



房地产开发/房地产

南通科技（600862）

三线地产+X，保障房新龙头，南通标的

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

地产+X，小市值，三线城市、南通地方国企、保障房龙头，沪通铁路、崇启大桥。

事件：

- 前期我们对公司进行了调研，拜访公司高管，调研公司项目和业务。
- 我们把公司业务结构概括为“三线地产+X”（即 3+X），X 为机床业务。地产和机床主业在未来 3 年都将发生基本面深刻变革，提高成长性。
- 地产主业的竞争优势和看点在于：南通市房地产唯一资本市场平台；开发区域集中于三线区域南通（经济发达、交通便利、不受限购影响）；南通地方政府保障房开发龙头企业；大股东为地方实力派国企。
- 作为地方实力派国企，公司在拿地、资金等方面具有明显优势。机床作为制造业在经济增长、就业、税收等方面有突出贡献，这将为地产主业的扩张成长创造良好条件（也是地产+X 模式的特质之一）。
- 观音山旧城改造项目将使得公司房地产发生拐点性质变。该项目是三线城市城市化的缩影，总建面 468 万平，其中保障房 160 万平，商品住宅 200 万平，商业办公 108 万平。11 年启动，15 年基本竣工。
- 目前公司通过持股 5% 少量参与一级开发，大股东持股 30%。作为地方实力企业和唯一房地产平台，我们预判公司将深度参与二级开发。
- 公司有望成为资本市场保障房开发新的龙头。通过 10 年报经营计划、企业地位和优势推断，参考中证报 5 月 20 对南通国土房管官员的采访报道，公司有望获得观音山旧改中 160 万平米保障房。
- 公司管理层看好机床业务前景，且确立了通过做大规模、提高产品档次的战略加快发展。除通能精机项目和技改外，再融资募投项目热加工中心已完成土地平整，预计 12 年可投产。
- 公司为小市值公司，市值扩张的驱动因素将是观音山旧改项目中保障房拿地和开工、商品住宅和商业地产项目拿地和销售、机床扩产成功。
- 公司大股东已统一为南通产控集团，控股 37.6%。根据其官网介绍，南通产控为南通市工商企业中唯一的国有独资企业，拥有土地 192 幅、284.64 万平方米（4270 亩）。
- 我们看好南通房地产市场，公司是南通经济和房地产发展代表性品种。下属海安、海门、通州、启东、如东为全国经济百强县。通过已建成苏通大桥、在建崇启大桥、拟建沪通铁路，融入上海一小时经济圈。
- 预计 11、12、13 年 EPS 分别为 0.81、1.06 和 1.42 元，其中，11 年地产贡献 0.67 元，10 年报 7 亿预售房款已锁定 82%。下半年开盘的万濠华府 2 期和翰林府销售额贡献 12 年业绩，目前认购符合公司预期。公司首次评级增持，值得关注，目标价待地产等业务新进展后确定。
- 风险提示：地产深度调整影响项目下半年预售，机床募投项目进度。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：

目标价格：

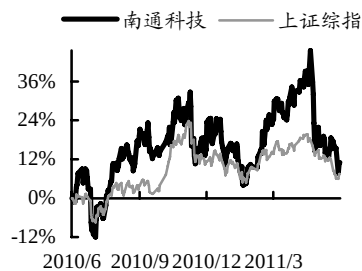
上次预测：

当前价格：11.35
2011.06.03

交易数据

52 周内股价区间（元）	8.63-15.20
总市值（百万元）	3,620
总股本/流通 A 股（百万股）	319/303
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	95%
日均成交量（百万股）	6
日均成交值（百万元）	71

52 周内股价走势图



相关报告

- 房地产：《新盘普遍顺应市场略低价入市》，2011.5.30
- 房地产：《严控政策持续，北京部分楼盘小幅降价》，2011.5.24
- 房地产：《限购严控城市销售压力逐渐加大》2011.05.09
- 《2011 年房地产行业策略报告——从“延安”到“西柏坡”》，2011.12.10
- 行业深度研究报告《中国房地产行业和商业模式的展望和出路》，2010.8.26
- 《保障房开发对房地产投资和 GDP 的影响——政策系列研究之一》，2010.5.21

图1 公司地产+X主营业务结构，地产为主

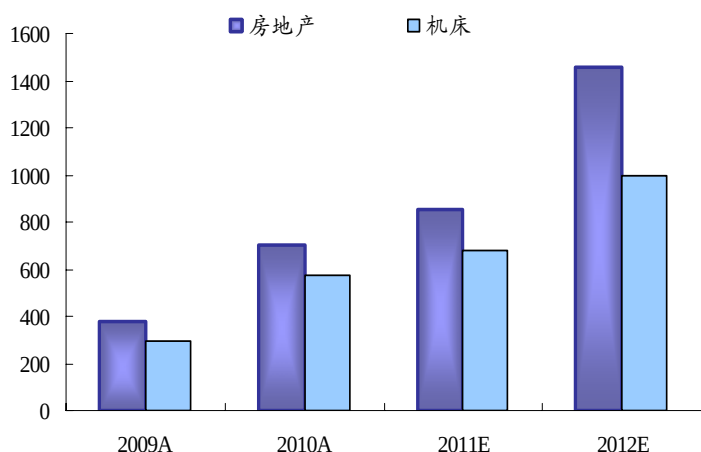
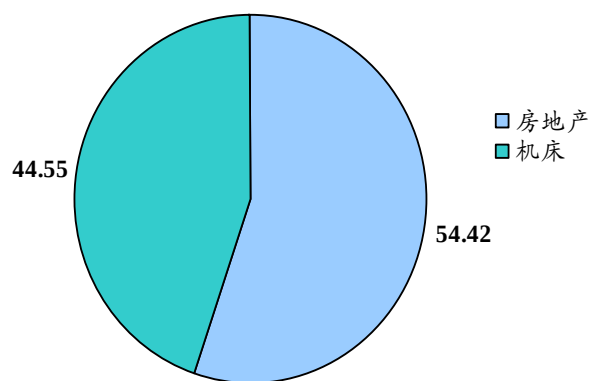


图2 2010年房地产和机床主业收入结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究，下表1、表2同。

表1: 公司拥有的房地产项目资源

(单位: 万平方米, 元/平方米)

项目名称	产品类型	建筑面积	未结面积	权益比例	预计楼面地价	竣工时间	预计均价	预计毛利率	项目进度
万通城	中档住宅	28.00	1.90	100%	950	2009	8000	53%	尾盘/已售
万濠华府	高档住宅	16.00	15.20	100%	3300	2013	14000	51%	1期在售, 2期在建待售
翰林府	高档住宅	7.00	6.30	51%	13000	2013	25000	36%	在建待售
开发区项目	工业用地	9.24	8.32	100%	---	---	18000	---	等待变性
观音山旧改项目	住宅/商办	468	468	---	---	2015	---	---	保障房8月启动

表2: 公司从观音山旧改项目获取商品住宅和商办土地资源的敏感性分析

(单位: 万平方米, 亿元)

拿地比例	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
拿地建面	92	123	154	185	216	246	277	308
预计地价	27.72	36.96	46.2	55.44	64.68	73.92	83.16	92.4
预计销售额	78.54	104.72	130.9	157.08	183.26	209.44	235.62	261.8

图3 南通市经济发达

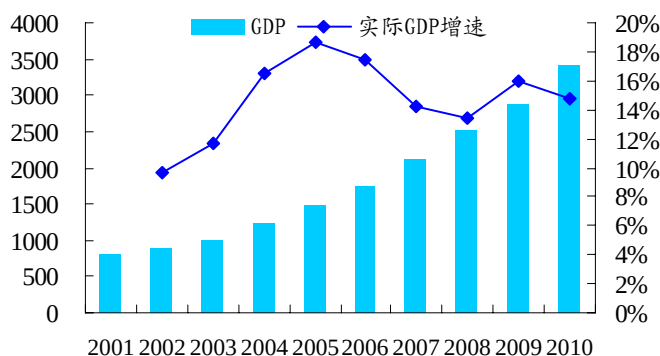
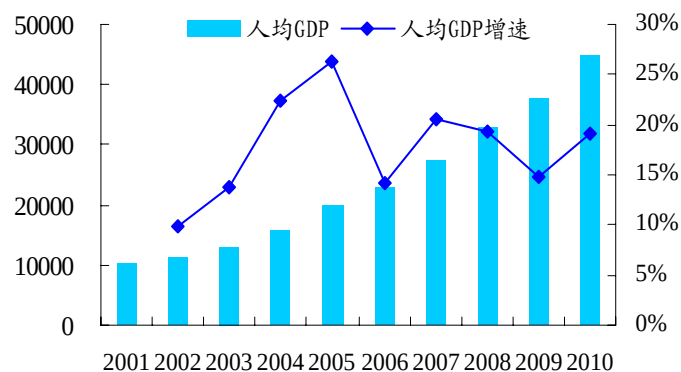


图4 南通市经济发展水平和人均生活水平高



数据来源：南通市统计局，CEIC，国泰君安证券研究，下图5、图6、图7、图8同。

图5 南通市居民收入水平高

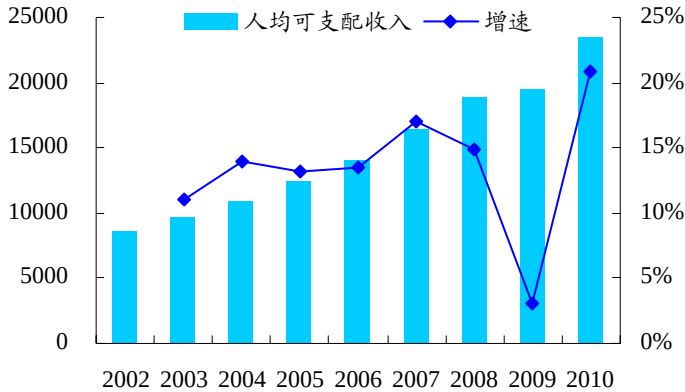


图6 南通市居民财富发达

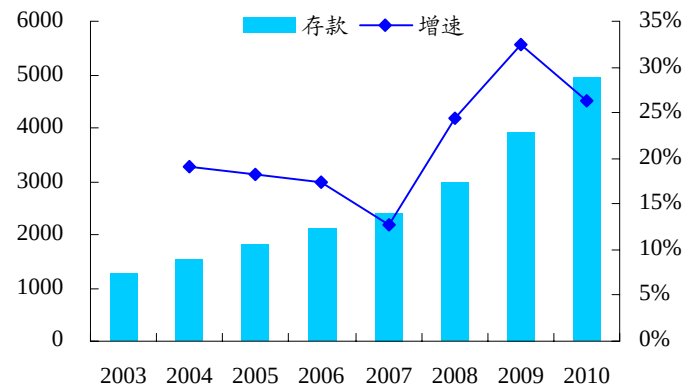


图7 南通市商品房市场容量迅速增长

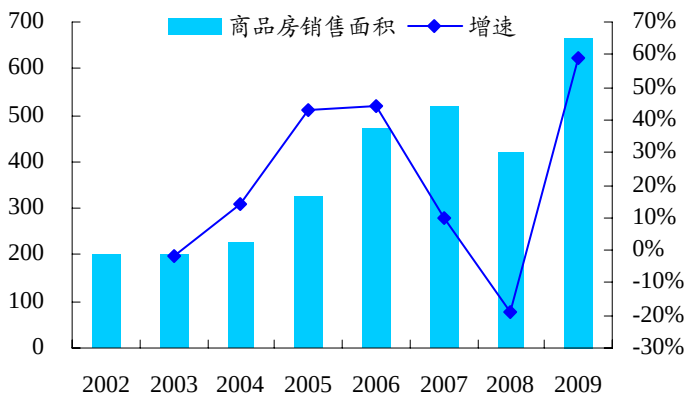
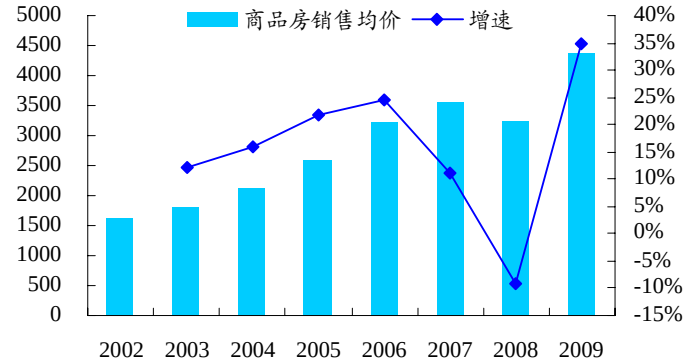


图8 南通市房价稳步上升



附：南通市交通条件简介 （根据网络媒体报道整理，摘引的资料并不保证与实际完全一致，仅供参考）
崇启大桥：

全长约 52 公里，总投资 75.73 亿元，建设工期 3 年。项目南起上海崇明岛陈家镇，与在建的崇明越江通道相接；北接启东市汇龙镇，与宁启高速公路相连。全线采用双向六车道高速公路标准设计，跨江大桥及崇明段接线时速为 100 公里/小时，启东段接线为 120 公里/小时。预计 2012 年建成通车。

沪通铁路：

该铁路将南连浦东铁路、沪宁铁路，北接宁启铁路，彻底改变上海长期以来只有向西、向南的铁路路网格局，实现东部沿海铁路大贯通。沪通铁路建成后连云港到上海的路程将从现在的 800 公里缩短至 400 公里，对苏北沿海地区产生拉动作用。

沪通铁路将对该市产生强大的铁路效应，并与苏通大桥、沪崇苏大通道等一起形成综合性的交通枢纽效应，使南通在地域上与上海、苏南隔江相连，全面融入上海 1 小时都市圈、长三角 3 小时交通圈。

图 9: 沪通高铁路线大致图



图 10: 崇启大桥开通后, 南通到浦东通车时间缩短到 2 小时



附表：公司业绩预测表 (单位：百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	403.49	676.65	1286.90	1532.00	2455.74	4165.10
营业收入	403.49	676.65	1286.90	1532.00	2455.74	4165.10
二、营业总成本	466.83	688.13	1236.31	1290.38	1930.85	3452.95
营业成本	340.28	555.79	983.95	1002.85	1523.27	2828.89
营业税金及附加	1.64	27.19	73.76	111.35	174.29	261.70
销售费用	46.49	38.58	79.28	61.28	85.95	124.95
管理费用	58.44	59.66	72.63	76.60	85.95	133.28
财务费用	3.46	2.62	10.30	38.30	61.39	104.13
资产减值损失	16.52	4.29	16.39	0.00	0.00	0
三、其他经营收益	15.67	4.82	3.29	14.58	9.00	0.00
公允价值变动净收益	-3.86					
投资净收益	19.53	4.82	3.29	14.58	9.00	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	-47.67	-6.66	53.88	256.20	533.89	712.15
加：营业外收入	119.76	253.92	106.51	90.67	0.00	0
减：营业外支出	9.33	7.59	5.58	0.00	0.00	0
五、利润总额	62.77	239.67	154.81	346.87	533.89	712.15
减：所得税	16.46	36.94	46.15	86.72	133.47	178.04
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	46.31	202.73	108.66	260.15	400.41	534.11
减：少数股东损益	-2.02	0.76	-1.70	0.00	60.59	82.39
归属于母公司所有者的净利润	48.33	201.96	110.36	260.15	339.83	451.72
股本	238.44	238.44	318.96	318.96	318.96	318.96
EPS	0.20	0.85	0.35	0.82	1.07	1.42
主营收入增长率	-11%	68%	90%	19%	60%	70%
净利润增长率	-62%	506%	-62%	136%	31%	33%
毛利率	15.7%	17.9%	23.5%	34.5%	38.0%	32.1%
三项费用率	26.9%	14.9%	12.6%	11.5%	9.5%	8.7%
净利润率	12.0%	43.3%	8.6%	17.0%	13.8%	10.8%

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究。

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008 年、2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。荣获 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		