐”评级	18
风险	19
附录 1：公司简介	20
附录 2：中南建设主要项目一览	21

图表

图表 1：公司 2008~2009 年收入/税前营业利润按业务分拆	4
图表 2：公司 2010~2012 年建筑业务将稳定成长	5
图表 3：公司建筑业务利润率处于行业高端	5
图表 4：中南建设项目资源分布	6
图表 5：销售及管理费用率合计比较	6
图表 6：公司进入城市具备较好经济基本面支撑	7
图表 7：各级城市新建商品住房交易量预测——2010-2050 年交易量（万平方米）	7
图表 8：公司在海门优势突出，排名海门所有在售楼盘第一	8
图表 9：公司在南通、常熟市场占有率都在 15% 左右（2010 年数据）	8
图表 10：公司房地产业务毛利率处于行业高端	8
图表 11：公司大盘项目一览	9
图表 12：公司重点项目价格走势	9
图表 13：公司大盘尚处于初步开发阶段，未来前景可期	9
图表 14：公司大盘项目带来 NAV 估值对售价的高弹性	10
图表 15：项目分批使得公司地款支付压力更为平滑（2009 年注入时未获土地证情况）	10
图表 16：公司一级开发项目一览	11
图表 17：儋州地块与周边地块成交价格对比	11
图表 18：中南建设分城市土地储备	12
图表 19：中南建设 2009/2010 年拿地与历史比较	12
图表 20：上市地产公司平均土地成本占售价比	13
图表 21：公司各地区土地成本及占售价比	13
图表 22：公司主营业务收入及利润预测	14
图表 23：资产值（Gross Asset Value）占比分解	15
图表 24：NAV 计算主要假设	15
图表 25：项目收入分解	16
图表 26：NAV 拆分	17
图表 27：NAV 对三线城市房价变动的敏感性分析	18
图表 28：中南集团借壳大连金牛上市路径图	20
图表 29：公司控股权	20
图表 30：海门中南世纪城规划及实景图	21
图表 31：南通中南世纪城(CBD)项目效果图	22
图表 32：南通中南世纪城(CBD)项目实景图	22
图表 33：南通世纪花城位置及规划图	23

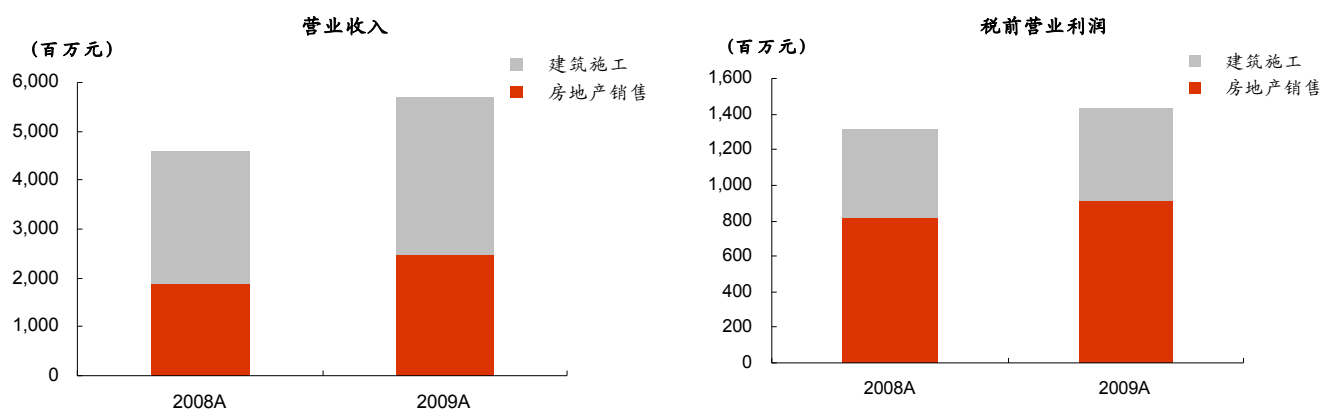
图表 34: 南通世纪花城实景图.....	23
图表 35: 盐城中南世纪城规划图	24
图表 36: 青岛中南世纪城位置图	24
图表 37: 青岛中南世纪城规划图	25
图表 38: 常熟中南世纪城规划及效果图	25
图表 39: 历史及预测的财务数据	26
图表 40: 可比公司估值	27
图表 41: 历史 PE 和 PB	28

投资亮点：建筑起家，立足三、四线

区域龙头，建筑+地产双轮驱动

业务结构为建筑+地产：公司业务主要是房地产开发与销售及建筑总承包两块，分别来自于旗下控股的南通建筑工程总承包公司以及全资拥有的 10 家房地产项目公司。2009 年，房地产开发和建筑总承包分别占公司营业收入 44% 和 56%。建筑业务收入主要由来自于南通总承包公司，该公司曾相继获得“江苏省建筑业最佳企业”、“江苏省建筑业企业综合实力第一名”、“建筑业工程质量优质奖”等荣誉，建筑总承包年平均施工面积超过 600 万平米；而房地产业务主要为住宅地产开发，年开发面积达 200 万平方米，业务遍及青岛、寿光、南京、南通、盐城、镇江、常熟、海门、文昌等地，运作方式以土地整体捆绑打包为主，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。

图表 1：公司 2008~2009 年收入/税前营业利润按业务分拆



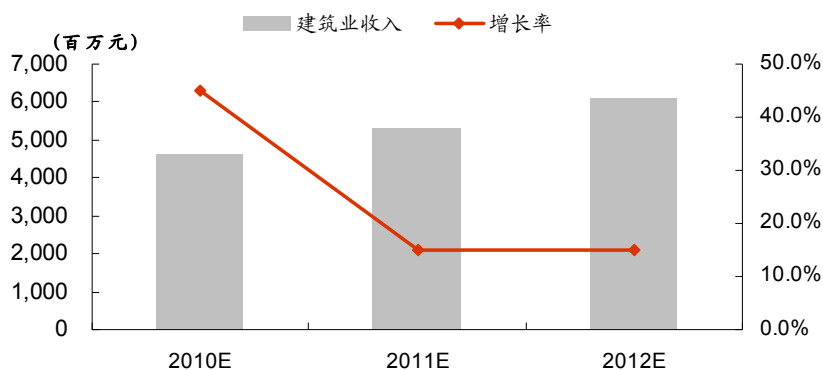
资料来源：公司数据，中金公司研究部

建筑业：行业龙头，稳步成长

建筑总包稳步成长

预期 2009 年~2012 年建筑总包业务年均复合增长 24%：建筑业务是公司的基础产业，南通总承包具有国家建筑工程总承包特级资质，经过 20 年的发展，在项目进度、质量、成本控制、现场形象等方面，均处于同行领先水平，通过承接高、大、难工程，形成了“大市场、大业主、大项目”的核心竞争力。2009 年建筑施工业务全年实现收入 40.73 亿元（内部关联交易抵消后 31.97 亿元），同比增长 17.60%；2010 年公司建筑业务新签合约量约 130 亿，同比增速超过 50%，将有效保证未来两到三年的高成长，我们预期公司 2010 年~2012 年建筑业务将实现收入 46.4 亿元、53.3 亿元及 61.3 亿元，同比分别增长 45%，15%及 15%。

图表 2：公司 2010~2012 年建筑业务将稳定成长

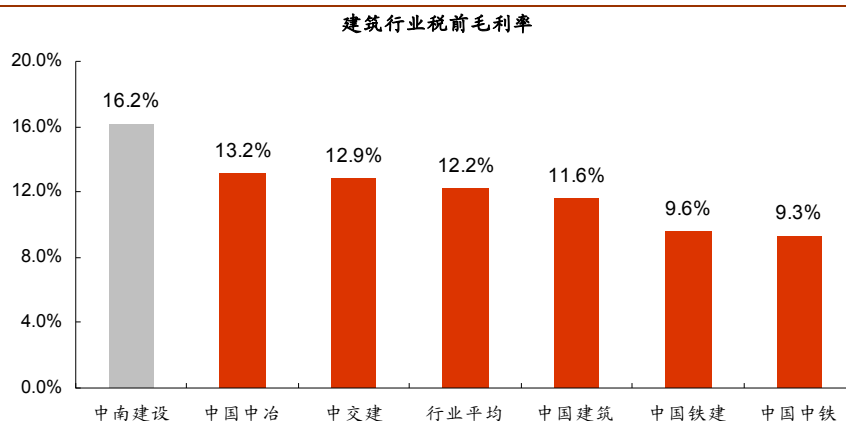


资料来源：中金公司研究部

利润率远高于行业平均

公司建筑业务另一亮点在于高利润率，公司近年大量承接施工技术要求高的公建工程，使得毛利率稳定处于行业较高水平，2009 年及 2010 年中期，公司建筑业务的营业税金前毛利率分别为 16.19% 及 16.16%，较 A 股主要建筑公司的平均毛利率水平高出约 3.5 个百分点。而南通总承包公司 2009 年全年也实现净利润 1.63 亿元，以合并收入 40.73 亿元（包括内部关联交易）来看，净利润率达到了 4.0%，也处于建筑行业高端。

