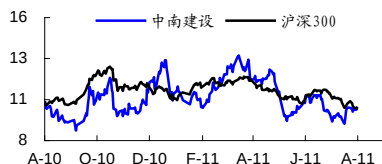


证券研究报告—动态报告
房地产
房地产开发
中南建设(000961)
谨慎推荐
2011 年半年报点评

(首次评级)

2011 年 8 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	1,167.8/315.8
总市值 (百万元)	11,900.3/3,218.0
沪深 300/深圳成指	2,554.02/11,243.42
12 个月最高/最低 (元)	13.66/8.66

相关研究报告:
证券分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120001

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

半年报点评

双轮驱动, 地产销售同比大增

●收入增长 22%, 净利润增长 21%, ESP0.35 元, 基本符合预期

上半年营收约 49 亿元, 归属于母公司净利 4.1 亿, 分别同比增 22% 和 21%。其中房地产营收 20 亿, 同比增 20%, 毛利率 38%, 同比增 2.6 个百分点; 建筑总包实现营收约 29 亿, 同比增 23%, 毛利率 19%, 同比增 2.5 个百分点。

●销售逆市大增, 全年 70 亿元目标可期

上半年销售面积 41 万平, 金额 30 亿元, 同比分别大增 94% 和 73%, 远超全行业 12.9% 和 24% 水平, 若下半年青岛、镇江推盘顺利, 全年 70 亿目标可期。销售大增原因: 主动加大了对一次性付款客户的折扣, 降价求量。

●“建筑+地产”双轮驱动畅游三、四线蓝海

公司已探索出“公建工程施工置换土地资源”、“一二级联动”的拿地模式, 拿地成本较低, 目前权益土地总储备已达到 1300 万平, 平均楼面地价仅 1230 元/平米, 表明“建筑+地产”双轮驱动、打包拿地的模式优势正得以较好发挥。公司区域战略布局也较为合理: 主要布局需求旺盛、受政策影响小的三、四线城市, 目前已进入十三个三、四线城市开发 16 个项目, 平均单盘规模超过 80 万平, 大盘开发有利于公司在中长期享受土地增值收益。

●财务尚安全, 业绩锁定性好

公司期末扣除预收款后的资产负债率 52%, 属中等水平。预售款约 81 亿, 占我们 2011 年收入预测值的 68%, 业绩锁定性较好。

●风险提示

下半年青岛、镇江施工进度低于预期, 导致全年销售大幅低于预期。

●股权激励助力公司发展, 成长好、估值低

公司在上半年推出了股权激励计划草案, 下半年力争完成审批手续, 若能实施, 将推动公司发展。我们预计 2011-13 年 EPS 分别为 0.86、1.23 和 1.65 元, NAVPS16.3 元, 成长好, 估值廉, 首次给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,684.23	9,137.51	11,787	16,738	22,596
(+/-%)	22.79%	60.75%	29.0%	42.0%	35.0%
净利润(百万元)	559.76	741.15	1000	1437	1927
(+/-%)	14.98%	32.41%	35.0%	43.6%	34.2%
每股收益 (元)	0.48	0.63	0.86	1.23	1.65
EBIT Margin	15.27%	13.4%	13.4%	12.7%	12.6%
净资产收益率 (ROE)	14.45%	16.1%	19.2%	23.8%	27.5%
市盈率 (PE)	21.26	16.1	11.9	8.3	6.2
EV/EBITDA	17.70	24.1	21.8	22.6	21.4
市净率 (PB)	3.08	2.58	2.28	1.97	1.70

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2566	2200	4464	6596	营业收入	9138	11787	16738	22596
应收款项	5598	8074	13757	12382	营业成本	6940	8888	12554	17105
存货净额	11858	17062	22145	34530	营业税金及附加	485	648	1021	1265
其他流动资产	2421	1768	3348	4293	销售费用	92	136	301	339
流动资产合计	22446	29106	43717	57802	管理费用	398	534	737	1028
固定资产	907	848	763	706	财务费用	101	158	151	151
无形资产及其他	5	5	6	6	投资收益	5	0	0	1
投资性房地产	777	777	777	777	资产减值及公允价值变动	(102)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	24136	30736	45263	59291	营业利润	1025	1424	1974	2708
短期借款及交易性金融负债	3242	3290	2466	1500	营业外净收支	(8)	0	0	0
应付款项	3033	4136	12290	19067	利润总额	1017	1424	1974	2708
其他流动负债	9500	14551	20893	28075	所得税费用	243	378	474	693
流动负债合计	15775	21978	35650	48642	少数股东损益	33	46	64	87
长期借款及应付债券	3087	2857	2857	2857	归属于母公司净利润	741	1000	1437	1927
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)					
长期负债合计	3087	2857	2857	2857	现金流量表 (百万元)				
负债合计	18862	24835	38507	51499		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	659	686	722	775	净利润	741	1000	1437	1927
股东权益	4615	5216	6035	7018	资产减值准备	166	(4)	(8)	(7)
负债和股东权益总计	24136	30736	45263	59291	折旧摊销	52	101	103	105
					公允价值变动损失	102	0	0	0
					财务费用	101	158	151	151
					营运资本变动	(3322)	(875)	2141	1995
					其它	(148)	31	44	61
					经营活动现金流	(2408)	253	3717	4081
					资本开支	(154)	(37)	(11)	(41)
					其它投资现金流	(0)	0	0	2
					投资活动现金流	(154)	(37)	(11)	(39)
					权益性融资	509	0	0	0
					负债净变化	1032	(230)	0	0
					支付股利、利息	(319)	(400)	(618)	(944)
					其它融资现金流	1234	48	(824)	(966)
					融资活动现金流	3168	(582)	(1442)	(1910)
					现金净变动	606	(366)	2264	2132
					货币资金的期初余额	1960	2566	2200	4464
					货币资金的期末余额	2566	2200	4464	6596
					企业自由现金流	(2493)	350	3849	4186
					权益自由现金流	(228)	53	2910	3108

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.63	0.86	1.23	1.65
每股红利	0.27	0.34	0.53	0.81
每股净资产	3.95	4.47	5.17	6.01
ROIC	10%	10%	15%	25%
ROE	16%	19%	24%	27%
毛利率	24%	25%	25%	24%
EBIT Margin	13%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	14%	14%	13%	13%
收入增长	61%	29%	42%	35%
净利润增长率	32%	35%	44%	34%
资产负债率	81%	83%	87%	88%
息率	2.7%	3.4%	5.2%	7.9%
P/E	16.1	11.9	8.3	6.2
P/B	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	24.1	21.8	22.6	21.4

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn