

中南建设(000961.SZ)

进攻型品种首选

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

16.20-17.43

联系人

分析师

丁晨

周涛

S0740210070008

021-20315131

021-20315158

dingchen@qlzq.com.cn

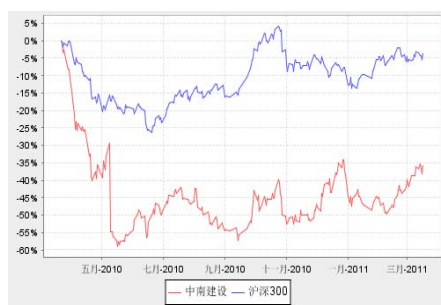
zhoutao@qlzq.com.cn

2011年4月6日

基本状况

总股本(百万股)	1167.84
流通股本(百万股)	315.80
市价(元)	12.96
市值(百万元)	15135.20
流通市值(百万元)	4092.70

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

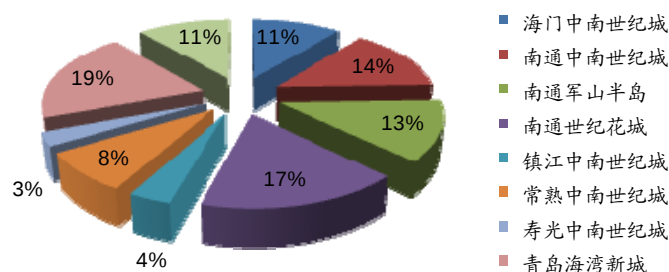
指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,684.23	9,137.51	12,844.3	15,999.6	19,075.6
营业收入增速	22.79%	60.75%	40.57%	24.57%	19.23%
净利润增长率	14.98%	32.41%	70.58%	36.18%	21.93%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.63	1.08	1.47	1.80
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	0.72	1.02	1.44	—
偏差率(本次-市场/市)	—	-12.5%	5.88%	2.08%	—
市盈率(倍)	31.14	18.01	11.97	8.79	7.21
PEG	2.08	0.56	0.17	0.24	0.33
每股净资产(元)	4.98	3.95	5.03	6.51	8.31
每股现金流量	0.18	-1.97	4.31	3.74	4.19
净资产收益率	14.45%	16.06%	21.50%	22.65%	21.64%
市净率	4.50	2.89	2.57	1.99	1.56
总股本(百万股)	778.56	1,167.84	1,167.84	1,167.84	1,167.84

备注: 市场预测取 聚源一致预期

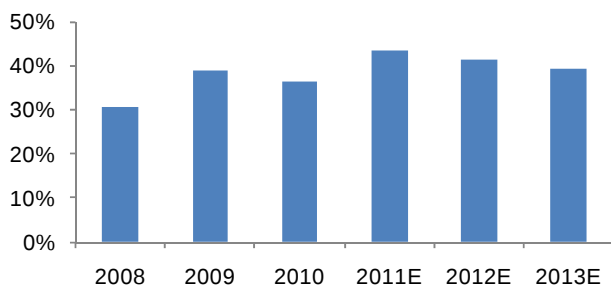
投资要点

- **2010 年整体业绩略低于预期。**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%。每股收益 0.63 元, 比上年摊薄增长 31.25%。其中房地产业务营业收入 35.58 亿元, 结转面积 62.49 万平方米, 比上年增长了 31.08% 和 37.79%, 结算进度略低于预期, 其中房地产结算收入主要来源于南通三个项目(中南世纪城、军山半岛、世纪花城)、海门项目、青岛项目(海湾新城)和文昌森海湾项目。而建筑施工业务收入超出预期, 全年实现收入 66.60 亿元, 比上年增长 63.52%。
- **2011 年房地产业务收入基本锁定。**截至 2010 年末, 公司未结算预售款 68.99 亿元, 是 2010 年房地产业务收入的 194%, 是我们 2011 预测地产业务收入的 119%, 约锁定 0.59 元的 EPS, 业绩保障性较强。
- **财务方面: 资金压力犹存, 但预售款增长促使债务结构好转。**
 - 不利因素: 报告期内由于预售收入增加使得货币资金增长了 30.92%, 但由于公司土地储备和在建工程增加较快, 存货资金配比从期初的 4.4 上升至 4.62。同时由于公司业务拓展需要使得期内有息负债较快增长(短期和长期借款分别增加 78.48% 和 50.22%), 因此净负债率达到 71.3% 的较高水平。资金压力依然存在。
 - 有利因素: 虽然有息负债上升较快, 但由于预售款丰富, 其占总负债比例达 37%, 与期初基本一致, 扣除预收账款的实际负债率从 57% 下降至 47%, 债务结构有所好转。