图表 3：公司建筑业务利润率处于行业高端



资料来源：公司公告，中金公司研究部

房地产：立足三、四线，大盘开发尽享土地红利

“一线两圈”布局，二三线城市发展

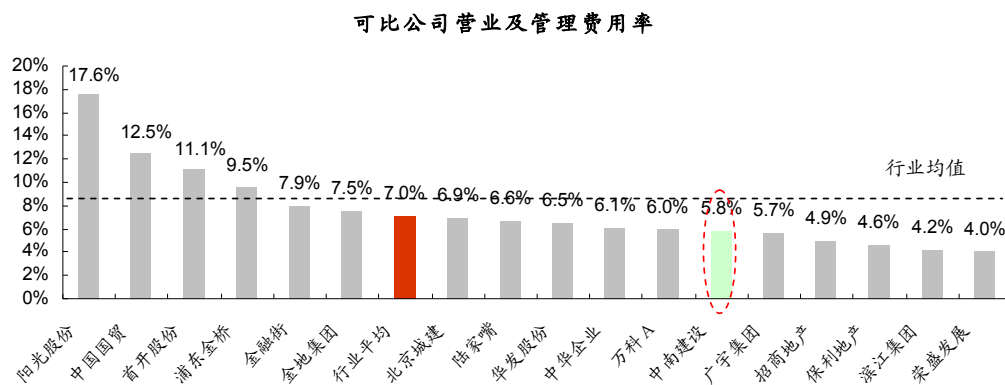
“一线两圈”布局，管理半径相对小，管控成本低：公司房地产业务战略布局概括起来就是“一线两圈”，进入的主要城市围绕江苏沿海经济带和两个中国主要经济圈长江三角洲、环渤海经济圈。开发业务中 49% 的土地储备集中在长江三角洲，距离总部南通 1~2 小时车程，管理半径小，有利于强化公司的区域龙头地位并减少公司的管理成本。2009 年公司销售费用率加上管理费用率之和仅为 5.8%，低于行业均值约 1.2 个百分点，即使考虑到建筑业务较低的管理费用率影响，公司房地产业务实际费用率也处于行业低端。

图表4：中南建设项目资源分布



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表5：销售及管理费用率合计比较



资料来源：公司数据，Wind，中金公司研究部

盯住三、四线，市场风险相对小：公司目前已经进入青岛、寿光、南京、南通、盐城、镇江、常熟、海门、文昌等11个城市14个项目，所进入的三、四线城市GDP均排名当地省市前列，人均可支配收入高。我们对2011年全国量判断是销售面积下降10%，销售额下降15%，限购将带来其中一线城市约下降1/3，二线城市约下降1/4，但三线城市会受益于城市化进程以及一二线城市限购带来的需求溢出而保持自然增长，对比来看，公司盯住的三、四线城市受政策干扰少，基本面相对有支撑，市场风险相对较小。

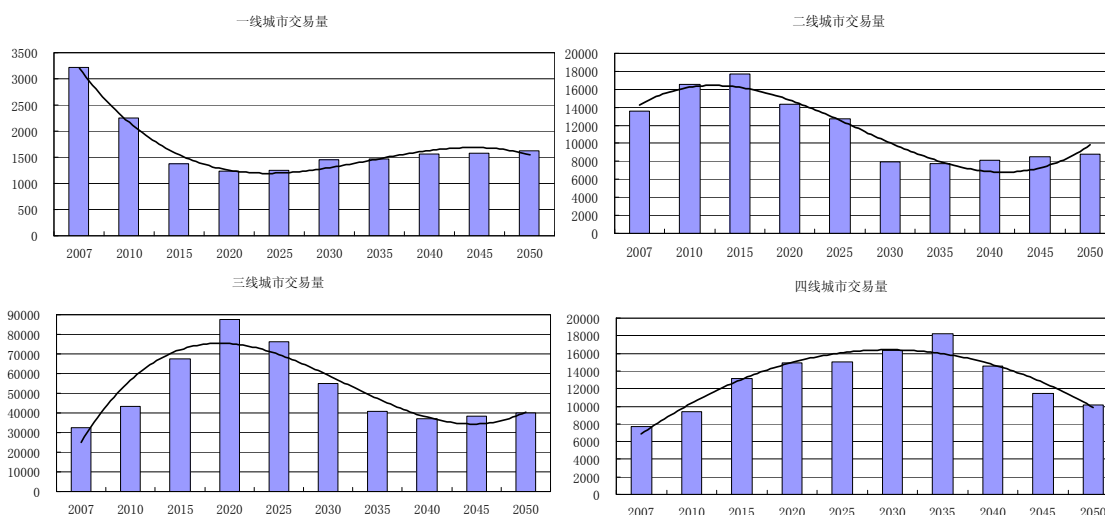
图表 6: 公司进入城市具备较好经济基本面支撑

分类	城市	GDP (十亿)	人均GDP (元)	人口 (千人)	房地产投资 (百万)	人均可支配收入 (元)	省内排名
江苏地级市	南通	287	40,231	7,627	17,268	21,001	4
	盐城	192	25,553	8,124	10,902	17,664	7
	苏州	774	106,863	6,333	72,434	26,320	1
山东地级市	镇江	167	54,732	2,699	9,703	20,949	9
	青岛	489	52,677	7,629	45,948	22,368	1
分类	城市	GDP (十亿)	人均GDP (元)	人口 (千人)	房地产投资 (百万)	人均可支配收入 (元)	下辖县排名
潍坊下辖县	寿光	40	37,931	1,030	n.a	n.a	1
南通下辖县	海门	38	41,708	1,000	n.a	n.a	2
苏州下辖县	常熟	115	79,203	1,070	n.a	n.a	3

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

中长期更为看好三线城市交易量爆发, 区域龙头有望显著受益: 根据我们《中国房地产未来四十年》报告, 我们预测, 二线城市的交易量目前已处于高位, 未来 5 年有小幅增长空间, 2015 年达到年均 1.8 亿平方米高峰, 此后市场将逐步回落; 而未来 10 年三线城市交易量潜力巨大, 2020 年将翻倍至年均 9 亿平方米, 2035 年后市场销售量将稳定于 4 亿平方米; 而四线城市交易量也有较大增长空间, 2015-2040 年间市场均在高位运行, 高峰可能出现在 2030-2035 年, 年均交易量 1.6-1.8 亿平方米。因此, 我们在中长期更看好三线城市交易量爆发, 公司作为扎根三、四线城市的区域龙头, 有望长期受益, 实现销售额快速增长。

图表 7: 各级城市新建商品住房交易量预测——2010-2050 年交易量 (万平方米)



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

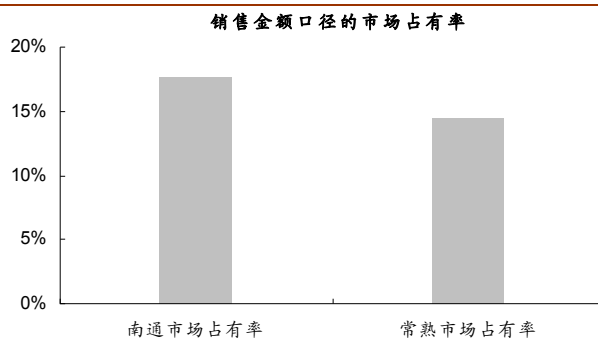
当地市场占有率高, 品牌认知度强, 有效保证高毛利率: 由于公司主要盯住三线城市发展, 而该部分市场上一般都以本地开发商为主, 竞争激烈程度远不如一线城市, 因此公司在海门、南通、常熟等地市场占有率都达到了 15% 左右, 在江苏省树立了较高的品牌认知度, 排名“江苏省房地产 20 强企业”第五名, 主打品牌“中南世纪城”成为了江苏沿海地区知名品牌。较高的市场占有率以及品牌认知度也带来公司相应的销售溢价, 公司税金前毛利率一直稳定在 35% 以上, 高于行业的平均水平。

图表 8: 公司在海门优势突出，排名海门所有在售楼盘第一

排名	项目名称	所在区域	累计成交建筑面积 (平方米)	累计成交金额(亿 元)	成交均价(元 /平方米)
1	海门中南世纪城	主城区	425984	20.94	4,915
2	贵都之星	主城区	177345	7.52	4,238
3	海门中南世纪城一期	主城区	132250	5.40	4,084
4	运杰龙馨园	主城区	87766	5.27	5,999
5	运杰·龙馨园	主城区	65458	4.24	6,478
6	源东住宅小区	主城区	107585	3.94	3,662
7	国际花园	主城区	86115	3.85	4,477
8	海门理想城(一期)	主城区	75146	3.09	4,116
9	博士花园住宅楼	主城区	61797	2.93	4,734
10	海门名人苑	主城区	65285	2.50	3,826

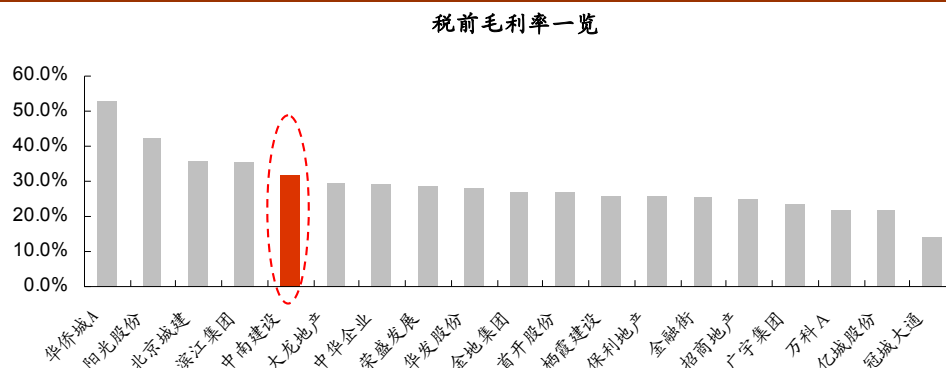
资料来源：公司公告，海门房地产信息网，中金公司研究部

图表 9: 公司在南通、常熟市场占有率都在 15% 左右 (2010 年数据)



资料来源：南通房地产信息网、常熟房地产信息网，中金公司研究部

图表 10: 公司房地产业务毛利率处于行业高端



资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

大盘开发尽享土地红利

大盘运作是公司房地产业务主要特色：公司以大盘开发为特色，平均项目规模 80 万方，目前在运作的 100 万方以上大盘开发项目有 6 个，占到总体 14 个项目的一半左右，具体包括南通 CBD 项目（总建面约 150 万平方米）、南通世纪花城（总建面 100 万平方米）、海门中南世纪城（总建面约 100 万平方米）、常熟中南世纪城（总建面约 131 万平方米）、盐城中南世纪城（总建面 260 万平方米）、青岛海湾新城（总建面 181 万平方米）。

