

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

定位三四线城市“打包拿地”将是公司亮点

——中南建设（000961）2010 年年报点评报告

研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期: 2011 年 4 月 6 日

报告关键要素:

中南建设是一家专注于在三四线城市开发建设的地方性开发商，定位于三四线城市的历史和战略将在“限购年代”给公司带来销售的“政策红利”，另外，公司兼备一级土地开发与建筑施工，在土地获取与成本控制方面具有一定优势。我们首次给予公司“增持”投资评级。

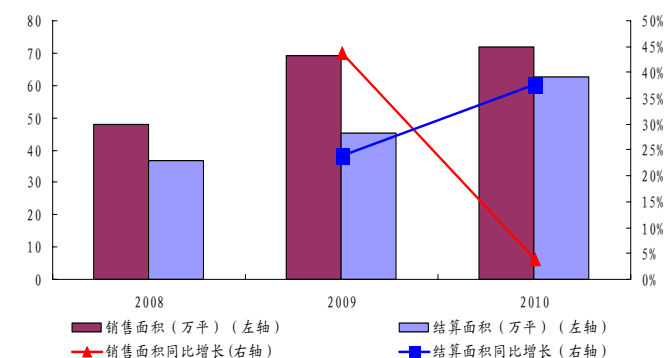
事件:

中南建设公布了2010年年报。报告期内，公司实现营业收入91.38亿，同比增长60.75%；利润总额10.17亿，同比增长26.16%；归属于母公司所有者的净利润7.41亿，同比增长32.41%；基本每股收益0.63元。

点评:

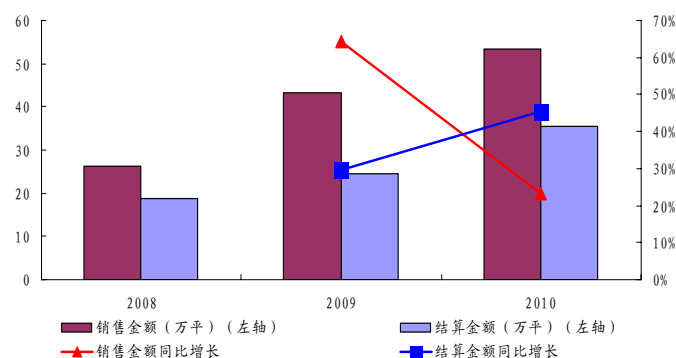
- **定位三四线城市将有助于公司“限购年代”销售。**2010年公司实现预售面积71.74万平方米，实现预售金额53.35亿元，分别比上年增长了3.81%和23.31%，销售增速低于行业平均增速。2011年，房地产计划新开工面积150万平方米，实现销售面积100万平方米，实现销售金额70亿元。尽管2011年整个行业将面临着较大的销售压力，但是，由于公司楼盘资源都处于非限购的三四线城市，城镇化带来的刚性需求正处于快速增长时期，限购等调控政策对这些城市的影响相对较小，公司目前可售资源丰富（公司现有存货达到118亿元），加上公司的品牌，我们认为，公司的销售将有望完成既定目标，公司一直以来深耕三四线城市将成为“限购时代”的重要竞争力之一。

图 1: 中南建设近 3 年销售与结算面积图



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

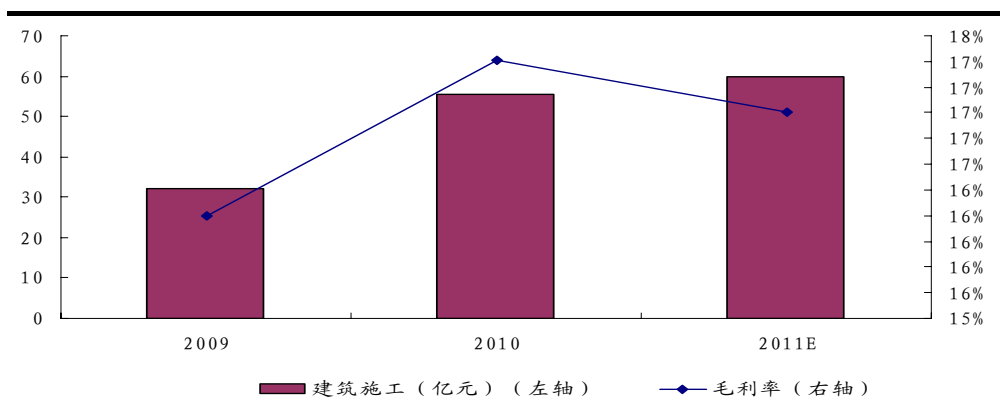
图 2: 中南建设近 3 年销售与结算金额图



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **建筑施工业务将平稳发展。**2010年，建筑施工业务全年实现收入66.60亿元（内部关联交易抵消后55.53亿元），比上年增长63.52%，净利润率4.50%，比上年同期略有增长。我们认为，将2011年建筑施工业务划实现业务收入将有望实现70亿元，利润率保持过去水平。