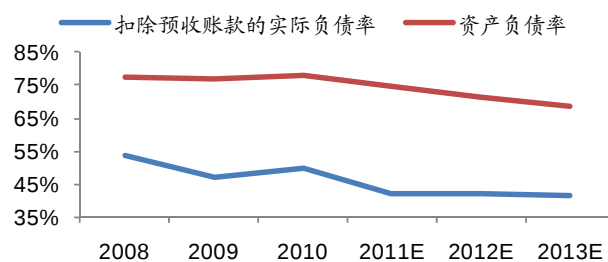
- **差异化拿地优势尽显，区域拓展加速。**2010 年，公司继续发挥差异化打包拿地优势，同时拓展省内外储备，二级项目共新增储备 434 万平，由于 75%的土地储备都是通过公建打包和一二级联动获得，因此平均拿地成本仅为 1213 元/平。而在海门和四川南充的一级项目共新增项目储备 7500 多亩。目前公司二级项目未结算储备已达 1041 万平，一级项目 11277 亩。公司计划 11 年仍将加速省内外区域扩张，新增储备 4000 亩以上，80%以上采取打包拿地方式。
- **目前储备所在区域以三四线城市为主，调控背景下安全性和需求提升潜力足够。**公司着力于三四线城市拓展，目前所在的 11 个城市仅青岛颁布了限购令。因此受调控影响较小，且受益于三四线城市的城镇化加速，区域需求仍有较大的提升空间
- **后期加速开发、积极去库存是关键。**目前公司土地储备量在同规模企业中可称为佼佼者，已是名符其实的资源型企业，这得益于公司差异化拿地优势和大盘模式。我们认为，目前来看，公司的每年的开工量、结算量仍低于预期，而通过财务分析也发现，相对库存，公司资金压力有所提升。因此后期公司加速开发，增加可售，积极去库存是关键。
- **估值与投资建议：**我们长期看好公司差异化拿地模式和三四线城市区域战略布局，同时股权激励也将加速业绩释放，高增长持续，是进攻型品种首选。我们预计公司 11 年、12 年和 13 年营业收入将分别达到 128 亿元、160 亿元和 191 亿元，EPS 分别为 1.08、1.47 和 1.80 元，净利润分别增长 71%、36%和 22%，对应最新股价 PE 为 12、9 和 7 倍，RNAVPS 为 17.43 元，目前折价 26%，给予“买入”评级，目标价 16.20 至 17.43 元。

图表 1：2010 年公司房地产业务结算收入来源


来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司预收账款占总负债的比例


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：公司实际负债率和资产负债率走势


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：各年财务指标比较

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力						
净资产收益率 ROE	16.18%	14.45%	16.06%	21.50%	22.65%	21.64%
资产收益率 ROA	3.55%	3.27%	3.07%	4.92%	5.86%	6.30%
毛利率	28.71%	25.35%	24.05%	27.96%	27.62%	27.26%
EBITDA Margin	18.71%	15.61%	14.19%	15.63%	15.39%	15.30%
EBIT Margin	17.74%	14.09%	13.39%	15.22%	15.05%	15.02%
税前利润率	13.32%	14.18%	11.13%	13.78%	14.70%	15.14%
净利率	11.07%	9.98%	8.47%	10.09%	10.97%	11.19%
成长能力						
主营收入增长率	33.20%	22.79%	60.75%	40.57%	24.57%	19.23%
营业利润增长率	451.09%	30.80%	26.75%	72.63%	32.93%	22.80%
净利增长率	364.56%	10.71%	36.46%	67.41%	35.54%	21.62%
总资产增长率	272.72%	25.01%	40.81%	6.51%	14.24%	13.44%
净资产增长率	159.27%	28.77%	19.13%	27.39%	29.28%	27.62%
主营收入三年平均增长率	15.23%	26.88%	38.02%	40.52%	41.19%	27.81%
净利润三年平均增长率	233.49%	188.40%	-258.70%	36.25%	45.75%	40.26%
总资产三年平均增长率	55.46%	67.04%	87.20%	23.31%	19.66%	11.34%
偿债能力						
流动比率	1.32	1.41	1.42	1.50	1.55	1.61
速动比率	0.66	0.59	0.52	0.66	0.87	1.08
资产负债率	77.3%	76.7%	78.1%	74.4%	71.6%	68.6%