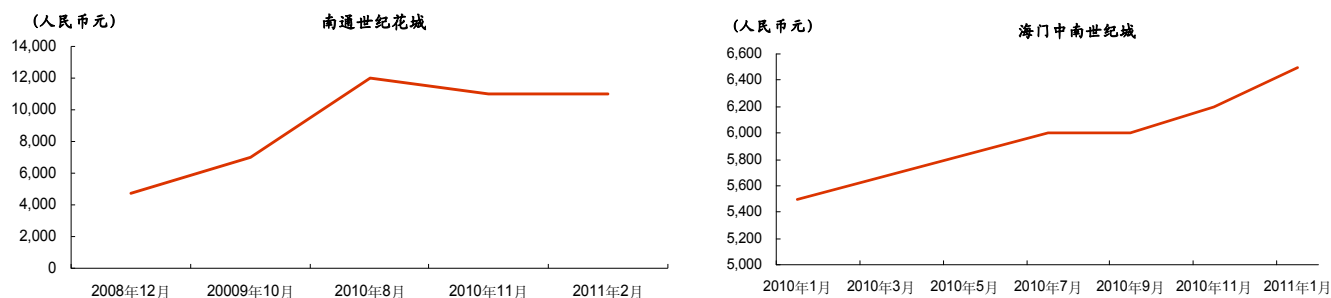
图表 11: 公司大盘项目一览

项目	总建筑面积 (平方米)	剩余可结算面积 (平方米)	剩余可结算面积占公司土地储备比例	土地单价 (元/平方米)
南通中南世纪城 (CBD)	1,500,000	755,640	7%	1,452
南通世纪花城	1,000,000	1,000,000	9%	400
盐城中南世纪城	2,600,000	2,600,000	23%	1,067
常熟中南世纪城	1,311,953	930,778	8%	2,990
海门中南世纪城	1,000,000	834,813	7%	756
青岛中南世纪城	1,818,400	1,818,400	16%	1,556
小计	9,230,353	7,939,631	70%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

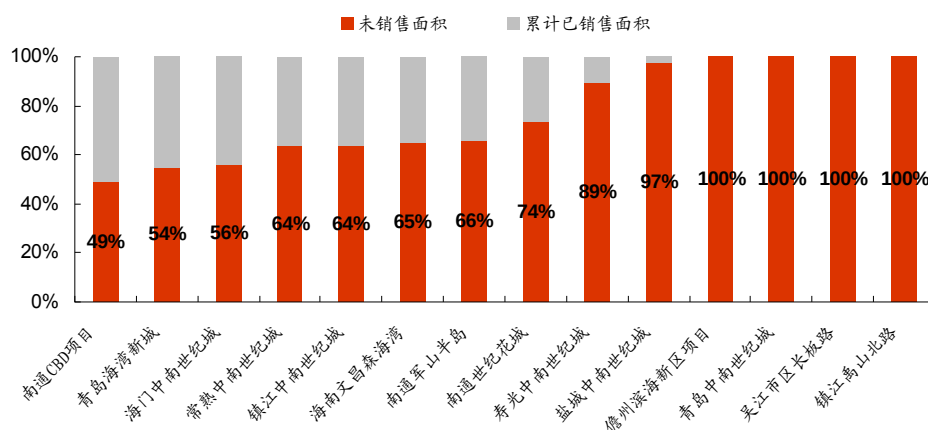
有利于分享土地红利，带来更高估值弹性：经营层面，大盘开发便于整体规划，整合资源，减少开发成本和相关税费支付，有利于项目品牌整体提升；同时就我们经验来看，大盘项目通常都会提前一次性锁定土地成本，随着房价/周边地价的逐步上扬，单个项目毛利率基本上都能从期初的 20%~30% 上升到 40% 以上。大规模体量开发、长周期运营将使得公司能在中长期享受地块土地增值收益，单个项目利润率将稳步提升；同时公司大盘项目多数在开发初期阶段，毛利率偏低，对房价上涨更为敏感，带来相应的 NAV 高弹性。

图表 12: 公司重点项目价格走势



资料来源：公司公告，搜房网，中金公司研究部

图表 13: 公司大盘尚处于初步开发阶段，未来前景可期



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：公司大盘项目带来 NAV 估值对售价的高弹性

项目平均价格(元/平方米)	6,545	6,909	7,272	7,636	7,999
价格年变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
2011E净资产值(元)	20.94	22.27	23.60	24.93	26.26
其中：大盘净资产值(元)	9.91	10.80	11.69	12.57	13.46
净资产值变动	-11.3%	-5.6%	0.0%	5.6%	11.3%
大盘净资产值变动	-15.2%	-7.6%	0.0%	7.6%	15.2%
未来价格年均涨幅假设	0%	3%	5%	7%	10%
2011E净资产值(元)	20.36	22.25	23.60	25.02	27.30
其中：大盘净资产值(元)	9.47	10.76	11.69	12.66	14.23
净资产值变动	-13.7%	-5.7%	0.0%	6.0%	15.7%
大盘净资产值变动	-19.0%	-7.9%	0.0%	8.4%	21.8%

资料来源：中金公司研究部

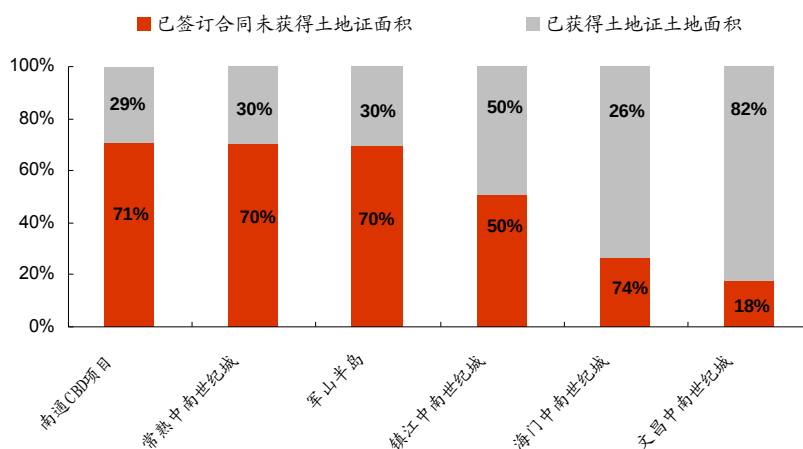
高协同：建筑到地产，一、二级联动

建筑实力+打包拿地保证房地产业务快速扩张

建筑+标准化支撑快速复制扩张：公司所辖南通总承包公司在项目进度、质量、成本控制、现场形象等方面，均处于同行领先水平，依托其雄厚的施工管理实力，房地产公司具备了当年拿地、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，而房地产项目每平方米综合成本较行业平均水平低 5%，建安成本低 8%。同时在项目层面，公司楼盘多数采用西班牙风格，建筑外观、户型设计等方面更注重标准化复制，也有效的降低了异地拓张成本。

“公建工程施工+房地产开发”相结合，拿地成本低、资金压力小：自 2005 年参与南通市 CBD 新城建设获得还建土地开始，公司探索出“公建工程施工+房地产开发”相结合的打包拿地模式。我们看到，由于公司主要定位在三、四线城市市场，而该类城市的市政工程建设资金相对缺乏，以建筑垫资+结算还地模式能够充分体现公司建筑+地产双主业并行的优势，一方面南通总承包公司依托建筑实力承接难度高、体量大的高利润率政府公建项目，同时给房地产公司带来大量优质低价土地资源，避免了招拍挂拿地时首付 50%，两年内付清土地款的资金压力，分批分阶段付款获得土地证使得公司资金压力较其他公司更小。

图表 15：项目分批使得公司地款支付压力更为平滑（2009 年注入时未获土地证情况）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

逐步进入一、二级联动拿地

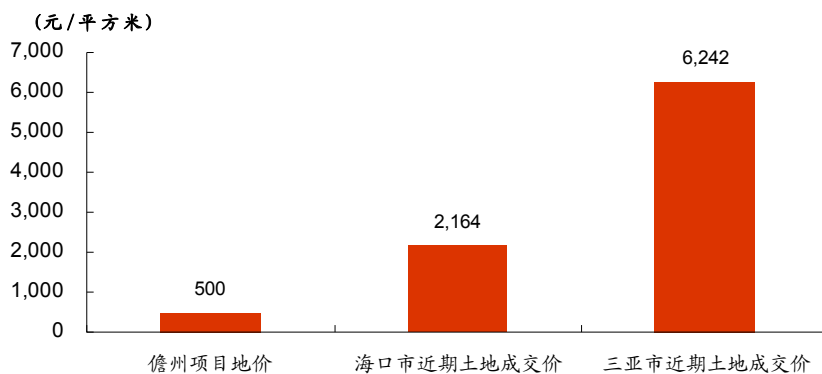
逐步进入一、二级联动拿地：自公司借壳上市后，2009 年 8 月公司参与到海南儋州合作，对儋州白马井滨海新区 12000 亩土地进行成片开发，随后在 2010 年 2 月参与海门圩角河两侧 6077 亩土地的一级开发。由于公司参与的一级开发，都存在收储出让时净收益较高比例分成机制，相当于公司在二级市场拿一级开发地存在资金杠杆，因而面临的拍地竞争要比其他非一级开发地块弱，低价获得土地的可能性也更高。随着 2010 年底，公司以 45 万/亩的低价获得 800 亩儋州土地，我们看到公司开始一、二级联动拿地可能性正在逐步提高，未来一、二级联动拿地将成为公司另一低价、大批量拿地的重要模式，从而维持自身土地储备的快速扩张。

