

中南建设(000961.SZ)

短期内资金面仍存压力，
弱市中销售或超预期

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

8.72-9.4

分析师

分析师

丁晨

周涛

S0740511070002

S0740510120015

021-20315131

021-20315158

dingchen@r.qlzq.com.cn

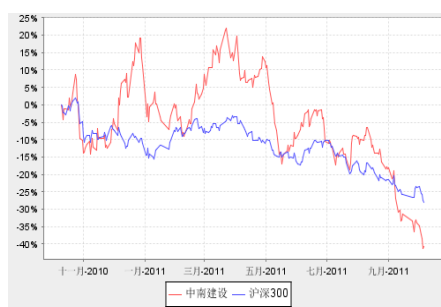
zhoutao@r.qlzq.com.cn

2011年10月23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)	6.63
市值(百万元)	7742.77
流通市值(百万元)	2093.72

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	12,204.3	16,817.5	23,017.4
营业收入增速	22.79%	60.75%	33.56%	37.80%	36.87%
净利润增长率	14.98%	32.41%	48.62%	41.80%	32.17%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.63	0.94	1.34	1.77
前次预测每股收益(元)	—	—	0.94	1.34	1.77
市场预测每股收益(元)	—	—	0.95	1.32	1.69
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	-1%	1.5%	4.7%
市盈率(倍)	31.14	18.01	10.80	7.62	5.76
PEG	2.08	0.56	0.22	0.18	0.18
每股净资产(元)	4.98	3.95	4.80	6.13	7.90
每股现金流量	0.18	-1.97	0.84	0.46	1.25
净资产收益率	14.45%	16.06%	19.67%	21.81%	22.37%
市净率	4.50	2.89	2.13	1.66	1.29
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

- **三季报业绩基本符合预期。**1-9月,公司实现营业收入79亿元,归属于母公司净利润6.4亿元,较上年同期分别增长27%和23%。实现基本每股收益0.55元,同期增长22%。
- **今明两年的业绩已基本锁定。**截止至三季度末,公司未结算预售款91亿元,约锁定1.16元的EPS,也基本上锁定了我们所预测的今年四季度至2012年末的地产业利润。
- **短期资金压力依然存在。**由于公司在建项目增加较快,存货比年初增长50%,单季度增长10%,使得存货资金配比从二季度末的6.5继续上升至8.9。同时前三季度有息负债较快增长,总体增长28%(短期、长期借款和一年内到期非流动负债分别增加35%、12%和64%),净负债率达到103%,比年初的71.3%显著提升。由于一年内到期债务及短期借款较快增长,公司存在一定的短期资金压力。
- **加速推盘,主动促销,项目所在的三四线城市去化水平仍较高,全年销售或超预期。**据了解,至10月上旬,公司签约销售额已达60亿,已完成年初70亿销售目标的85%,尤其是9月份以来公司加速推盘,同时主动促销抢占市场份额,地处江苏省内三四线城市常熟、盐城、海门、吴江等项目均取得了不俗业绩,项目去化率在90%以上,因此公司完成年初70亿销售目标无忧,并有望超出市场预期。
- **今年去化为主,拿地放缓,后期有望通过一二级联动方式低成本扩充土储。**公司目前拥有二级开发项目土地储备1041万平,一级开发项目1.1万亩。今年公司的主要任务是去库存,同时在资金压力之下拿地速度显著放缓,三季度未有新增地块。由于公司在海南儋州、江苏海门和四川南充有丰富的一级项目储备,后期极有可能通过一二级联动方式低成本获取土地,继续深耕和扩张三四线城市。

- **估值与投资建议：**我们认为公司是 A 股市场中为数不多的战略明晰、执行力超强的优质民营房企之一，长期看好其差异化拿地模式和三四线城市区域战略布局，未来三年依然处于高速成长期，是弱市中销售有望超预期的个股。我们维持前期的盈利预测，预计公司 11 年、12 年和 13 年 EPS 分别为 0.94、1.34 和 1.77 元，净利润分别增长 49%，42%和 32%，对应最新股价 PE 为 7、5 和 4 倍，RNAVPS 为 17.43 元，目前折价 62%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目所在城市出台限购令，资金面紧缩超预期。

图表 1: 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)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	9,138	12,204	16,818	23,017	货币资金	2,566	1,220	1,565	2,438
增长率	60.8%	33.6%	37.8%	36.9%	应收账款	3,528	3,646	5,024	6,877
营业成本	-6,940	-8,887	-12,419	-17,234	其他应收款	2,070	1,656	1,656	1,656
%销售收入	75.9%	72.8%	73.8%	74.9%	存货	11,858	13,627	13,849	11,674
毛利	2,198	3,317	4,399	5,783	其他流动资产	2,424	3,104	4,336	6,016
%销售收入	24.1%	27.2%	26.2%	25.1%	流动资产	22,446	23,254	26,431	28,660
营业税金及附加	-485	-888	-1,181	-1,545	%总资产	93.0%	93.4%	94.3%	94.9%
%销售收入	5.3%	7.3%	7.0%	6.7%	长期投资	134	134	134	134
营业费用	-92	-131	-177	-244	固定资产	907	860	812	764
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	3.8%	3.5%	2.9%	2.5%
管理费用	-398	-547	-743	-1,024	无形资产	476	472	472	471
%销售收入	4.4%	4.5%	4.4%	4.4%	非流动资产	1,690	1,638	1,589	1,541
息税前利润 (EBIT)	1,223	1,751	2,298	2,971	%总资产	7.0%	6.6%	5.7%	5.1%
%销售收入	13.4%	14.3%	13.7%	12.9%	资产总计	24,136	24,891	28,020	30,201
财务费用	-101	-220	-176	-151	短期借款	3,242	1,198	1,342	970
%销售收入	1.1%	1.8%	1.0%	0.7%	应付款项	10,851	12,006	12,690	12,034
资产减值损失	-103	0	0	0	其他流动负债	1,682	2,321	3,038	4,162
公允价值变动收益	0	0	0	0	流动负债	15,775	15,526	17,070	17,167
投资收益	5	0	0	0	长期贷款	3,087	3,087	3,087	3,087
%税前利润	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0
营业利润	1,025	1,531	2,122	2,820	负债	18,862	18,613	20,157	20,254
营业利润率	11.2%	12.5%	12.6%	12.2%	普通股股东权益	4,615	5,600	7,162	9,226
营业外收支	-8	0	0	0	少数股东权益	659	679	701	721
税前利润	1,017	1,531	2,122	2,820	负债股东权益合计	24,136	24,891	28,020	30,201
利润率	11.1%	12.5%	12.6%	12.2%	比率分析				
所得税	-243	-410	-538	-735		2010	2011E	2012E	2013E
所得税率	23.9%	26.8%	25.4%	26.1%	每股指标				
净利润	774	1,121	1,584	2,085	每股收益 (元)	0.635	0.943	1.337	1.768
少数股东损益	33	20	22	20	每股净资产 (元)	3.952	4.795	6.133	7.900
归属于母公司的净利	741	1,101	1,562	2,064	每股经营现金净流 (元)	-1.965	0.835	0.464	1.253
净利率	8.1%	9.0%	9.3%	9.0%	每股股利 (元)	0.100	0.100	0.000	0.000
现金流量表 (人民币百万元)					回报率				
	2010	2011E	2012E	2013E	净资产收益率	16.06%	19.67%	21.81%	22.37%
净利润	774	1,121	1,584	2,085	总资产收益率	3.07%	4.43%	5.57%	6.84%
少数股东损益	0	20	22	20	投入资本收益率	10.46%	13.93%	16.20%	19.22%
非现金支出	175	53	53	53	增长率				
非经营收益	69	277	220	213	营业总收入增长率	60.75%	33.56%	37.80%	36.87%
营运资金变动	-3,314	-475	-1,315	-888	EBIT增长率	52.76%	43.13%	31.23%	29.26%
经营活动现金净流	-2,295	995	564	1,483	净利润增长率	32.41%	48.62%	41.80%	32.17%
资本开支	45	1	5	5	总资产增长率	40.81%	3.13%	12.57%	7.78%
投资	0	0	0	0	资产管理能力				
其他	5	0	0	0	应收账款周转天数	109.0	109.0	109.0	109.0
投资活动现金净流	-40	-1	-5	-5	存货周转天数	538.7	523.3	203.5	267.9
股权募资	509	0	0	0	应付账款周转天数	124.2	124.2	124.2	124.2
债权募资	2,536	-2,044	144	-372	固定资产周转天数	34.7	25.6	17.6	12.1
其他	-408	-277	-337	-213	偿债能力				
筹资活动现金净流	2,636	-2,320	-193	-585	净负债/股东权益	71.29%	48.77%	36.39%	16.25%
现金净流量	301	-1,326	367	893	EBIT利息保障倍数	12.1	8.0	13.0	19.7
					资产负债率	78.15%	74.78%	71.94%	67.06%

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:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308