图 3: 中南建设建筑施工业务图



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **“打包拿地”模式将继续在三四线城市实施。**2010年公司一方面运用独特的“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, 海南儋州土地开发也取得了进展, 获得了首期800亩土地。另一方面, 公司通过挂牌竞拍方式, 以起拍价格成功竞得苏州吴江、镇江两宗地块, 保证了公司在区域市场的发展壮大。2011年, 房地产新项目拓展继续执行“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。我们认为, 公司已有的土地一级开发实力将有助于公司完成既定的目标, 从而保证公司在三四线城市获得低价土地储备资源。
- **股票期权有利于公司管理层稳定和业绩快速增长。**公司2月份推出了股权激励草案, 公司拟向88名激励对象授予总量为3000万份的股票期权 (占授予时公司股本总额的2.57%)。行权期的业绩条件为: 每年的净资产收益率不低于15%, 2011年、2012年、2013 年对2010年业绩的增速不低于30%、70%、120%), 三次行权的行权比例分别为40%、35%、25%, 行权价为12.40元。该方案尚待证监会审批。公司股票期权的推行有利于公司管理的稳定与业绩的快速增长。
- **盈利预测。**我们预计公司2011-2012年每股收益分别为0.91和1.20元, 4月6日收盘价对应的市盈率分别为15.01倍和11.31倍, 估值高于万科等龙头公司。由于公司集中在三四城市销售与开发有一定的先发优势, 加上公司采取建筑加地产的盈利模式将在土地增值税提高的背景下有一定的优势, 我们首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险; 三四线城市销售下跌风险。

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	56.84	91.38	113.32	134.42
增长比率 (%)	63.38%	60.75%	24.01%	18.62%
净利润 (亿元)	5.60	7.41	10.58	14.04
增长比率 (%)	1980.14	32.41	42.75	32.70
每股收益 (元)	0.89	0.63	0.91	1.20
市盈率 (倍)	15.28	21.59	15.01	11.31

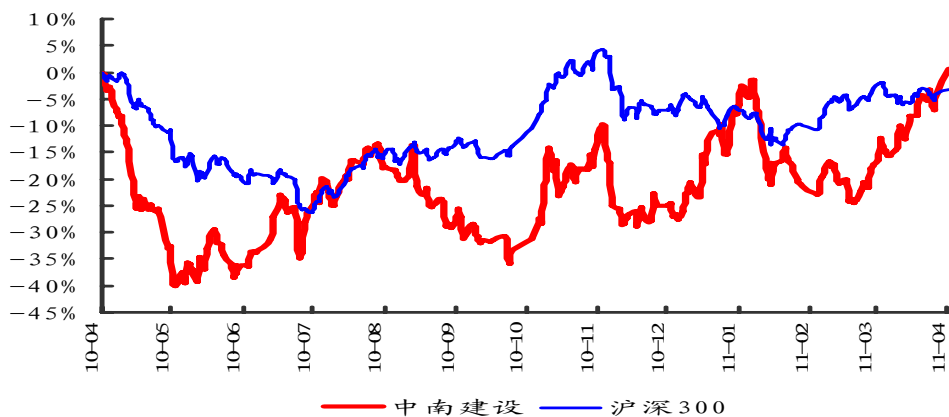
市场数据 (2011年4月6日)

收盘价 (元)	13.60
一年内最高/最低 (元)	13.60/10.18
沪深300 指数	3311.01
市净率 (倍)	3.44
流通市值 (亿元)	42.95

基础数据 (2010年12月31日数据)

每股净资产 (元)	3.95
每股经营现金流 (元)	(1.97)
毛利率 (%)	24.05
净资产收益率 (%)	17.46
资产负债率 (%)	78.15
总股本/流通股 (亿股)	11.68/3.16
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。