

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lejd@cjsc.com.cn

行权条件彰显管理层信心—股权激励点评

事件描述与评论

中南建设今日发布股权激励方案，其主要内容为：

- 激励计划拟授予的股票期权数量共 3000 万份，涉及标的股票数量占公司股本总额的比例为 2.57%；
- 本次股票期权的行权价格为 12.40 元，即满足行权条件后，激励对象获授的每份期权可以 12.40 元的价格购买一股公司股票；
- 行权条件为：公司加权平均净资产收益率不低于 15%；公司 2011、2012、2013 年净利润与 2010 年相比，增长率不低于 30%、70%、120%。

点评如下：

公司股权激励行权条件超市场预期

我们认为公司股权激励出台的时点还是符合我们之前年报前出台的预期，但是复合增长 30%的行权条件还是超出了市场的预期。从近期出台的房地产企业股权激励条件来看，无疑该行权条件是最令人兴奋，这充分说明了公司管理层对于公司未来的信心。从激励的对象来说基本上涵盖了公司所有的高级管理人员，公司目前处于扩张期，人员的稳定无疑对于公司发展来说具有相当重要的作用。

公司全年可售货源充足，看好三四线城市销售

预计公司今年新开工将超过 150 万平米，在建面积超过 200 万平米。公司 11 年推向市场的主要还是以小户型的普通住宅为主，别墅项目主要是半岛军山项目，商业方面主要集中在南通 CBD 项目，酒店式公寓与写字楼方面。根据我们的调研，目前三四线城市的普通住宅的销售影响不大，大户型影响比较大。我们基于目前的市场条件下保守的假设预计公司 2011 年可以实现销售额大约在 80 亿左右。

盈利预测与评级

我们认为，中南建设的定位应该是三四线城市运营者，公司项目主要在三四线城市，在一二线城市受限购令约束条件下三四线城市的销售相对来说影响有限。我们预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.7、1.09 元，维持对公司“推荐”评级。

第一， 公司股权激励行权条件超市场预期

我们认为公司股权激励出台的时点还是符合我们之前年报前出台的预期，但是复合增长 30%的行权条件还是超出了市场的预期。从近期出台的房地产企业股权激励条件来看，无疑该行权条件是最令人兴奋，这充分说明了公司管理层对于公司未来的信心。

从激励的对象来说基本上涵盖了公司所有的高级管理人员，公司目前处于扩张期，人员的稳定无疑对于公司发展来说

具有相当重要的作用。

表 1: 激励计划分配

姓名	职务	拟授予股票期权（万份）	占本计划拟授予期权的比例（%）	占本计划通过时总股本的比例（%）
陈锦石	董事长、总经理	373.15	12.44%	0.32%
沈国章	副董事长	74.14	2.47%	0.06%
陈小平	董事、副总经理	74.14	2.47%	0.06%
智刚	董事、副总经理、 财务总监、董秘	74.14	2.47%	0.06%
张晓军	董事	74.14	2.47%	0.06%
陈昱含	董事	74.14	2.47%	0.06%
其他激励对象 82 名		2256.18	75.21%	1.93%
总计		3000	100%	2.57%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 各行权期行权比例

阶段名称	时间安排	行权比例
授权日	本计划获得股东大会通过之后的 30 日内	
等待期	自授权日起至授权日起 12 个月内的最后一个交易日当日止	
第一个行权期	自授权日起 12 个月至本期权有效期（授权日起 48 个月）的最后一个交易日当日止	40%
第二个行权期	自授权日起 24 个月至本期权有效期（授权日起 48 个月）的最后一个交易日当日止	35%
第三个行权期	自授权日起 36 个月至本期权有效期（授权日起 48 个月）的最后一个交易日当日止	25%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司全年可售货源充足，看好三四线城市销售

预计公司今年新开工将超过 150 万平米，在建面积超过 200 万平米。公司 11 年推向市场的主要还是以小户型的普通住宅为主，别墅项目主要是半岛军山项目，商业方面主要集中在南通 CBD 项目，酒店式公寓与写字楼方面。根据我们的调研，目前三四线城市的普通住宅的销售影响不大，大户型影响比较大。我们基于目前的市场条件下保守的假设预计公司 2011 年可以实现销售额大约在 80 亿左右。

表 2: 预计公司全年销售（谨慎假设）

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 年销售面积预计	11 年销售金额预计
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

第三，盈利预测与评级

我们认为，中南建设的定位应该是三四线城市运营者，公司项目主要集中在三四线城市，在目前的市场条件下这些城市的销售相对来说影响有限。我们预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.7、1.09 元，维持对公司“推荐”评级。

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	25.87	17.66	11.41	9.05
筹资成本	197	-220	-295	-385	PEG	0.62	0.42	0.27	0.22
其他	-399	0	0	0	PB	2.49	2.11	2.56	2.07
筹资活动现金流净额	1064	-1643	-295	-385	EV/EBITDA	16.79	11.09	7.50	5.93
现金净流量	1431	343	-98	26	ROE	14.4%	17.9%	22.5%	22.8%

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。