

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 lej@cjsc.com.cn

模式复制进行时

事件描述与点评

中南建设今日发布 2011 年中报，11 年上半年公司实现营业收入 48.71 亿元，同比增长 22.35%；实现营业利润 5.69 亿元，同比增长 17.14%；实现归属母公司净利润 4.13 亿元，同比增长 21.91%，每股收益 0.35 元。

三四线城市结算毛利上升

公司上半年房地产与建筑业务收入同比都实现了增长，房地产业务增长 20%，毛利上升接近三个百分点，其主要原因是公司结算的大多为 09 年下半年以及 10 年上半年所卖的项目，毛利率相对较高，三四线城市这两年来毛利率普遍上升；建筑业务实现了 23% 的增长，毛利提高 2.5 个百分点，其主要原因是公司建筑业务升级，目前接的单子大多是难度较高的公建项目，毛利较高。随着公司各项目的有序推进，我们预计公司未来房地产毛利将会稳定在 37—38% 左右；建筑业务毛利率稳定在 17—18%。

下半年推盘量较大，有望超年初目标

公司上半年销售 41 万平米，同比上涨 94%；销售金额为 30 亿，同比上涨 73%。公司上半年销售总体来说强于行业平均水平，但是还是有部分楼盘受制于预售证。公司年内目标销售为 70 亿，根据我们实地调研的情况，下半年项目公司销售目标合计在 65 亿左右，我们认为公司下半年完成 40 亿问题不大，截止目前公司的销售额为 40 亿，全年很可能超年初制定的目标销售。公司目前在手预收账款 80 亿，预计这部分为公司未来锁定的 EPS 为 1.08 元。

公司异地复制有序推进

公司的优势在于其独特的拿地模式，即“建筑+房地产”打包拿地。这种拿地模式的特点在于提前锁定地价，项目以大盘运作为主，公司这种模式在南通 CBD 已取得成功，能否成功复制到异地是公司最大的看点。公司通过这种模式在盐城与青岛李沧区成功取得了大面积土地，上半年成功进入淮安、营口取得一级土地开发资质。我们预计下半年公司在湖北以及湖南等地将取得进展。公司目前在手现金接近 25 亿，短债与一年内到期的非流动负债合计 43 亿，短期偿付方面压力比较大。由于公司建筑业务的应收账款有 33 亿，这部分资金如果能及时回款将大大缓解公司压力。

盈利预测与投资评级

我们看好公司发展的模式，目前的股价也极具投资价值，但目前三四线城市限购对于公司未来销售的影响还有待观察。我们假定公司建筑业务未来每年增长在 20% 左右，根据地产结算节奏预计 11-12 年 EPS 分别为 0.92、1.35 元，维持“推荐”评级。

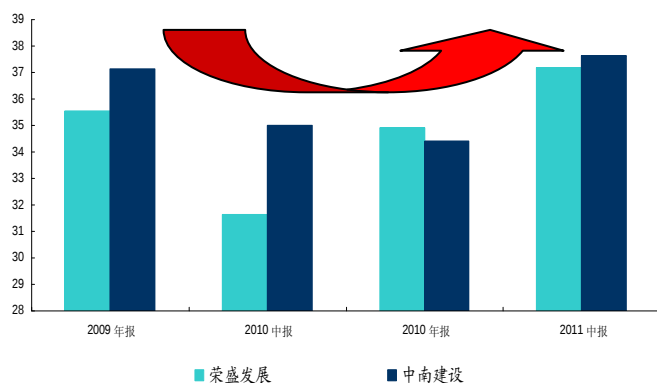
第一，三四线城市结算毛利上升

公司上半年房地产与建筑业务收入同比都实现了增长，房地产业务增长 20%，毛利上升接近三个百分点，其主要原因

是公司结算的大多为 09 年下半年以及 10 年上半年所卖的项目，毛利率相对较高，三四线城市这两年来毛利率普遍上升；建筑业务实现了 23% 的增长，毛利提高 2.5 个百分点，其主要原因是公司建筑业务升级，目前接的单子大多是难度较高的公建项目，毛利较高。

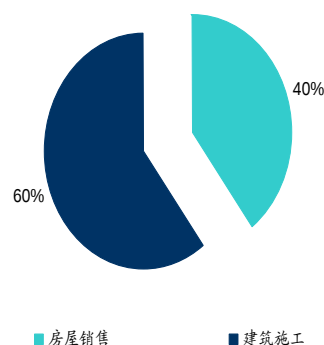
随着公司各项目的有序推进，我们预计公司未来房地产毛利将会稳定在 37—38% 左右；建筑业务毛利率稳定在 17—18%。