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5,684	9,138	12,844	16,000	19,076	货币资金	1,960	2,566	5,056	9,220	13,912
增长率	22.8%	60.8%	40.6%	24.6%	19.2%	应收款项	1,945	3,528	3,837	4,780	5,699
营业成本	-4,243	-6,940	-9,253	-11,580	-13,876	其他应收款	2,619	2,070	1,656	1,656	1,656
%销售收入	74.6%	75.9%	72.0%	72.4%	72.7%	存货	8,628	11,858	10,287	8,077	5,661
毛利	1,441	2,198	3,591	4,420	5,199	其他流动资产	526	2,424	3,231	4,043	4,844
%销售收入	25.4%	24.1%	28.0%	27.6%	27.3%	流动资产	15,678	22,446	24,069	27,776	31,772
营业税金及附加	-308	-485	-923	-1,136	-1,284	%总资产	91.5%	93.0%	93.6%	94.6%	95.4%
%销售收入	5.4%	5.3%	7.2%	7.1%	6.7%	长期投资	137	134	134	134	134
营业费用	-70	-92	-138	-168	-202	固定资产	869	907	860	812	764
%销售收入	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	5.1%	3.8%	3.3%	2.8%	2.3%
管理费用	-262	-398	-576	-706	-849	无形资产	319	476	472	472	471
%销售收入	4.6%	4.4%	4.5%	4.4%	4.4%	非流动资产	1,463	1,690	1,638	1,589	1,541
息税前利润 (EBIT)	801	1,223	1,954	2,409	2,865	%总资产	8.5%	7.0%	6.4%	5.4%	4.6%
%销售收入	14.1%	13.4%	15.2%	15.1%	15.0%	资产总计	17,141	24,136	25,706	29,365	33,313
财务费用	-61	-101	-185	-56	24	短期借款	1,423	3,242	970	970	970
%销售收入	1.1%	1.1%	1.4%	0.4%	-0.1%	应付款项	8,454	10,851	12,769	14,109	15,370
资产减值损失	64	-103	0	0	0	其他流动负债	1,217	1,682	2,311	2,874	3,424
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	流动负债	11,094	15,775	16,049	17,953	19,765
投资收益	3	5	0	0	0	长期贷款	2,055	3,087	3,087	3,087	3,087
%税前利润	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0	0
营业利润	809	1,025	1,770	2,352	2,888	负债	13,149	18,862	19,136	21,040	22,852
营业利润率	14.2%	11.2%	13.8%	14.7%	15.1%	普通股股东权益	3,874	4,615	5,880	7,601	9,700
营业外收支	-2	-8	0	0	0	少数股东权益	117	659	690	725	761
税前利润	806	1,017	1,770	2,352	2,888	负债股东权益合计	17,141	24,136	25,706	29,365	33,313
利润率	14.2%	11.1%	13.8%	14.7%	15.1%	比率分析					
所得税	-239	-243	-474	-596	-753		2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税率	29.7%	23.9%	26.8%	25.4%	26.1%	每股指标					
净利润	567	774	1,296	1,756	2,135	每股收益 (元)	0.719	0.635	1.083	1.474	1.797
少数股东损益	7	33	31	34	36	每股净资产 (元)	4.976	3.952	5.035	6.509	8.306
归属于母公司的净利	560	741	1,264	1,722	2,099	每股经营现金净流 (元)	0.178	-1.965	4.310	3.742	4.195
净利率	9.8%	8.1%	9.8%	10.8%	11.0%	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
现金流量表 (人民币百万元)						回报率					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	净资产收益率	14.45%	16.06%	21.50%	22.65%	21.64%
净利润	567	774	1,296	1,756	2,135	总资产收益率	3.27%	3.07%	4.92%	5.86%	6.30%
少数股东损益	0	0	31	34	36	投入资本收益率	10.49%	10.46%	26.34%	59.43%	451.56%
非现金支出	23	175	53	53	53	增长率					
非经营收益	157	69	270	202	202	营业总收入增长率	22.79%	60.75%	40.57%	24.57%	19.23%
营运资金变动	-609	-3,314	3,415	2,360	2,508	EBIT增长率	-2.48%	52.76%	59.74%	23.24%	18.93%
经营活动现金净流	139	-2,295	5,064	4,405	4,935	净利润增长率	14.98%	32.41%	70.58%	36.18%	21.93%
资本开支	33	45	1	5	5	总资产增长率	25.01%	40.81%	6.51%	14.24%	13.44%
投资	-80	0	0	0	0	资产管理能力					
其他	342	5	0	0	0	应收账款周转天数	118.2	109.0	109.0	109.0	109.0
投资活动现金净流	229	-40	-1	-5	-5	存货周转天数	619.0	538.7	436.8	127.3	209.7
股权募资	2	509	0	0	0	应付账款周转天数	150.5	124.2	124.2	124.2	124.2
债权募资	1,265	2,536	-2,272	0	0	固定资产周转天数	54.2	34.7	24.3	18.5	14.6
其他	-203	-408	-270	-202	-202	偿债能力					
筹资活动现金净流	1,064	2,636	-2,542	-202	-202	净负债/股东权益	37.95%	71.29%	-15.26%	-62.05%	-94.23%
现金净流量	1,431	301	2,522	4,198	4,728	EBIT利息保障倍数	13.1	12.1	10.6	42.7	-119.6
						资产负债率	76.71%	78.15%	74.44%	71.65%	68.60%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308