图表 16：公司一级开发项目一览

时间	中标项目	合约内容	分成机制
20110125	中标四川南充清泉坝土地整治项目	根据合同约定，项目区土地出让计划分3年进行，起始出让时间为土地整治项目工程形象进度有一定规模并且达到可以出让的条件时方可出让。清泉坝土地整治项目土地总面积约3000亩，整治后除去市政设施、公共设施、绿化及行政办公、道路等用地，实际可拍卖出让商住用地约1500亩。	土地整治收益按净收益分配方式进行；若投资企业回报未达到15%，政府按企业实际到位投资总额（不含滚动投入）的15%予以保底。土地出让单价在251万~300万/亩时，公司获得净收益20%；301~350万/亩时，获得15%净收益；351~400万/亩获得10%。
20100223	中标海门圩角河两侧开发	土地成片开发工作持续时间约四年，2010 年将对外公开出让完成成片土地开发中的约200 亩土地，之后每年约公开出让350 亩，共分四年出让完毕。一期成片开发项目总用地面积约2786亩，其中开发净用地1350 亩。	①以基价成交的，海门市人民政府不另行支付项目公司的投资回报。以高于基价成交的，海门市人民政府按如下超额累进制方法支付项目公司的投资回报： ②成交价未超过基价50%（含50%）的部分，海门市人民政府按超过部分70%支付项目公司投资回报； ③成交价超过基价50%，未超过基价100%（含100%）的部分，海门市人民政府按超过部分60%支付项目公司投资回报； ④成交价超过基价100%的部分，海门市人民政府按超过部分40%支付项目公司投资回报。
20090824	海南儋州滨海新区土地成片开发合作框架协议	约4500 亩土地进行成片开发，持续时间不超过8 年，最迟不超过10 年，原则上4 年完成整个项目基础设施建设。海南省目前征地、拆迁、安置费、耕地补偿费四项费用标准合计约8.8 万元/亩。	儋州市人民政府将按照“招拍挂”程序进行出让，土地成片开发收益（土地出让收入扣除土地成片开发成本），儋州市人民政府与本公司各占开发收益的30%与70%。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 17：儋州地块与周边地块成交价格对比

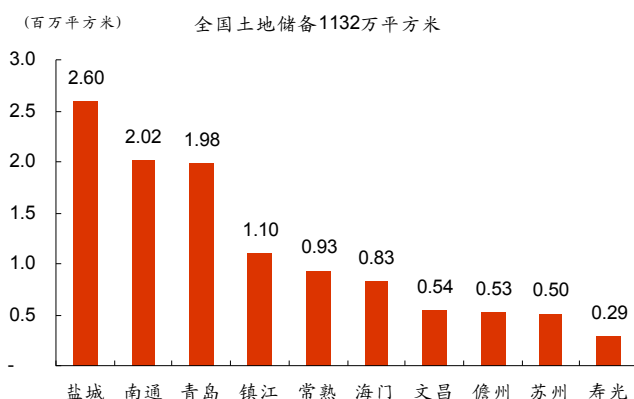


资料来源：CRIC，中金公司研究部

土地储备:1132 万平方米，单方成本 1403 元

公司现有土地储备 1132 万平方米，可供公司未来 4~5 年发展：公司现有的 14 个项目储备主要分布在 11 个城市，建筑面积共计 1132 万平方米（权益建面：1132 万平方米），其中住宅开发储备约 1022 万平方米，商业项目约 110 万平方米（主要是南通 CBD 项目及江苏盐城项目规划的商业部分）。分区域来看，公司储备主要集中在南通，南通以及附属县级市海门储备达到 202 万平方米以及 83.5 万平方米，分别占到总储备的 18%以及 7%，其次是盐城、青岛、镇江和常熟，分别为 260 万平方米、198 万平方米、110 万平方米及 93 万平方米，占比 23%、18%、10%和 8%。以公司 200 万方左右的开发量计算，现有土地资源能够支撑公司未来 4~5 年发展。

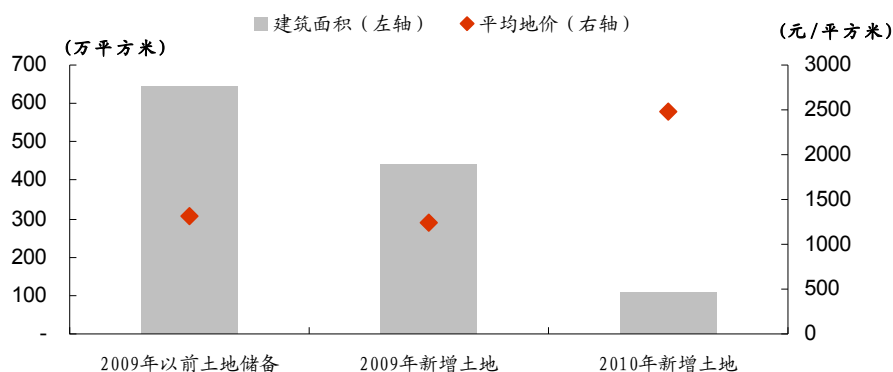
图表 18：中南建设分城市土地储备



资料来源：公司数据，中金公司研究部

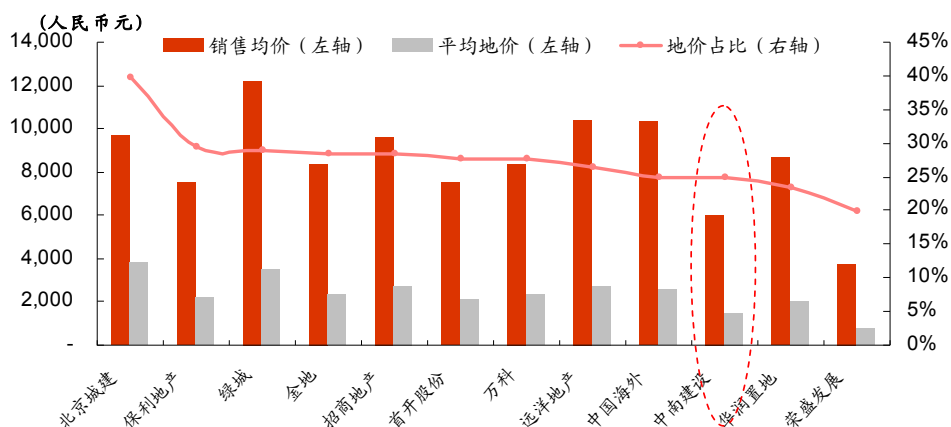
平均土地成本仅 1403 元/平米，A 股上市公司低端：从 2005 年开发南通 CBD 项目开始，公司利用建筑业务优势，探索出“公建工程施工+房地产开发”相结合的打包拿地模式，招拍挂拿地参与少，因此有效的避免了土地市场的激烈竞争，降低了拿地成本，公司的土地成本/售价比例处于 A 股上市公司低端。我们估算，公司平均的土地成本仅为 1403 元/平米，即使是相对高地价的镇江、苏州等地，单方的土地价格均不超过 2500 元。

图表 19：中南建设 2009/2010 年拿地与历史比较



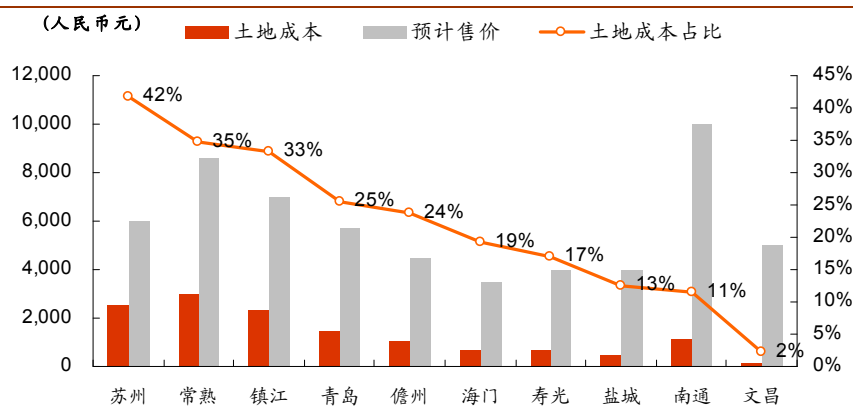
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 20：上市地产公司平均土地成本占售价比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 21：公司各地区土地成本及占售价比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

财务预测：可售资源丰富，业绩高增长

2011 年可售资源超百万方，11-12 年高成长，

2011 年可售资源超百万方，销售额有望大幅增长：2010 年，我们预计公司签约销售额达到约 53 亿元，平均销售均价在 8000 元/平方米左右。我们预计 2010 年末的预售房款将达到 60 亿元左右，占到我们 2011~2012 年预测收入的 50%。往前看，公司 2011 年销售资源可达 100 万平方米以上，海门中南世纪城、南通世纪花城、盐城中南世纪城、常熟中南世纪城以及青岛中南世纪城将成为主力销售项目，2011 年的可售资源都超过 10 万平方米。

业绩进入快速成长期：随着三线城市市场容量提升，我们预计，公司 2011-2012 年间将会进入快速成长期，我们预计公司 2010 年主营业务收入和净利润将分别达到 85.6 亿元和 7.84 亿元，同比分别增加 50.6%和 40.0%，2011 年公司主营业务收入和净利润将分别达到 105 亿元和 11.2 亿元，同比分别增加 22.6%和 42.9%，2012 年分别为 138 亿元和 16.6 亿元，10-12 年业绩年均复合增长率为 46%，具体而言：

2010 年盈利增速 40%，全年业绩每股 0.67 元

我们预计公司房地产业务 2010 年结算面积将达 54.4 万平方米，对应结算收入 39.26 亿元。而建筑业务得益于前期大量承接公建项目，将同比增长 45.0%至 46.36 亿元。毛利率方面，预期建筑业务的税金前毛利率基本保持稳定为 15.8%，而房地产业务税金前毛利率将维持在 35.0%左右的水平。公司 2010 年参与结算的主要项目将是海门中南世纪城、南通 CBD 项目、南通军山半岛、南通世纪花城、镇江中南世纪城、常熟中南世纪城及青岛海湾新城等。

