

中南建设(000961.sz)

受益于三四线城市的土地布局，调控中仍将快速增长

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010010

业绩回顾：略低于市场预期

报告期内，公司实现营业收入 91.38 亿元，同比增长 60.75%；实现归属于上市公司股东的净利润为 7.41 亿元，同比增长 32.41%，折合为每股收益约为 0.63 元，略低于每股 0.70 元的预期。

立足于三四线城市，有利于销售的持续增长

报告期内，公司实现预售面积 71.74 万平方米，实现预售金额 53.35 亿元，分别同比增长了 3.81% 和 23.31%。公司计划 2011 年销售额为 70 亿元，我们认为这是一个相对务实的销售目标，原因在于，一是三四线城市受调控影响较少，二是今年的可售货值大约 100 亿元，70 亿元目标相当于去化率 70%。

看好行业发展，仍将大幅增加储备

2010 年，公司获得了 450 万平方米建筑面积的项目储备和 1350 亩的一二级联动开发；2011 年仍计划增加土地面积 4000 亩，公司扩张的步伐并没有放缓，这说明了，公司看好未来三四线城市的发展空间，积极储备可开发项目。

业绩仍将快速增长

2010 年年末预收账款为 61.67 亿元，是 2010 年房地产结算收入的 173.3%，同时销售价格也提升了 18.7%；建筑施工业务预计 2011 年结算 70 亿元，同比增长了 26.06%；综合来看，公司 2011 年的业绩有望增长 50% 左右。

估值合理，持有

从土地布局来看，公司显然是相对有利的；从估值角度来看，公司 2011 年 EPS 是 0.96 元，对应的 PE 为 13.51 倍，NAV17.76 元，折价 27%，应该说市场给予了公司在拿地模式和土地储备布局方面的估值溢价，因此，我们暂时给予公司“持有”评级，目标价为 14.2 元，相当于公司 NAV 估值的 80%。

风险提示：三四线城市调控风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5684.23	9137.51	11824.04	13979.71	17636.89
增长率(%)	63.38%	60.75%	29.40%	18.23%	26.16%
EBITDA(百万元)	887.39	1223.50	1694.86	2361.29	3125.73
净利润(百万元)	559.76	741.15	1120.18	1612.57	2158.86
增长率(%)	1980.14	32.41%	51.14%	43.96%	33.88%
每股收益(元)	0.72	0.63	0.96	1.38	1.85
市盈率	31.14	18.01	13.51	9.39	7.01
市净率	4.50	2.89	2.64	2.06	1.59
EV/EBITDA	21.35	13.99	9.97	6.71	4.91

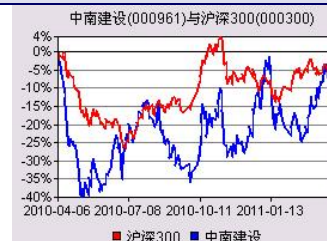
数据来源：江苏中南建设集团股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	12.96
目标价格(元)	14.20
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	17.18%	4.18%	-8.55%
沪深 300	0.06%	3.06%	-3.95%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,167.84/315.80

主要股东：

中南房地产业有限公司

主要股东持股比例

72.51%

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

业绩回顾：略低于市场预期

报告期内，公司实现营业收入91.38亿元，比上年增长60.75%；实现营业利润10.17亿元，比上年增长26.16%，归属于上市公司股东的净利润为7.41亿元，比上年增长32.41%，折合为每股收益约为0.63元，略低于每股0.70元的预期。

分项来看，房地产结算金额35.58亿元，结算面积62.49万平，结算收入低于预期，这应该是与项目结算进度和股权激励有关；毛利率为34.42%，低于2009年的37.12%，由于公司项目的结算价格（2010年结算均价为5694元/平，2009年的结算均价为5396元/平）都是在上涨的，那么毛利率的下降应该是项目结算的结构性原因所导致。建筑施工收入为55.53亿元，超出我们预期，主要有两个原因，一是由于前两年接的工程比较多，2010年的开工量大，二是由于房地产项目与市政工程建设捆绑，导致开工量大。

表1、营业收入分产品类型数据

分产品类型	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入同比	毛利率同比
房屋销售收入	355,827.96	233,337.45	34.42%	43.74%	-2.69%
建筑施工收入	555,312.02	458,636.46	17.41%	73.68%	1.22%
物业收入及其他	926.21	773.66	16.47%	3.82%	-12.93%
合计	912,066.19	692,747.57	24.05%		

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

立足三四线城市，有利于销售的持续增长

报告期内，公司实现预售面积71.74万平方米，实现预售金额53.35亿元，分别比上年增长3.81%和23.31%，销售均价为7437元/平。

尽管报告期内的销售额没有达到2010年年初预计的70亿元，不过依然是取得了一定的增长，销售不达预期的原因主要还是政策调控导致市场销售状况较为不利，同时，与公司项目售价有较大幅度的增长也有很大关系，整体销售均价上涨了18.7%。

公司大多数项目均位于经济条件较好的三四线城市，这些城市仍将进行了快速的城镇化运动，同时，这部分城市目前不受限购影响，因此，公司销售仍将可能保持较快的增长速度；从公司的计划来看，2011年销售计划为70亿元，我们认为这是一个相对务实的销售任务，一是由于前面所讲的三四线城市受调控影响较少，二是公司今年的可售资源丰富，除了新拿下的镇江项目不能实现销售外，其他项目都能贡献销售，可售货值大约有100亿元，70亿元的目标相当于去化率70%，当然，还需要看公司的执行力。

表2、公司历年的销售结算数据

指标	2008 年	2009 年	2010 年
销售面积	48.1	69.11	71.74
销售金额	26.36	43.3	53.35
销售均价	5480	6265	7437
结算面积	36.6	45.35	62.49
结算金额	18.87	24.47	35.58
结算均价	5156	5396	5694

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

看好行业发展，仍将大幅增加储备

2010年，公司积极扩大经营规模，土地储备大幅增加。一方面运用独特的“打包拿地”的房地产开发模式，成功获取盐城中南世纪城项目、海门圩角河“南部新城一二级联动”项目，同时获得了海南儋州土地一级开发项目首期的800亩土地；另一方面，公司通过挂牌竞拍方式，成功竞得苏州吴江、镇江两宗地块，累计获得了450万平方米建筑面积的项目储备和1350亩的一二级联动开发。

2011年，公司计划继续执行“打包拿地为主、挂牌拍卖为辅”的策略，保证全年获取4个以上新项目，土地面积增加4000亩以上，其中通过打包拿地方式所获得项目占到80%，城市综合体三分之一以上。

2010年，公司没有放缓拿地的步伐；2011年仍计划大幅的拿地，公司扩张的步伐并没有放缓，这说明了，公司看好未来三四线城市的发展空间，积极储备可开发项目。

业绩仍将保持快速增长

根据公司年报数据，2010年有预收账款为61.67亿元，相比2009年的46.51亿元增长了32.6%，是2010年房地产结算收入的173.3%，因此，只要这部分项目在2011年内竣工，那么公司今年的房地产结算收入这块会有一个较大幅度的上升；但是由于公司股权激励的约束，我们认为公司房地产结算速度并不会这么快，应该会有所控制，因此，我们预计房地产结算收入约为48.24亿元，相对于2010年的结算收入增长了35.57%。

对于建筑施工业务而言，公司预计2011年结算70亿元，相比2010年的55.53亿元增长了26.06%。

考虑到公司2010年房地产项目销售价格上涨了18.7%，而土地成本基本上锁定，所以，房地产结算毛利率会迅速提升，因此，公司2011年的业绩有望增长50%左右。

估值合理，维持“持有”评级

我们预计公司2011年的净利润为11.41亿元，折合每股收益为0.96元，对应的PE为13.51倍；NAV估值为17.76元/股，折价率为27%。

从土地布局来看，公司土地储备大部分位于受调控较小的三四线城市，显然是相对有利的；从估值角度来看，公司对应于2011年PE为13.51倍，要比万科、保利地产等公司估值要略贵，NAV估值折价率也并不是很高，应该说，这是市场给予了公司在“打包拿地模式”和土地储备布局方面的估值溢价，因此，我们暂时给予公司“持有”评级，目标价为14.2元，相当于公司NAV估值的80%。

风险提示

三四线城市价格上涨过快导致限购风险。

资产负债表

单位：百万元

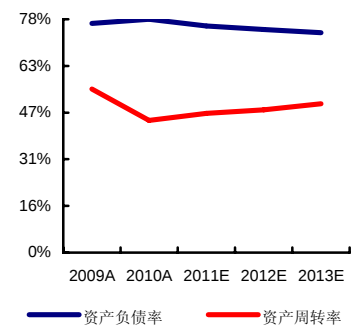
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	15,678	22,446	25,382	30,549	37,661
货币资金	1,960	2,566	3,639	5,862	6,911
应收及预付	5,087	8,020	8,458	9,834	12,343
存货	8,628	11,858	13,282	14,850	18,404
其他流动资产	3	3	3	3	3
非流动资产	1,463	1,690	1,245	1,286	1,329
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	857	881	881	881	881
在建工程	12	27	37	47	57
无形资产	319	476	5	5	5
其他长期资产	275	306	322	353	386
资产总计	17,141	24,136	26,627	31,834	38,990
流动负债	11,094	15,775	16,622	19,384	23,837
短期借款	1,273	2,272	1,120	1,230	1,420
应付及预收	9,671	12,496	14,762	17,174	21,562
其他流动负债	150	1,006	740	980	855
非流动负债	2,055	3,087	3,587	4,387	4,887
长期借款	2,055	3,087	3,587	4,387	4,887
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	13,149	18,862	20,209	23,771	28,724
股本	779	1,168	1,168	1,168	1,168
资本公积	1,008	619	619	619	619
留存收益	2,088	2,829	3,949	5,562	7,721
归属母公司股东权益	3,874	4,615	5,736	7,348	9,507
少数股东权益	117	659	682	715	759
负债和股东权益	17,141	24,136	26,627	31,834	38,990

利润表

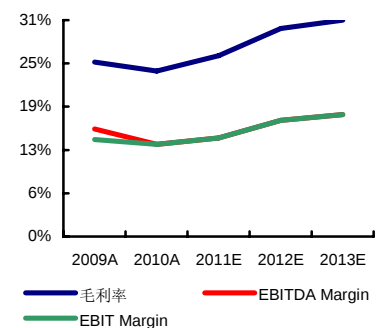
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5684	9138	11824	13980	17637
营业成本	4243	6940	8717	9752	12094
营业税金及附加	308	485	727	1056	1394
销售费用	70	92	154	182	229
管理费用	262	398	532	629	794
财务费用	61	101	196	192	214
资产减值损失	-64	103	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	20	20	20
投资净收益	3	5	5	5	5
营业利润	809	1025	1524	2194	2937
营业外收入	4	14	0	0	0
营业外支出	6	22	0	0	0
利润总额	806	1017	1524	2194	2937
所得税	239	243	381	548	734
净利润	567	774	1143	1645	2203
少数股东损益	7	33	23	33	44
归属母公司净利润	560	741	1120	1613	2159
EBITDA	887	1223	1695	2361	3126
EPS (元)	0.72	0.63	0.96	1.38	1.85

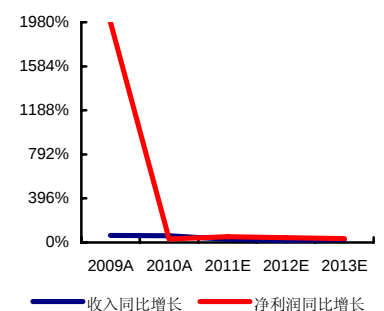
资产负债率趋势



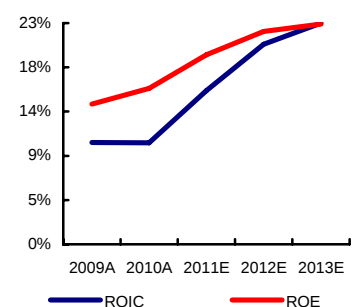
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