图：荣盛发展与中南建设房地产结算毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司营业收入分业务占比



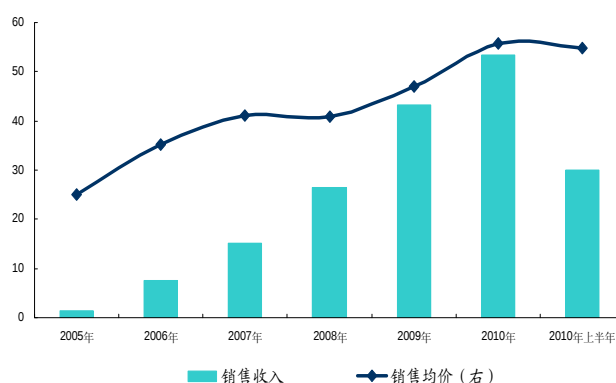
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，下半年推盘量较大，有望超年初目标

公司上半年销售 41 万平米，同比上涨 94%；销售金额为 30 亿，同比上涨 73%。公司上半年销售总体来说强于行业平均水平，但是还是有部分楼盘受制于预售证。公司年内目标销售为 70 亿，根据我们实地调研的情况，下半年项目公司销售目标合计在 65 亿左右，我们认为公司下半年完成 40 亿问题不大，截止目前公司的销售额为 40 亿，全年很可能超年初制定的目标销售。

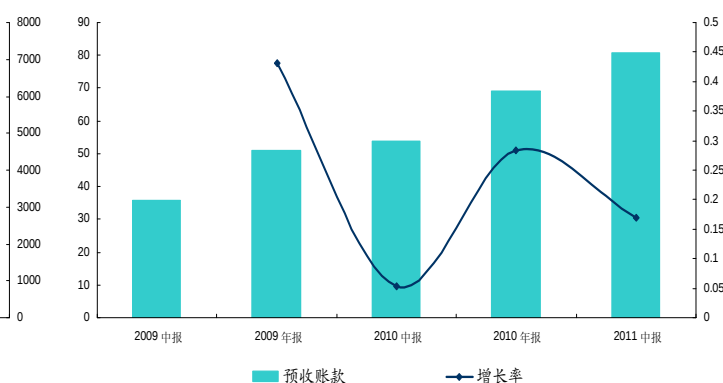
公司目前在手预收账款 80 亿，预计这部分为公司未来锁定的 EPS 为 1.08 元。

图：公司房地产合同销售额与均价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司近期预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：下半年可售情况

项目名称	下半年目标销售	推盘时间	户型	备注
海门南部新城	4 9 月份开盘	中等户型	目前已经被定完	
海门中南世纪城	2		接近尾盘	
南通中南世纪城(CBD)	4.5 酒店式公寓持续开盘，办公要到 10 月份		主要卖的办公与酒店式公寓	

南通军山半岛	2	别墅	高端产品
南通世纪花城	5 8月中旬已经开盘	100-125-144 为主	去化八成
盐城中南世纪城	9 8-12 月份	95 两房 125 三房	去年 5300, 今年 5500
镇江项目	6.5 九月份开盘		
常熟中南世纪城	10 9 月开始	高层、洋房、联排	拆迁问题推迟了
寿光中南世纪城	4.5 一直再卖, 有持续性	四个项目在卖, 产品线丰富, 有别墅	
青岛中南世纪城	7 八月上旬	90--120 为主	销售 4 亿
海南文昌森海湾	3 10 月份	50--100 平米	
儋州中南世纪城	3.5 8 月份开两栋, 二期 10 月份	40--70 为主	一个多亿, 均价 5500 不到
吴江市项目	4.5 9 月份 10 月下旬 两批	类别墅与洋房	
合计	65.5		

资料来源: 长江证券研究部

第三, 公司异地复制有序推进

公司的优势在于其独特的拿地模式, 即“建筑+房地产”打包拿地。这种拿地模式的特点在于提前锁定地价, 项目以大盘运作为主, 公司这种模式在南通 CBD 已取得成功, 能否成功复制到异地是公司最大的看点。

公司通过这种模式在盐城与青岛李沧区成功取得了大面积土地, 上半年成功进入淮安、营口取得一级土地开发资质。我们预计下半年公司在湖北以及湖南等地将取得新进展。

公司目前在手现金接近 25 亿, 短债与一年内到期的非流动负债合计 43 亿, 短期偿付方面压力比较大。由于公司建筑业务的应收账款有 33 亿, 这部分资金如果能及时回款将大大缓解公司压力。

表: 公司上半年成立的子公司

日期	公司名称	注册地	注册资本(万)
2011 年 1 月 13 日	营口中南世纪城房地产开发有限公司	辽宁省营口市	10,000
2011 年 1 月 27 日	菏泽中南世纪城房地产开发有限公司	山东省菏泽市	10,000
2011 年 3 月 7 日	镇江中南新锦城房地产开发有限公司	江苏省镇江市	2,000
2011 年 4 月 15 日	南充世纪城(中南)房地产开发有限责任公司	四川省南充市	10,000

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表: 上半年拿地情况

日期	项目地址	成交金额(万元)	占地面积(m ²)	建筑面积(m ²)	楼面价	用地性质
2011 年 3 月 3 日	营口市鲅鱼圈区	9020	60133	126279	714	住宅
2011 年 4 月 22 日	淮安市	23700	121702	267744	885	住宅

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 盈利预测与投资评级

我们看好公司发展的模式, 目前的股价也极具投资价值, 但目前三四线城市限购对于公司未来销售的影响还有待观察。我们假定公司建筑业务未来每年增长在 20% 左右, 根据地产结算节奏预计 11-12 年 EPS 分别为 0.92、1.35 元, 维持“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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9138	11516	14903	19303	货币资金	2566	2645	2837	2859
营业成本	6940	8642	10945	14132	交易性金融资产	3	3	3	3
毛利	2198	2874	3958	5171	应收账款	5586	7066	9144	11843
% 营业收入	24.1%	25.0%	26.6%	26.8%	存货	11858	10892	13769	17772
营业税金及附加	485	691	894	1158	预付账款	2421	3022	3819	4930
% 营业收入	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	92	115	149	193	流动资产合计	22446	23639	29587	37427
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	398	507	656	849	持有至到期投资	90	90	90	90
% 营业收入	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	101	133	160	160	投资性房地产	44	44	44	44
% 营业收入	1.1%	1.2%	1.1%	0.8%	固定资产合计	907	965	978	1008
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	5	5	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	4	4	4	4
投资收益	5	4	4	4	递延所得税资产	164	0	0	0
营业利润	1128	1431	2102	2814	其他非流动资产	475	475	475	475
% 营业收入	12.3%	12.4%	14.1%	14.6%	资产总计	24136	25223	31183	39053
营业外收支	-8	0	0	0	短期贷款	3242	0	0	0
利润总额	1017	1431	2102	2814	应付款项	3033	3742	4730	6106
% 营业收入	11.1%	12.4%	14.1%	14.6%	预收账款	6899	8752	11326	14670
所得税费用	243	358	526	704	应付职工薪酬	538	660	834	1077
净利润	774	1073	1577	2111	应交税费	1108	1594	2158	2830
归属于母公司所有者					其他流动负债	955	1200	1520	1962
的净利润	741.2	1073.5	1576.9	2110.8	流动负债合计	15775	15949	20569	26645
少数股东损益	33	0	0	0	长期借款	3087	3087	3087	3087
EPS (元/股)	0.63	0.92	1.35	1.81	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-2295	3726	659	591	负债合计	18862	19036	23656	29732
取得投资收益	5	4	4	4	归属于母公司	4615	5528	6868	8662
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	659	659	659	659
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5274	6187	7527	9321
固定资产投资	-45	-115	-75	-97	负债及股东权益	24136	25223	31183	39053
其他	5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-40	-112	-71	-93		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.635	0.919	1.350	1.807
股权融资	509	0	0	0	BVPS	3.95	4.73	5.88	7.42
银行贷款增加 (减少)	2536	-3242	0	0	PE	15.82	10.92	7.44	5.55
筹资成本	319	-294	-396	-476	PEG	0.38	0.26	0.18	0.13
其他	-727	0	0	0	PB	2.54	2.12	1.71	1.35
筹资活动现金流净额	2636	-3536	-396	-476	EV/EBITDA	12.61	7.50	5.15	3.93
现金净流量	301	79	192	22	ROE	16.1%	19.4%	23.0%	24.4%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。