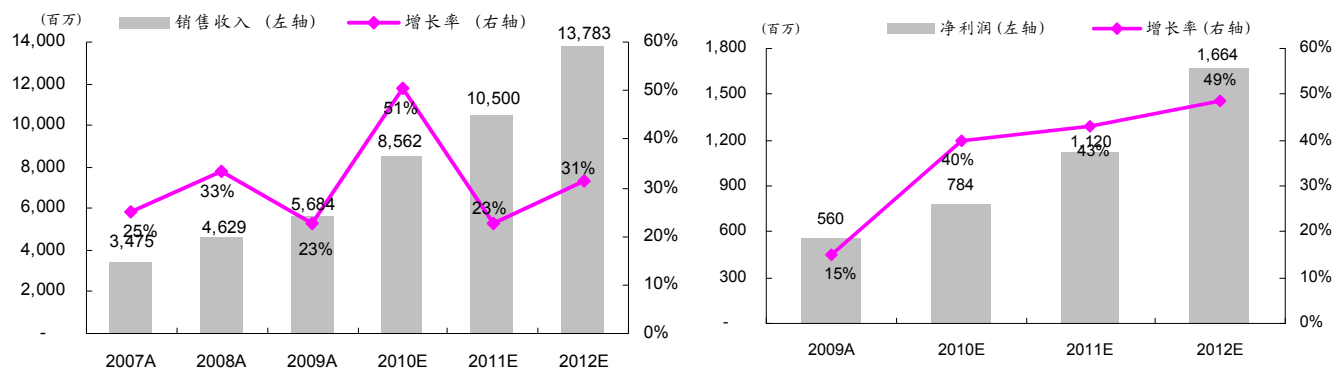
2011 年每股业绩 0.96 元，同比增速 42.9%

我们预计公司 2011 年结算面积 73.8 万平方米，实现房地产开发销售收入 51.7 亿元，同比增长 31.7%；而建筑业务将保持 15.0%的平稳增长至 53.3 亿元。而房地产业务的税金前毛利率将随着海门世纪城、常熟中南世纪城等大盘后期高毛利率部分结算而上升 2.7 个百分点至 37.7%。预计公司将实现净利润 11.20 亿元，每股收益 0.96 元，同比增加 42.9%。

2012 年盈利 48.6%同比增长至每股 1.43 元

2012 年，随着 2011 年公司百万方销售资源释放，我们预计公司将维持较好的业绩增长。预计公司将实现收入 138 亿元，其中建筑贡献 61 亿元，房地产贡献 77 亿元，净利润 16.6 亿元。2012 年盐城中南世纪城以及青岛中南世纪城两个新项目都将进入大量结算期。

图表 22：公司主营业务收入及利润预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

估值及投资建议：“推荐”评级

10 年、11 年 NAV 为 14.78 元/股及 17.85/股

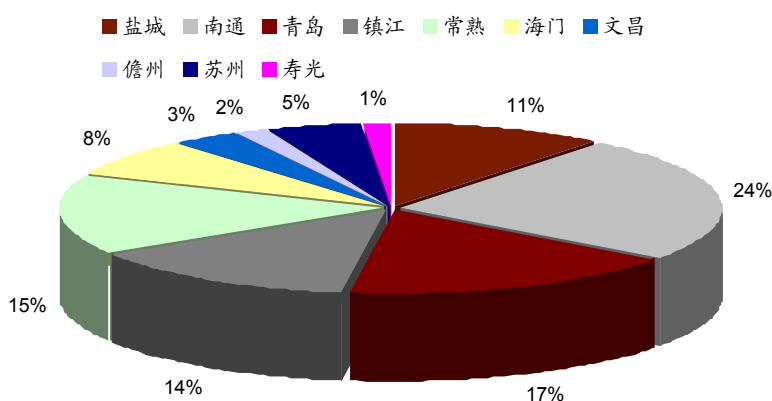
11 年底 NAV 值为 17.85 元/股：根据我们的测算，中南建设 2010 年底和 2011 年底的净资产值分别为 14.68 元/股和 17.73 元/股。我们的 2011 年 NAV 值为 208 亿元，包括 5 个部分：1) 1022 万方住宅开发地的重估值 207 亿元；2) 盐城、南通 CBD 两个项目商业部分的重估值 30 亿元；3) 土地一级开发的收益 10 亿元；4) 建筑业务估值 28 亿元（以 15 倍 2011 年 P/E 测算）；5) 减去去年底未付土地款及净负债 73 亿元。

主要假设：

折现率：房地产开发物业的折现率取 10%。折现率的计算通过加权资金成本（WACC）得到，其中股权资本回报率的估算采取资本定价模型（CAPM），公式为： $Re = Rf + \beta * (Rm - Rf)$ ，其中 β 系数用来衡量个股相对市场平均的风险系数，此处根据彭博资讯系统的历史回归统计分析参考同行业其它公司的 β 系数，我们取 1.1。无风险回报率 Rf 按中国 10 年期国债收益率 3.96% 计算，市场风险溢价取 10%；

房价上涨幅度：我们的净资产值计算中假设了房价 2011 年不增长，2012 年之后年均上涨 5%。

图表 23：资产值（Gross Asset Value）占比分解



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 24：NAV 计算主要假设

加权资本成本即折现率		计算NAV时项目假设	
税前债务成本	6%	销售税金	7.0%
股权资本成本	15%	销售费用率	1.2%
负债率	46.6%	管理费用率	2.8%
加权资本成本即折现率	10%	财务费用率	2.0%
股权资本成本		所得税率	25.0%
Rf	3.96%	税前债务成本	5.5%
β	1.10	房价涨幅	0%~5%
市场风险溢价	10.00%	租金涨幅	3.0%
股权资本成本	14.96%	加权资本成本即折现率	10%

资料来源：彭博资讯、公司数据，中金公司研究部

图表 25：项目收入分解

城市	区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
									2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
海门	长三角	海门中南世纪城	100%	834,813	751,332	6,500	5,477	1,540	97,673	112,700	112,700	635	733	769
南通	长三角	南通中南世纪城(CBD)	100%	355,640	320,076	8,500	3,117	898	38,409	32,008	48,011	326	272	429
南通	长三角	南通军山半岛	100%	265,389	238,850	12,000	3,088	1,291	23,885	35,828	47,770	287	430	602
南通	长三角	南通世纪花城	100%	1,000,000	900,000	8,000	8,271	2,528	72,000	90,000	135,000	576	720	1,134
盐城	长三角	盐城中南世纪城	100%	1,900,000	1,710,000	4,500	9,074	1,880	-	51,300	136,800	-	231	646
镇江	长三角	镇江中南世纪城	100%	491,838	442,654	7,000	3,428	1,210	66,398	66,398	66,398	465	465	488
镇江	长三角	镇江禹山北路	100%	603,900	543,510	8,000	5,057	1,579	-	-	81,527	-	-	685
常熟	长三角	常熟中南世纪城	100%	930,778	837,700	8,600	7,781	3,088	83,770	125,655	125,655	720	1,081	1,135
寿光	长三角	寿光中南世纪城	100%	286,000	257,400	4,000	1,100	297	46,332	51,480	64,350	185	206	270
青岛	环渤海	青岛海湾新城	100%	161,071	144,964	8,500	1,267	573	43,489	43,489	43,489	370	370	388
青岛	环渤海	青岛中南世纪城	100%	1,818,400	1,636,560	5,500	10,930	2,907	-	32,731	81,828	-	180	473
文昌	其它区域	海南文昌森海湾	100%	536,099	482,489	5,000	2,568	657	72,373	96,498	120,622	362	482	633
苏州	长三角	吴江市区长板路	100%	501,800	451,620	6,000	3,298	911	-	-	-	-	-	-
德州	其它区域	德州滨海新区项目	100%	533,336	480,002	4,000	2,427	352	-	-	-	-	-	-
开发类项目合计				10,219,064	9,197,158	7,272	66,883	19,712	544,330	738,086	1,064,150	3,926	5,169	7,652
并表类开发项目合计				10,219,064	9,197,158	7,272	66,883	19,712	544,330	738,086	1,064,150	3,926	5,169	7,652
城市	所属区域	投资类项目	权益	建筑规划面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	预期成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	净资产值 (百万元)	预计租赁面积 (平方米)			预计租金收入 (百万元)		
									2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
盐城	长三角	盐城中南世纪城-商业部分	100%	700,000	630,000	1.2	1,865	1,053	-	-	-	-	-	-
南通	长三角	南通中南世纪城(CBD)-商业部分	100%	400,000	360,000	2.0	1,819	1,175	-	-	54,000	-	-	42
投资类项目合计				1,100,000	990,000	3,721	3,684	2,228	0	0	54,000	0	0	42

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 26：NAV 拆分

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产 (百万元)	比例	2011年权益净资产 (百万元)	比例
海门	海门中南世纪城	100%	834,813	834,813	751,332	751,332	8.2%	1,540	6.0%	1,547	7%
南通	南通中南世纪城(CBD)	100%	355,640	355,640	320,076	320,076	3.5%	898	3.5%	848	4%
南通	南通军山半岛	100%	265,389	265,389	238,850	238,850	2.6%	1,291	5.0%	1,308	6%
南通	南通世纪花城	100%	1,000,000	1,000,000	900,000	900,000	9.8%	2,528	9.8%	2,602	13%
盐城	盐城中南世纪城	100%	1,900,000	1,900,000	1,710,000	1,710,000	18.6%	1,880	7.3%	2,203	11%
镇江	镇江中南世纪城	100%	491,838	491,838	442,654	442,654	4.8%	1,210	4.7%	1,139	6%
镇江	镇江禹山北路	100%	603,900	603,900	543,510	543,510	5.9%	1,579	6.1%	1,737	8%
常熟	常熟中南世纪城	100%	930,778	930,778	837,700	837,700	9.1%	3,088	12.0%	3,170	15%
寿光	寿光中南世纪城	100%	286,000	286,000	257,400	257,400	2.8%	297	1.2%	298	1%
青岛	青岛海湾新城	100%	161,071	161,071	144,964	144,964	1.6%	573	2.2%	463	2%
青岛	青岛中南世纪城	100%	1,818,400	1,818,400	1,636,560	1,636,560	17.8%	2,907	11.3%	3,277	16%
文昌	海南文昌森海湾	100%	536,099	536,099	482,489	482,489	5.2%	657	2.5%	708	3%
苏州	吴江市区长板路	100%	501,800	501,800	451,620	451,620	4.9%	911	3.5%	1,003	5%
儋州	儋州滨海新区项目	100%	533,336	533,336	480,002	480,002	5.2%	352	1.4%	387	2%
总计			10,219,064	10,219,064	9,197,158	9,197,158	100%	19,712	76%	20,690	100%

2. 持有类物业

城市	项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	权益出租面积 (平方米)	比例	权益净资产 (百万元)	比例	11年权益净资产 (百万元)	比例 2011
盐城	盐城中南世纪城-商业部分	100%	700,000	700,000	630,000	630,000	6.8%	1,053	4.1%	1,466	7%
南通	南通中南世纪城(CBD)-商业部分	100%	400,000	400,000	360,000	360,000	3.9%	1,175	4.6%	1,557	8%
总计			1,100,000	1,100,000	990,000	990,000	11%	2,228	9%	3,023	15%

3. 土地一级开发及其他

海门	海门圩角河两侧土地成片开发	80%	4,051,329	3,241,063	4,051,329	3,241,063	47.6%	375	1.5%	375	36%
海南	儋州滨海新区第二组团	100%	2,466,679	2,466,679	2,466,679	2,466,679	29.0%	370	1.4%	370	35%
南充	清泉坝土地整治	100%	2,000,010	2,000,010	2,000,010	2,000,010	23.5%	300	1.2%	300	29%
			8,518,018	7,707,752	8,518,018	7,707,752	100%	1,045	4%	1,045	100%

4. 建筑业务 (15x 2011PE)

								2,799		2,799	
总计								25,784		27,557	
年底未付土地款(百万元)								-6,000		-3,700	
年净负债(净现金)(百万元)								(2,922)		(3,563)	
已结算土地的净值补充(百万元)								403		546	
年底净资产(百万元)								17,265		20,841	
摊薄股本(百万)								1,168		1,168	
年底每股净资产(人民币)								14.78		17.85	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

三线城市风险可控

三线城市房价下跌 5%，NAV 变动 6%，风险相对可控：我们对三线城市的房价变动进行了敏感性分析，我们的结果显示，三线城市房价变动 5%，将影响三线城市楼盘合计 NAV 值约 7.6%以及公司整体 NAV 值约 5.6%，这一敏感程度，低于我们覆盖 A 股公司的平均敏感性水平（敏感性分析参见《房地产行业 2011 年投资策略》），风险相对可控。

图表 27: NAV 对三线城市房价变动的敏感性分析

项目平均价格(元/平方米)	6,545	6,909	7,272	7,636	7,999
价格年变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
2011E净资产值(元)	20.94	22.27	23.60	24.93	26.26
其中: 三线城市项目净资产值(元)	11.59	12.62	13.66	14.69	15.72
净资产值变动	-11.3%	-5.6%	0.0%	5.6%	11.3%
三线城市项目净资产值变动	-15.1%	-7.6%	0.0%	7.6%	15.1%
未来价格年均涨幅假设	0%	3%	5%	7%	10%
2011E净资产值(元)	20.36	22.25	23.60	25.02	27.30
其中: 三线城市项目净资产值(元)	11.33	12.69	13.66	14.67	16.29
净资产值变动	-13.7%	-5.7%	0.0%	6.0%	15.7%
三线城市项目净资产值变动	-17.0%	-7.1%	0.0%	7.4%	19.3%

资料来源: 中金公司研究部

首次覆盖予以“推荐”评级

我们首次覆盖予以公司“推荐”评级, 理由如下:

1) 便宜的估值: 我们测算公司 2010 年及 2011 年 NAV 值分别为 14.78 元/股和 17.85 元/股。目前股价较 2011 年底 NAV 折让 37%; 对应 2011、2012 年市盈率 11.8 倍及 7.9 倍, 均处于我们覆盖的 A 股公司中低端。

2) 布局需求旺盛的三、四线城市, 受政策影响小: 公司盯住三、四线城市发展, 自 2005 年以来已经进入 11 个城市 14 个项目。所进入的城市人口规模一般为 30-100 万, 人均 GDP 在 30000 元~50000 元、城市化率在 50%左右, 分布在江苏沿海地带以及长三角、环渤海经济圈, 我们认为三线城市需求有经济基本面支撑, 且受益于城市化进程以及限购带来的需求溢出, 增长潜力大。

3) 建筑+地产模式, 土地成本低, 风险小: 公司收入贡献主要来自于建筑和地产两块业务。**建筑提供安全边际,** 我们预期建筑业务毛利率将维持在行业高位, 建筑业务利润 2009~2012 年实现复合增长率 24%, 贡献业绩每股 0.16~0.20 元。**地产带来高弹性,** 公司土地储备达到 1132 万平米, 平均项目规模 80 万方, 大盘开发使得公司能在中长期享受地块土地增值收益, NAV 估值对房价弹性高; 同时公司探索出“公建工程施工置换土地资源”、一二级联动等拿地模式确保了**土地低成本**, 平均土地成本仅 1403 元/平米, 且拿地一次锁定地价, 分批缴付土地出让金, 资金压力小。

4) 加快周转, 未来两年盈利复合增长 46%: 我们预计公司 2010 年主营业务收入增长 51%至 85.6 亿元, 净利润增长 40%至 7.84 亿元, 对应每股 0.67 元。我们预计公司 2010 年底已售未结资源将达到约 60 亿元, 占 2011 年及 2012 年预测地产业务收入的 47%, 随着未来竣工周转加快, 预期 2011~2012 年实现每股盈利 0.96 元及 1.43 元, 2010~2012 年盈利复合增长率为 46%。

短期催化剂是 2011 年超 100 万方可售资源推动的销售业绩超预期; 大量低价土地拓展。

风险

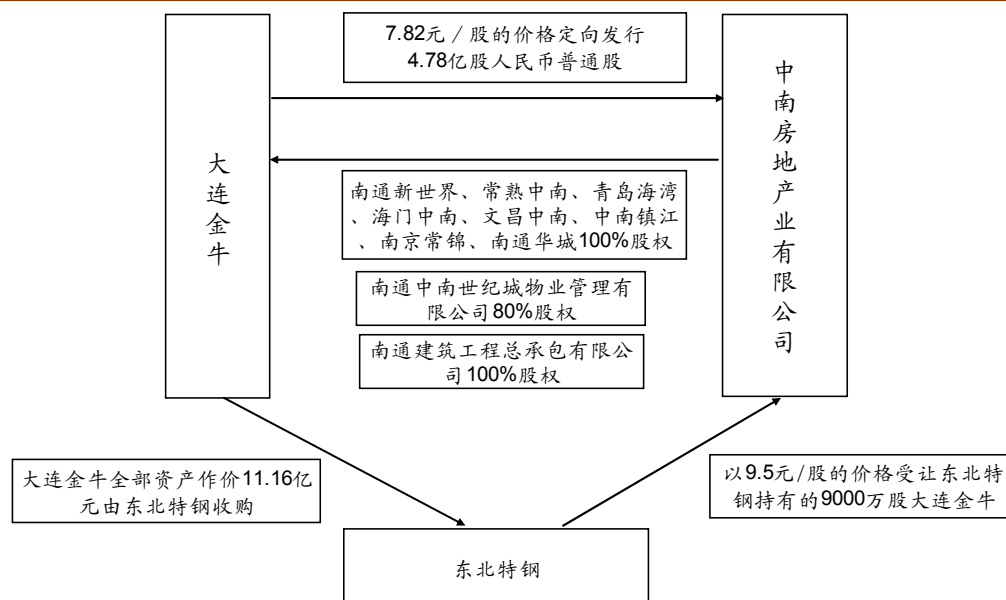
- ▶ **土地增值税计提：**就公司过往年报看，2008 年及 2009 年，营业税金中的土地增值税仅为 2172 万元及 2553 万元，分别占房地产当期结算收入的 1.2%及 1.0%；随着各地的土地增值税预增率提升，公司可能面临一定的现金支出压力，同时也将小幅拉低利润率水平。
- ▶ **三线城市容量风险：**公司采用大盘运作，项目体量多数在 50 万方以上；而三线城市，每年去化规模在 100~150 万平方米左右，对应销售额在 50~80 亿元，在行业下行期间，公司可能面临库存去化风险。
- ▶ **结算低于预期的风险：**目前市场对于公司结算情况预期较高，可能面临结算低于预期的风险。

附录 1：公司简介

中南集团成立于 1988 年，是由董事长陈锦石先生白手起家创立的民营建筑、地产企业，目前业务涉足房地产开发、建筑总承包和物业管理等。

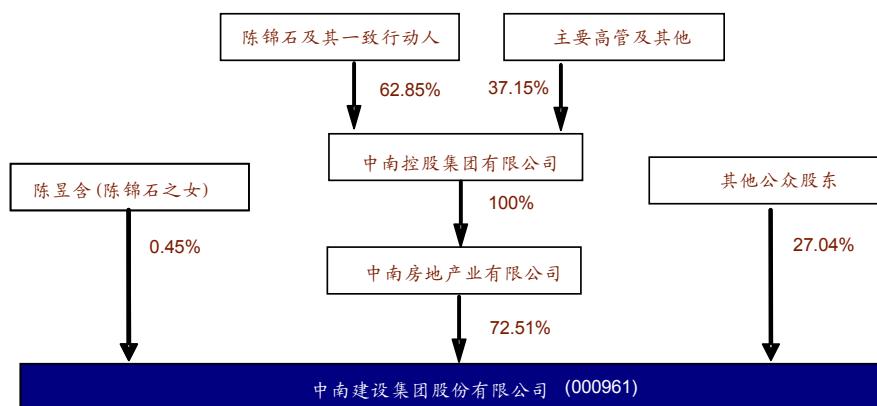
2009 年借壳上市，高管股权激励基本到位：2009 年 7 月，公司借壳大连金牛上市，大连金牛以 7.82 元/股定向发行共计 5.42 亿股股票用以收购南通中南新世界中心开发有限公司 100%股权、常熟中南世纪城房地产开发有限公司 100%股权、青岛海湾新城房地产开发有限公司 100%股权、海门中南世纪城开发有限公司 100%股权、文昌中南房地产开发有限公司 100%股权、中南镇江房地产开发有限公司 100%股权、南京常锦房地产开发有限公司 100%股权、南通华城中南房地产开发有限公司 100%股权、南通中南世纪城物业管理有限公司 80%股权、南通建筑工程总承包有限公司 97.36%股权及陈琳持有的南通建筑工程总承包有限公司 2.64%股权。目前公司的实际控制人是董事长陈锦石，陈锦石及其一致行动人合计持有股权 46.0%；同时多数公司管理层通过中南控股集团公司间接持有约 27%的上市公司股权，虽股权流通较为困难，但主要管理层与公司利益已经基本一致。