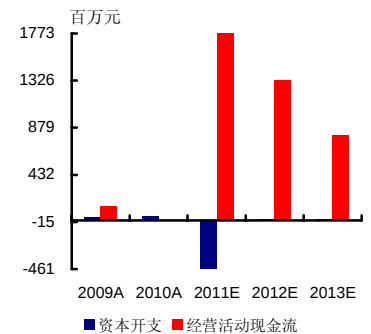
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	139	0	1,750	1,302	767
净利润	567	0	1,143	1,645	2,203
折旧摊销	86	0	0	0	0
营运资金变动	-609	0	407	-542	-1,671
其它	94	0	200	199	235
投资活动现金流	229	-40	466	-6	-8
资本支出	-33	-45	461	-11	-13
投资变动	-77	5	-15	-15	-15
其他	339	0	20	20	20
筹资活动现金流	1,064	2,636	-1,143	926	290
银行借款	3,568	5,400	-652	910	690
债券融资	-2,303	-2,864	-270	250	-130
股权融资	2	509	0	0	0
其他	-203	-408	-221	-234	-270
现金净增加额	1,431	2,596	1,073	2,223	1,049
期初现金余额	421	1,960	2,566	3,639	5,862
期末现金余额	1,852	4,556	3,639	5,862	6,911

主要财务比率

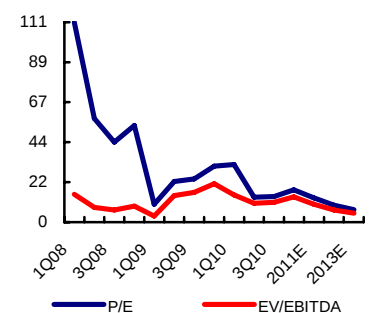
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	63.4%	60.8%	29.4%	18.2%	26.2%
营业利润	2849.9%	26.8%	48.7%	44.0%	33.9%
归属于母公司净利润	1980.1%	32.4%	51.1%	44.0%	33.9%
获利能力					
毛利率	25.4%	24.1%	26.3%	30.2%	31.4%
净利率	10.0%	8.5%	9.7%	11.8%	12.5%
ROE	14.4%	16.1%	19.5%	21.9%	22.7%
ROIC	10.5%	10.5%	15.8%	20.6%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	76.7%	78.1%	75.9%	74.7%	73.7%
净负债比率	38.0%	71.3%	27.5%	8.7%	2.1%
流动比率	1.41	1.42	1.53	1.58	1.58
速动比率	0.59	0.52	0.57	0.66	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.44	0.47	0.48	0.50
应收账款周转率	5.17	3.35	3.65	3.65	3.65
存货周转率	0.91	0.68	0.66	0.66	0.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.72	0.63	0.96	1.38	1.85
每股经营现金流	0.18	0.00	1.50	1.12	0.66
每股净资产	4.98	3.95	4.91	6.29	8.14
估值比率					
P/E	31.1	18.0	13.5	9.4	7.0
P/B	4.5	2.9	2.6	2.1	1.6
EV/EBITDA	21.4	14.0	10.0	6.7	4.9

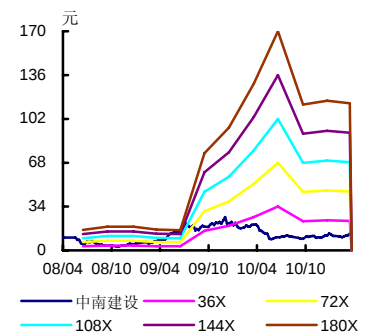
资本支出与经营活动现金流



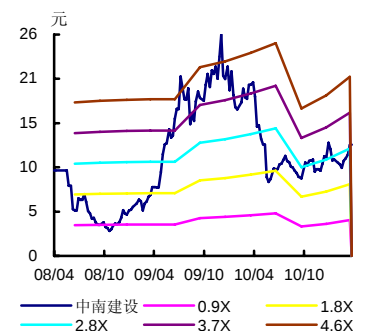
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

中南建设(000961.sz)_中报点评	徐军平	2010-08-23
中南建设(000961.sz)_公司调研简报	徐军平	2010-05-25

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。