图表 28：中南集团借壳大连金牛上市路径图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 29：公司控股权



资料来源：公司公告，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

附录 2：中南建设主要项目一览

海门中南世纪城

海门中南世纪城位于海门市规划的未来都市居住核心——中央居住生活区（CLD）。位于项目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。项目总建筑面积 100 万平方米，共分 3 期开发，共计 100 栋，可容纳 2 万人居住。海门中南世纪城汲取西班牙建筑风格，是目前海门规模最大、品质最高、配套完善、管理一流的大型社区。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，该项目的售价在 7500 元/平方米左右，我们预计公司 2010 年~2012 年将分别结算面积 9.8 万、11.3 万及 11.3 万平方米，贡献收入 6.4 亿元、7.3 亿元及 7.7 亿元，对应的平均毛利率在 39% 左右。

图表 30：海门中南世纪城规划及实景图



资料来源：公司网站，CRIC，中金公司研究部

南通中南世纪城(CBD)

南通中南世纪城位于南通新城核心区域，是南通市重点建设的中央商务区（CBD），总建筑面积 150 万平方米。该项目地处南通市行政文化中心，项目北临南通市府办公大楼，南依狼山风景区，西接崇川经济开发区，东望南通大学，与苏通大桥近在咫尺。项目融居住、办公、商业、酒店、体育会展、城市景观、观光休闲七大功能于一体的现代化新社区。项目东侧住宅部分以及公建体育馆等已经竣工，目前在开发主要为商业、综合地块。

在售项目主要是商住 LOFT 项目，于 2010 年 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。我们预计公司 2010 年~2012 年将分别结算面积 3.8 万、3.2 万及 4.8 万平米，贡献收入 3.3 亿元、2.7 亿元及 4.3 亿元，对应的平均毛利率在 37% 左右。

图表 31：南通中南世纪城(CBD)项目效果图



资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表 32：南通中南世纪城(CBD)项目实景图



资料来源：CRIC，中金公司研究部

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，而 2011 年该项目的可售面积将达到约 10 万方。

我们预计公司 2010 年~2012 年将分别结算面积 7.2 万、9.0 万及 13.5 万平米，贡献收入 5.8 亿元、7.2 亿元及 11.3 亿元，由于地价仅 400 元/方左右，我们预期平均毛利率将超过在 50%。

图表 33：南通世纪花城位置及规划图



资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表 34：南通世纪花城实景图



资料来源：CRIC，中金公司研究部

盐城中南世纪城

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，项目地块向北为已建成的新市政府等繁荣区段，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，未来将被打造成为新兴的城市中心。

盐城中南世纪城项目总建筑面积 260 万平方米。其中规划为住宅的建筑面积为 190 万平方米，商业用途的建筑面积达 70 万平方米，项目将包含酒店式公寓、公寓式办公、餐饮、购物中心等配套设施。该项目 2011 年的可售面积将达到约 20 万方。

我们预计项目远期均价能在 5,000 元/平方米以上，而 2011 年~2012 年将分别结算面积 5.1 万、13.7 万方，贡献收入 2.3 亿元、6.5 亿元，我们预期平均毛利率将在 25%~30% 的区间。

图表 35：盐城中南世纪城规划图



资料来源：公司网站，中金公司研究部

青岛中南世纪城

青岛中南世纪城总建筑面积 180 万平方米，位于青岛李沧区，东枕崂山，西邻胶州湾，南接四方区、崂山区，北与城阳区接壤，环境优越，交通便捷；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。该地块拿地总价约 19.6 亿元，目前土地款尚未支付完毕。

我们预计该项目的售价约 5500 元/平米左右，2011 年~2012 年将分别结算面积 3.3 万、8.2 万方，贡献收入 1.8 亿元、4.7 亿元，平均毛利率 35% 左右。

图表 36：青岛中南世纪城位置图



资料来源：CRIC，中金公司研究部

图表 37：青岛中南世纪城规划图



资料来源：公司网站，中金公司研究部

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，与常熟体育中心、常熟中学、昆承中学、皇冠假日酒店等相邻，区位优势非常明显，内有天然河流贯穿其中，环境优雅。

常熟中南世纪城总建筑面积 99.75 万平米，项目规划为高层洋房、花园洋房、联排别墅等。我们预计，整体项目均价将在 8600 元/平方米左右，预计 2010 年~2012 年将结算 8.4 万平米、12.6 万平米及 12.6 万平米，对应收入 7.2 亿元，10.8 亿元和 11.4 亿元，2011 年的可售面积将达到 15 万方。

图表 38：常熟中南世纪城规划及效果图



资料来源：公司网站，CRIC，中金公司研究部

图表 39: 历史及预测的财务数据

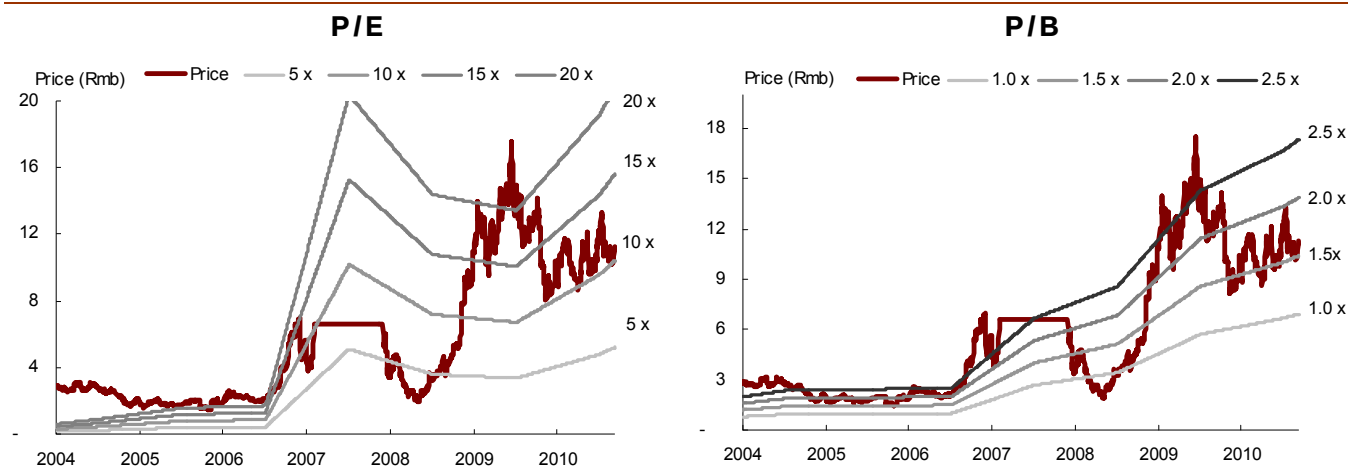
截至12月31日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表 (人民币百万元)						
主营业务收入	3,475	4,629	5,684	8,562	10,500	13,783
主营业务成本	3,212	3,300	4,243	6,457	7,755	9,916
营业税金及附加	19	245	308	453	579	777
主营业务利润	244	1,084	1,133	1,651	2,167	3,090
营业费用	49	83	70	82	101	150
管理费用	45	181	262	361	386	445
财务费用	105	70	61	126	124	184
营业利润	43	618	806	1,083	1,555	2,312
税前利润	45	616	806	1,088	1,555	2,312
净利润	26	487	560	784	1,120	1,664
资产负债表 (人民币百万元)						
应收款项	607	6,040	5,087	6,613	6,944	7,291
存货	607	5,763	8,628	12,080	14,305	15,383
货币资金	385	561	1,960	2,356	1,905	3,228
固定资产	1,670	832	857	942	1,036	1,140
应付款项	1,012	8,341	9,671	10,751	11,648	12,656
短期借款	1,485	854	1,273	1,773	1,873	1,974
股东权益	1,160	3,009	3,874	4,658	5,768	7,417
总资产	3,679	13,712	17,141	22,704	24,911	27,772
现金流量表 (人民币百万元)						
经营活动现金流	(50)	(831)	139	(2,951)	(325)	1,522
投资活动现金流	(153)	(4)	230	(228)	(192)	(204)
筹资活动现金流	219	724	1,064	3,574	66	5
现金及现金等价物净增加额	16	(115)	1,432	396	(451)	1,323
期初现金及现金等价物余额	193	209	94	1,526	1,922	1,471
期末现金及现金等价物余额	209	94	1,526	1,922	1,471	2,794
财务指标						
毛利率	7.0%	23.4%	19.9%	19.3%	20.6%	22.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%
资产收益率	0.7%	3.6%	3.3%	3.5%	4.5%	6.0%
净资产收益率	2.2%	16.2%	14.4%	16.8%	19.4%	22.4%
净现金/股东权益	96.6%	54.3%	38.0%	43.8%	45.9%	26.0%
每股净资产	0.99	2.67	3.42	5.72	6.67	8.08

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 40: 可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)				CAGR	P/E(x)			P/B (x)			每股NAV (元)				溢/折价	资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)		
							09A	10E	11E	09-12E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	10E	11E	10E	11E	09A					
2011-3-7							2011-3-7																			
A股																										
侧重开发:																										
万科A	000002	推荐	8.4	n.a.	n.a.	91.4	0.48	0.67	0.89	22%	17.3	12.6	9.4	2.5	2.1	1.7	10.2	11.5	-18%	-27%	67%	57.6				
金地集团	600383	推荐	6.7	n.a.	n.a.	29.9	0.40	0.61	0.75	12%	16.8	10.9	9.0	2.0	1.7	1.5	9.1	9.4	-27%	-29%	70%	15.9				
招商地产	000024	推荐	17.1	n.a.	n.a.	27.8	0.96	1.17	1.34	12%	17.9	14.6	12.8	1.8	1.6	1.4	25.3	26.2	-33%	-35%	62%	10.4				
金融街	000402	推荐	6.7	n.a.	n.a.	20.4	0.45	0.52	0.61	11%	14.9	13.0	11.1	1.3	1.2	1.1	12.4	13.4	-46%	-50%	62%	9.3				
首开股份	600376	推荐	16.0	n.a.	n.a.	18.4	0.81	1.11	1.28	14%	19.8	14.4	12.5	1.9	1.7	1.5	23.1	24.0	-31%	-33%	71%	9.4				
滨江集团	002244	推荐	11.1	n.a.	n.a.	15.0	0.48	0.73	1.02	29%	23.3	15.2	10.8	3.6	2.9	2.3	14.0	15.0	-21%	-26%	78%	3.7				
保利地产	600048	推荐	13.2	n.a.	n.a.	60.4	0.77	1.08	1.45	23%	17.1	12.3	9.1	2.4	2.0	1.7	17.7	18.0	-26%	-27%	70%	44.0				
华侨城A	000069	推荐	14.5	n.a.	n.a.	45.1	0.55	0.98	1.18	29%	26.4	14.8	12.2	4.3	3.4	2.7	24.4	25.4	-41%	-43%	63%	10.0				
中南建设	000961	推荐	11.3	n.a.	n.a.	13.2	0.48	0.67	0.96	31%	23.5	16.8	11.8	3.3	2.0	1.7	14.8	17.8	-24%	-37%	77%	10.2				
冠城大通	600067	审慎推荐	8.9	n.a.	n.a.	6.6	0.39	0.91	1.19	35%	23.1	9.8	7.5	3.2	2.4	1.8	14.8	15.4	-40%	-42%	81%	2.2				
华发股份	600325	审慎推荐	11.8	n.a.	n.a.	9.6	0.83	0.95	1.02	5%	14.1	12.4	11.6	1.9	1.7	1.5	18.7	20.0	-37%	-41%	68%	7.1				
北京城建	600266	审慎推荐	12.7	n.a.	n.a.	11.3	0.96	1.12	1.00	2%	13.3	11.3	12.7	2.3	1.9	1.5	18.8	19.8	-33%	-36%	67%	3.8				
荣盛发展	002146	审慎推荐	12.9	n.a.	n.a.	18.4	0.43	0.65	0.87	24%	30.2	19.9	14.8	4.8	3.8	3.1	7.3	9.3	75%	38%	72%	15.7				
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.3	n.a.	n.a.	5.6	0.21	0.32	0.39	21%	25.0	16.5	13.6	2.1	1.8	1.6	6.2	6.7	-14%	-21%	65%	2.4				
广宇集团	002133	审慎推荐	6.7	n.a.	n.a.	3.3	0.33	0.39	0.60	26%	20.1	17.4	11.2	1.9	1.7	1.5	8.4	9.3	-21%	-28%	73%	1.5				
中华企业	600675	中性	7.6	n.a.	n.a.	10.8	0.45	0.38	0.45	1%	17.0	20.0	17.1	2.9	2.4	2.1	9.5	10.4	-20%	-27%	70%	2.3				
阳光股份	000608	中性	7.5	n.a.	n.a.	5.6	0.36	0.71	0.66	9%	20.9	10.5	11.2	3.7	2.7	2.3	9.5	10.5	-21%	-29%	70%	2.4				
亿城股份	000616	中性	4.9	n.a.	n.a.	4.9	0.42	0.46	0.51	5%	11.6	10.6	9.7	1.7	1.4	1.2	5.1	5.7	-3%	-13%	61%	2.2				
大龙地产	600159	中性	5.3	n.a.	n.a.	4.4	0.41	0.20	0.30	-1%	13.0	26.9	17.4	2.8	2.5	2.2	5.2	5.4	1%	-2%	48%	1.4				
平均值											17%	19.8	13.8	11.3	2.6	2.2	1.8			-20%	-27%	-27%				
中间值											21%	19.8	13.0	11.2	2.4	2.0	1.7			-24%	-29%	-29%				
开发和持有:																										
浦东金桥	600639	推荐	10.0	n.a.	n.a.	7.4	0.43	0.47	0.53	8%	23.4	21.4	18.9	2.5	2.3	2.0	13.5	15.0	-26%	-33%	50%	1.7				
陆家嘴	600663	中性	18.6	n.a.	n.a.	30.5	0.61	0.67	0.71	5%	30.6	27.8	26.3	3.7	3.2	2.9	18.7	19.4	0%	-4%	42%	3.6				
中国国贸	600007	中性	10.8	n.a.	n.a.	10.8	0.29	0.17	0.37	19%	37.4	64.5	28.7	2.5	2.4	2.2	11.5	12.2	-6%	-12%	51%	0.5				
平均值											11%	30.5	37.9	24.7	2.9	2.6	2.4			-11%	-16%	48%				
中间值											8%	30.6	27.8	26.3	2.5	2.4	2.2			-6%	-12%	50%				
B股																										
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)								
万科B	200002	推荐	9.1	14.0	55%	106.2	0.55	0.77	1.09	24%	16.4	11.7	8.3	2.3	1.9	1.5	11.9	14.0	-24%	-36%	67%	57.6				
招商局B	200024	推荐	14.6	22.4	53%	32.4	1.09	1.36	1.63	14%	13.4	10.7	9.0	1.4	1.2	1.0	29.5	32.0	-50%	-54%	62%	10.4				
金桥B	900911	推荐	7.0	12.8	83%	8.6	0.48	0.54	0.64	9%	14.4	12.9	10.9	1.6	1.4	1.2	15.7	18.3	-55%	-62%	50%	1.7				
陆家B	900932	推荐	12.0	19.0	58%	35.5	0.69	0.78	0.86	7%	17.5	15.5	14.0	2.1	1.8	1.5	21.7	23.7	-45%	-49%	42%	3.6				
平均值											14%	15.4	12.7	10.5	1.8	1.6	1.3			-44%	-50%	55%				
中间值											12%	15.4	12.3	9.9	1.8	1.6	1.3			-47%	-52%	56%				
H股																										
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)								
中国海外	688	推荐	13.5	18.5	38%	110.0	0.79	1.01	1.19	16%	17.0	13.4	11.3	2.6	2.2	1.9	17.0	18.5	-21%	-27%	63%	33.9				
华润置地	1109	推荐	12.6	18.7	48%	68.0	0.50	0.73	0.93	27%	25.4	17.3	13.5	1.7	1.5	1.3	18.4	20.7	-32%	-39%	60%	24.0				
首创置业	2868	推荐	2.4	4.1	67%	4.9	0.30	0.42	0.60	24%	8.1	5.9	4.0	0.9	0.8	0.7	6.0	6.2	-59%	-61%	70%	9.3				
雅居乐	3383	推荐	10.2	14.0	37%	35.4	0.61	0.93	1.12	19%	16.7	10.9	9.1	2.2	1.8	1.5	18.5	20.0	-45%	-49%	66%	32.1				
龙湖地产	960	推荐	11.4	13.6	19%	58.8	0.33	0.53	0.75	27%	34.1	21.7	15.2	4.3	3.5	2.8	10.6	11.8	8%	-4%	69%	25.5				
宝龙地产	1238	推荐	2.4	3.3	37%	9.7	0.34	0.30	0.36	4%	7.0	8.0	6.6	1.0	0.9	0.7	3.8	4.7	-38%	-49%	43%	7.0				
远洋地产	3377	推荐	4.9	6.2	28%	27.3	0.21	0.38	0.52	32%	22.9	12.6	9.3	1.0	0.9	0.8	9.4	9.5	-49%	-49%	62%	21.5				
绿城中国	3900	审慎推荐	7.9	10.2	30%	12.9	0.54	0.74	1.23	28%	14.5	10.6	6.4	1.2	1.1	0.9	19.8	20.5	-60%	-61%	84%	31.6				
深控股	604	审慎推荐	2.5	3.4	38%	8.7	0.22	0.25	0.26	5%	11.1	9.8	9.4	0.7	0.7	0.7	5.8	6.2	-58%	-60%	57%	22.5				
恒盛地产	845	审慎推荐	2.1	3.8	83%	16.4	0.21	0.27	0.36	21%	10.0	7.9	5.9	1.3	1.1	0.9	5.0	5.9	-58%	-64%	55%	16.3				
碧桂园	2007	审慎推荐	3.1	3.7	19%	51.9	0.14	0.19	0.24	16%	22.0	16.3	13.2	2.2	2.0	1.7	4.2	4.6	-26%	-33%	66%	40.1				
方兴地产	817	中性	2.2	2.8	27%	20.1	0.11	0.14	0.11	3%	19.2	15.5	19.6	1.2	1.1	1.1	3.6	3.7	-40%	-41%	55%	2.5				
SOHO中国	410	中性	5.8	6.6	14%	30.2	0.37	0.78	0.51	22%	15.9	7.5	11.4	1.5	1.4	1.2	6.9	7.4	-16%	-21%	54%	1.9				
富力地产	2777	中性	10.6	12.3	16%	34.2	0.79	1.09	1.25	15%	13.5	9.7	8.5	1.8	1.5	1.2	17.5	18.9	-39%	-44%	74%	32.4				
世茂地产	813	中性	10.7	13.7	28%	38.1	0.77	0.95	1.09	11%	13.9	11.3	9.9	1.4	1.3	1.1	19.4	21.1	-45%	-49%	62%	36.3				
瑞安地产	272	中性	3.7	4.7	26%	19.2	0.50	0.27	0.29	-11%	7.5	13.6	12.9	0.8	0.7	0.6	7.7	8.5	-52%	-56%	47%	14.4				
平均值											16%	16.2	12.0	10.4	1.6	1.4	1.2			-39%	-44%	62%				
中间值											18%	15.2	11.1	9.6	1.4	1.2	1.1			-42%	-49%	62%				

图表 41: 历史 PE 和 PB



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED