中国平安 PING AN 平安证券公司

房地产

2011 年 11 月 24 日

中南建设 (000961)

产业协同效应成就二线龙头

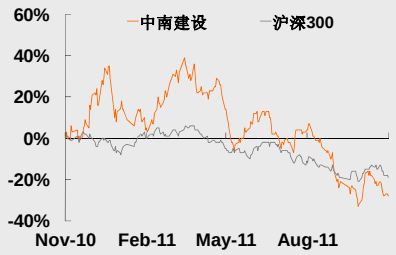
推荐（首次）

现价：7.05 元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.dljn.com
大股东/持股	中南房产/2.48%
实际控制人/持股	陈锦石/34.67%
总股本(百万股)	1,168
流通 A 股(百万股)	316
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	82.33
流通 A 股市值(亿元)	22.26
每股净资产(元)	4.4
资产负债率(%)	79.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

李晓东 S1060511080001
22621631
lixiaodong885@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 独特的联动开发模式赋予公司高成长潜力

公司最大的优势和特点在于开发模式：中南成功地结合了建筑施工行业与房地产行业的特点，利用两者之间的协同效应，探索出了独特的联动开发模式。该模式可以细分为两种：1、“建筑+地产”的联动开发；2、一二级土地联联动开发。联动开发模式的优势主要体现在三个方面：1、土地成本低；2、土地面积大；3、地价支付灵活。我们认为，如果明年地方政府的财政状况陷入困境，公司独特拿地模式的优势将有望进一步显现。

■ 合理的区域布局

中南以经济发展水平相对较高的三四线城市为主要布局区域，该布局策略的合理性在于：1、这些地区的房地产市场依然处于起步阶段，以刚性需求为主，房价相对合理；2、在和地方政府的谈判中，公司的议价能力更强，联动开发模式具有更好的适用性。目前，江苏省内仍然是公司的重点布局区域，建筑面积占比接近 70%；而环渤海是公司近年来外延扩张的主要目标区域。

■ 销售逆市扩张、资金压力缓解

下半年以来，公司的销售实现了逆市扩张，保持了强劲的增长势头。我们判断，全年销售额超过原定的 70 亿目标是大概率事件，预计为 80 亿左右。合理的区域布局和产品定位是公司销售能够实现逆市扩张的主要原因。进入四季度，公司的资金状况已经有了明显改善，主要的原因是：1、建筑工程款大都是年底支付，所以四季度是公司建筑业务回款的高峰期；2、九月份以来的合同销售额大幅增长，而银行贷款的到账期一般为 2 个月左右，前期销售回款逐步到位。

■ 盈利预测与估值

我们预测，公司 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.85、1.21、1.71 元，净利润年均复合增速为 39%，最新收盘价对应的 PE 分别为 8.3、5.8 和 4.1 倍；根据测算，公司 2011 年底的每股 RNAV 值为 18.3 元，股价相对于 RNAV 折让 62%。我们认为，中南 2011 年的销售增长有望超越行业平均水平，而且独特的开发模式和合理的布局策略奠定了公司高成长的基础，给予公司“推荐”的评级。

重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,684.23	9,137.51	10,826.20	13,497.91	17,300.85
同比(%)	63.38	60.75	18.48	24.68	28.17
归属母公司净利润	559.76	741.15	996.95	1,414.68	1,997.37
同比(%)	1,980.14	32.41	34.51	41.90	41.19
毛利率(%)	25.35	24.05	24.63	27.98	29.82
ROE(%)	14.45	16.06	17.76	20.13	22.13
每股收益(元)	0.48	0.63	0.85	1.21	1.71
P/E	14.71	11.11	8.26	5.82	4.12
每股 RNAV	12.57	13.93	18.34	20.02	21.83

正文目录

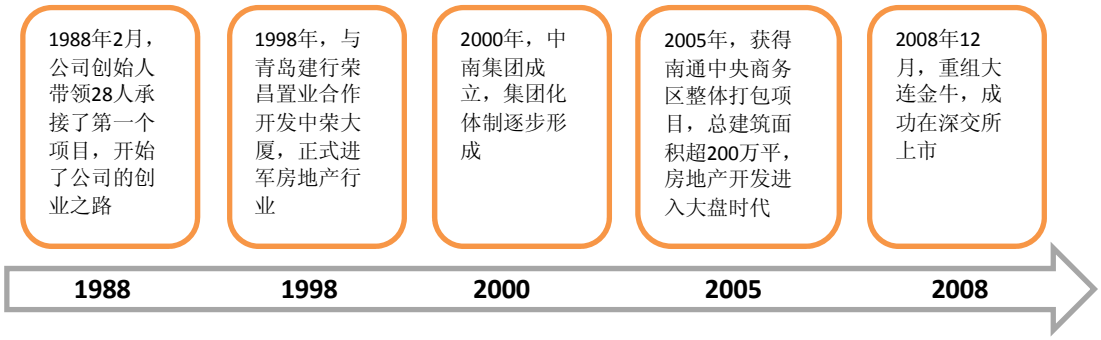
一、公司概况 **3**
二、独特的联动开发模式 **4**
2.1 产业协同效应催生联动开发模式 4
2.2 “低成本+大盘开发”奠定公司高成长的基础 5
三、合理的区域布局 **6**
四、销售逆市扩张，资金压力缓解 **7**
4.1 销售逆市扩张 7
4.2 资金压力缓解 8
五、盈利预测与估值 **9**
六、风险提示 **9**

图表目录

图表 1 中南建设发展历程 3
图表 2 中南建设股权结构图 3
图表 3 2010 年营业收入结构 3
图表 4 2010 年净利润结构 3
图表 5 各项业务盈利能力比较 4
图表 6 联动开发项目一览 4
图表 7 一级开发项目一览 5
图表 8 土地获取成本相对较低 5
图表 9 大盘开发迅速增加公司土地储备 6
图表 10 中南建设区域布局图 6
图表 11 经济发展水平比较 7
图表 12 布局城市房价走势 7
图表 13 公司销售增长强劲 8
图表 14 中南的短期偿付能力不足 8
图表 15 负债水平高于同业 8
图表 16 四季度是公司现金流入的高峰期 9
图表 17 营业收入预测（单位：百万元） 9

一、公司概况

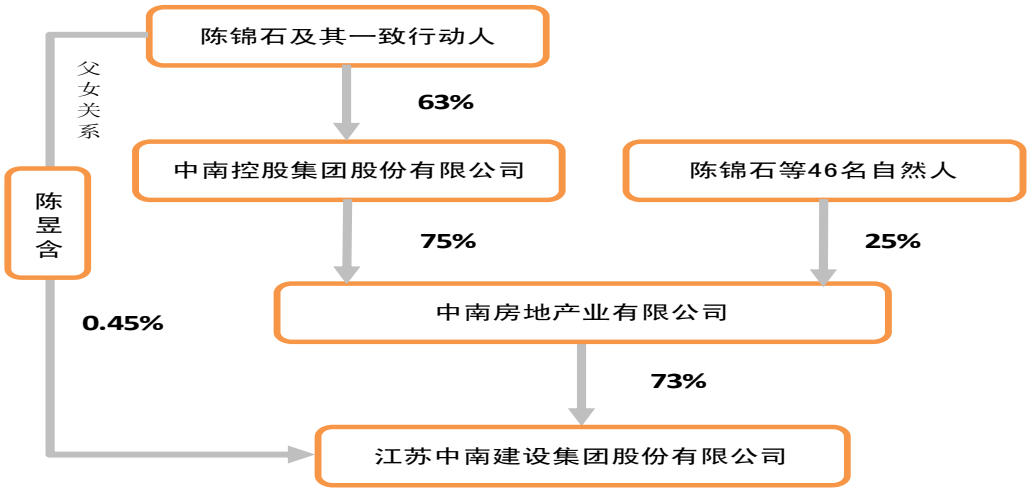
图表1 中南建设发展历程



资料来源：公司网站、平安证券研究所

公司由建筑业务起家，目前主营业务为房地产开发与建筑施工；2008 年底重组大连金牛成功实现借壳上市。

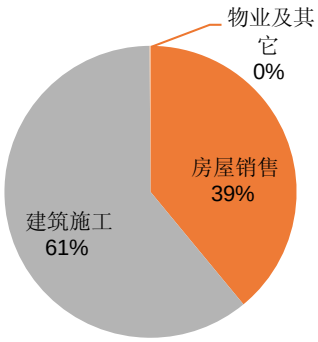
图表2 中南建设股权结构图



资料来源：公司年报、平安证券研究所

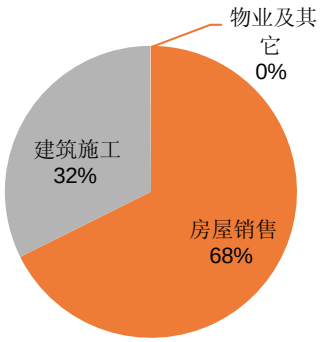
陈锦石先生是公司的创始人，也是公司的实际控制人。

图表3 2010年营业收入结构



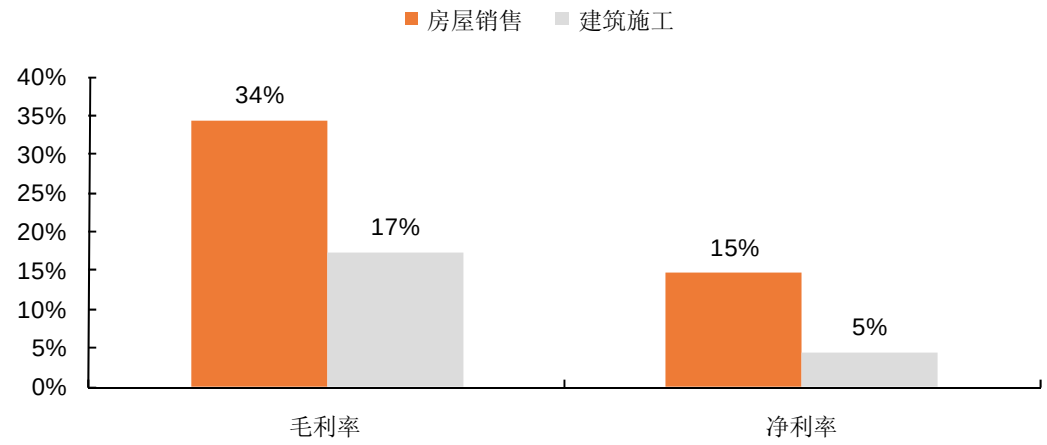
资料来源：公司报表、平安证券研究所

图表4 2010年净利润结构



资料来源：公司报表、平安证券研究所

图表5 各项业务盈利能力比较



资料来源：公司报表、平安证券研究所

建筑施工仍然是公司营业收入的主要来源，但是，房地产开发的盈利能力要明显高于建筑行业，房屋销售已经成为公司利润的主要贡献者。

二、独特的联动开发模式

公司最大的优势和特点在于开发模式：中南成功地结合了建筑施工行业与房地产行业的特点，利用两者之间的协同效应，探索出了独特的**联动开发模式**。

2.1 产业协同效应催生联动开发模式

图表6 联动开发项目一览

项目名称		已取得建筑面积（万平）	拿地方式	备注
南通项目	南通 CBD 项目	180	“建筑+地产”联动	
	南通中南世纪花城	100		
盐城项目	盐城中南世纪城	270	“建筑+地产”联动	
青岛项目	青岛中南世纪城	182	“建筑+地产”联动	
	青岛中南世纪锦城	0		拆迁尚未完成，总建面为 160 万平
儋州项目	儋州滨海新城	100	一二级土地开发联动	
海门项目	海门中南世纪锦城	30	一二级土地开发联动	目前已经获取一期 30 万平建面的土地，项目总建面为 190 万平
合计		862		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司通过“联动开发”模式获取的土地建筑面积总计 862 万平方米，在所有项目储备中的占比为 68%；其中，还不包括已锁定未获取的土地，预计该部分总建筑面积接近 300 万平米。

我们理解，公司的联动开发模式可以细分为两种：1、“建筑+地产”的联动开发；2、一二级土地联联动开发。

- **“建筑+地产”联动开发**

在 2005 年的南通市 CBD 项目中，公司探索出了“建筑+地产”联动开发模式。该类模式的特点是：利用三四线城市的市政工程建设资金相对缺乏，公司以“建筑垫资+结算还地”的模式在前期介入市政工程等基础设施建设，以换取后期在土地获取上的相对优势。

➢ **一二级土地联动开发**

一二级土地联动开发的模式的运作模式是：1、公司以一级开发商的身份在前期介入，帮助政府垫资进行土地开发，以换取后期在土地获取上的优惠政策；2、利用一级开发土地在出让时的收益分成机制，公司在二级市场对这些土地进行招拍挂时拥有资金杠杆，低价拿地的概率较高。
公司从2009年开始逐步涉及一级开发业务，先后中标了海南儋州、海门圩角河和四川南充项目。2010年底，以45万/亩的低价获得了800亩儋州土地；2011年中，取得了海门圩角河项目一期12万平土地的二级开发资质，楼面均价1700元/平方米，剩余70多万平的土地也已经基本锁定。

图表7 一级开发项目一览

中标项目	合约内容
四川南充清泉坝土地整治项目	根据合同约定，项目区土地出让计划 3 年进行，起始出让时间为土地整治项目工程形象进度有一定规模并且达到可以出让的条件时方可出让。清泉坝土地整治项目土地总面积约 3000 亩，整治后除去市政设施、公共设施、绿化及行政办公、道路等用地，实际可拍卖出让商住用地约 1500 亩。
海门圩角河两侧开发	土地成片开发工作持续时间约四年，2010 年将对外公开出让完成成片土地开发中的约 200 亩土地，之后每年约公开出让 350 亩，共分四年出让完毕。一期成片开发项目总用地面积约 2786 亩，其中开发净用地 1350 亩。
海南儋州滨海新区土地成片开发合作框架协议	约 4500 亩土地进行成片开发，持续时间不超过 8 年，最迟不超过 10 年，原则上 4 年完成整个项目基础设施建设。海南省目前征地、拆迁、安置费、耕地补偿费四项费用标准合计约 8.8 万元/亩。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

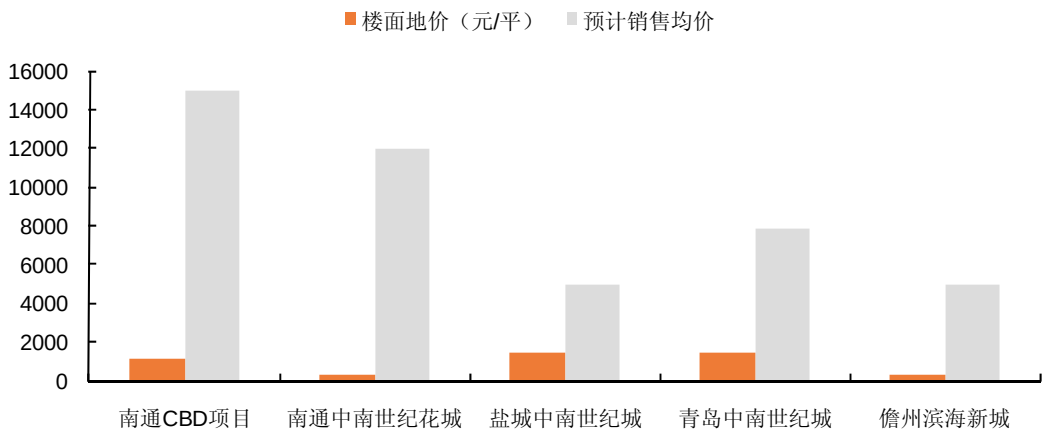
我们认为：**联动开发模式具有较高的壁垒，该模式要求地产公司在建筑施工方面具有很高的资质，而这正是中南与其他地产开发企业相比的优势所在。**南通总承包具有国家建筑工程总承包特级资质，经过 20 年的发展，在项目进度、质量、成本控制、现场形象等方面，均处于同行领先水平，已经形成了“大市场、大业主、大项目”的核心竞争力。

2.2 “低成本+大盘开发”奠定公司高成长的基础

联动开发模式的优势主要体现在三个方面：**1、土地成本低；2、土地面积大；3、地价支付灵活**。

➢ **土地成本低**

图表8 土地获取成本相对较低

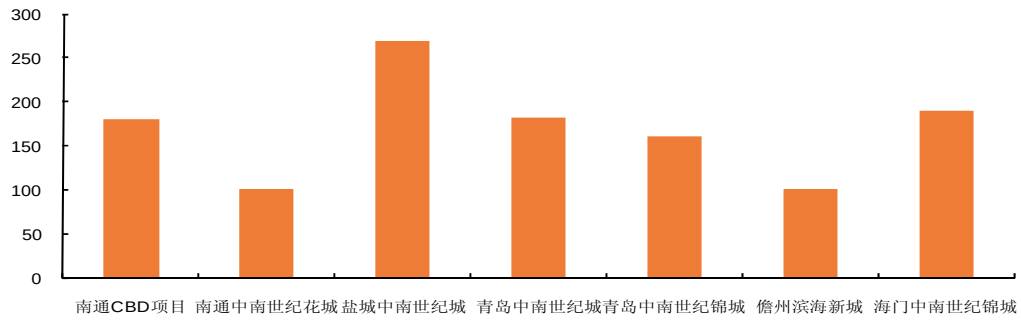


资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司通过联动开发模式获取项目的楼面均价要显著低于周边招拍挂的土地价格。较低的土地价格保证了公司项目的盈利能力和在市场波动时的抗风险能力。

➢ **土地面积大**

图表9 大盘开发迅速增加公司土地储备



资料来源：公司公告、平安证券研究所

联动开发模式的另一个特点是地块的面积往往比较大。如果考虑已经锁定的项目，公司通过该种方式获取的项目建筑面积均在100万平以上，平均面积为169万平。一方面，大盘开发迅速增加了公司的土地储备，保证了公司的持续成长能力；另一方面，大盘开发也使公司得以享受到土地增值的红利。

➢ **地价支付灵活**

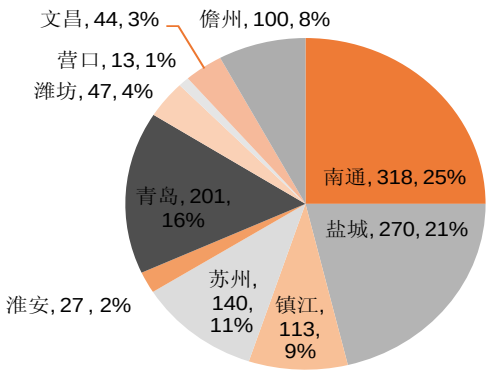
与招拍挂拿地时首付50%，两年内付清土地款的严格要求相比，通过联动开发模式获取的项目在土地款的支付上往往比较灵活。分批拿地，分阶段付款，“拿一块做一块”的方式使得公司可以通过对大体量项目进行分块的方式实现滚动开发。

未来，公司仍将继续通过联动开发模式实现低价、大批量拿地，从而维持自身土地储备的快速扩张。而且，**如果明年地方政府的财政状况陷入困境，公司独特拿地模式的优势将有望进一步显现**。

三、合理的区域布局

公司以经济发展水平相对较高的三四线城市为主要布局区域，该布局策略的合理性在于：**1、这些地区的房地产市场依然处于起步阶段，以刚性需求为主，房价相对合理；2、在和地方政府的谈判中，公司的议价能力更强，联动开发模式具有更好的适用性**。

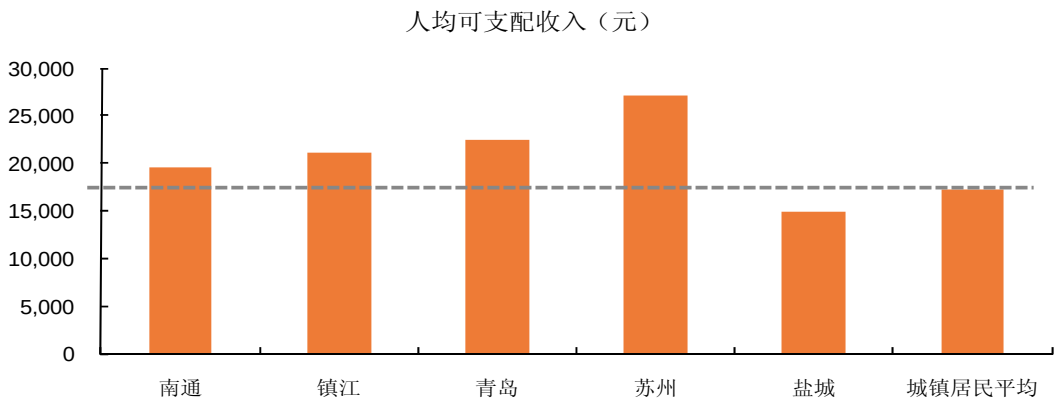
图表10 中南建设区域布局图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

目前，江苏省内仍然是公司的重点布局区域，建筑面积占比接近 70%；而环渤海是公司近年来外延扩张的主要地区。

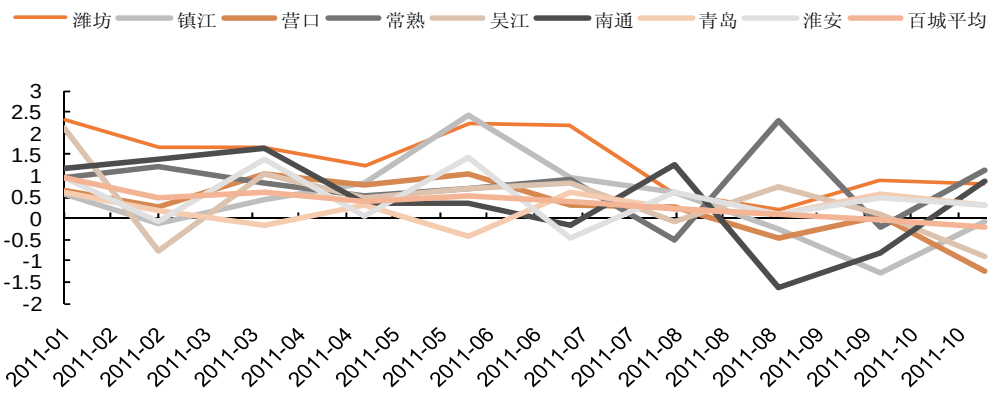
图表11 经济发展水平比较



资料来源：Wind、平安证券研究所

在公司已经布局的主要城市中，除了盐城之外，其余城市的人均收入均高于全国平均水平。良好的经济基础给这些地区的房价提供了重要的支撑。

图表12 布局城市房价走势



资料来源：Wind、平安证券研究所

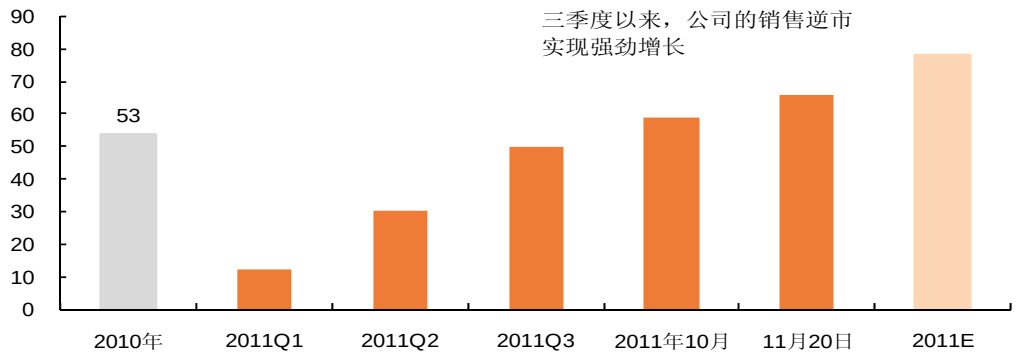
在公司的布局区域中，今年以来，大部分城市的房价依然比较坚挺，这也是公司 2011 年销售情况较好的重要原因。

四、销售逆市扩张，资金压力缓解

我们预测，公司全年有望实现 80 亿的合同销售额，而销售强劲增长多带来的回款增加和四季度工程款的集中支付将逐步缓解公司的资金压力。

4.1 销售逆市扩张

图表13　公司销售增长强劲



资料来源：公司公告、平安证券研究所

下半年以来，公司的销售实现了逆市扩张，保持了强劲的增长势头。继三季度单季实现了 20 亿的合同销售之后，四季度的销售状况依然良好，截止 11 月中旬，已经实现了 15 亿的合同销售额。

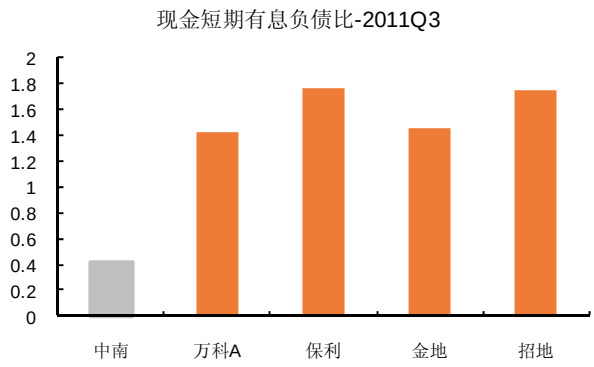
而在 11 月下半月和 12 月，公司仍将会保持较高的推盘节奏，预计推盘量超过 50 万平。

我们预测，公司全年的销售额超过原定的 70 亿目标是大概率事件，预计为 80 亿左右。合理的区域布局和产品定位是销售能够实现逆市扩张的主要原因。

4.2　资金压力缓解

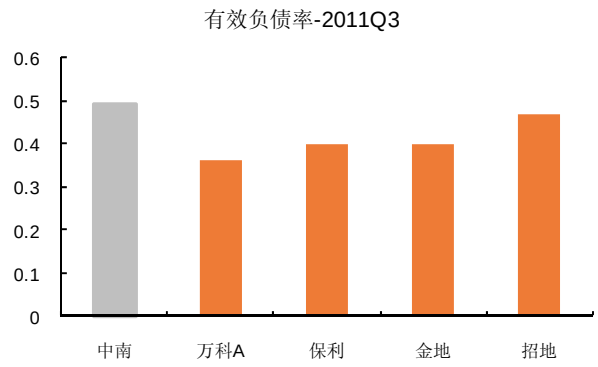
三季度以来，公司资金面的压力有所缓解，但是我们认为未来公司资金面的状况依然存在压力。

图表14　中南的短期偿付能力不足



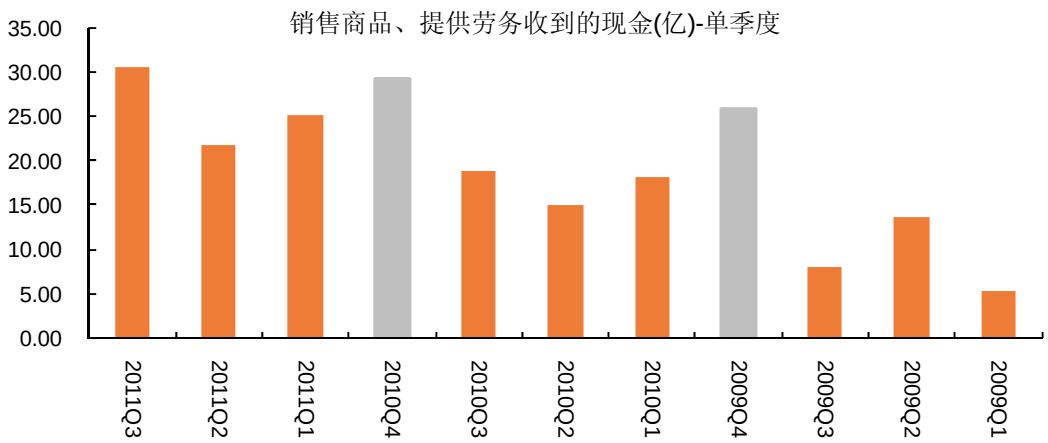
资料来源：公司报表、平安证券研究所

图表15　负债水平高于同业



资料来源：公司报表、平安证券研究所

图表16　四季度是公司现金流入的高峰期



资料来源：公司公告、平安证券研究所

进入四季度，公司的资金状况有了明显改善，主要的原因是：1、建筑工程款大都是年底支付，所以四季度是公司建筑业务回款的高峰期；2、公司 9 月份以来和合同销售额大幅增长，而银行贷款的到账期一般为 2 个月左右，前期销售回款开始逐步到位。

但是，我们对于公司的资金状况依然保持比较审慎的态度，主要基于：1、负债水平较高，而短期偿债能力稍显不足；2、我们认为，房地产市场的冷却将导致土地出让收入的大幅下降，明年部分地方政府的财政可能陷入困境，这将对公司建筑工程项目的回款产生不利的影响。

五、盈利预测与估值

图表17　营业收入预测（单位：百万元）

重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,684.23	9,137.51	10,826.20	13,497.91	17,300.85
同比(%)	63.38	60.75	18.48	24.68	28.17
归属母公司净利润	559.76	741.15	996.95	1,414.68	1,997.37
同比(%)	1,980.14	32.41	34.51	41.90	41.19
毛利率(%)	25.35	24.05	24.63	27.98	29.82
主营利润率(%)	19.93	18.74	21.64	23.42	24.94
净利率(%)	9.85	8.11	9.21	10.48	11.54
总资产周转率	0.33	0.38	0.34	0.32	0.32
ROE(%)	14.45	16.06	17.76	20.13	22.13

资料来源：公司报表、平安证券研究所预测

我们预测，公司 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.85、1.21、1.71 元，净利润年均复合增速为 39%，最新收盘价对应的 PE 分别为 8.3、5.8 和 4.1 倍；根据测算，公司 2011 年底的每股 RNAV 值为 18.3 元，股价相对于 RNAV 折让 62%。我们认为，中南 2011 年的销售表现有望超越行业平均水平，而且独特的开发模式和合理的布局策略奠定了公司高成长的基础，给予公司“推荐”的评级。

六、风险提示

1、三四线城市的房地产市场调整超预期；

2、销售下滑叠加地方政府对于工程款的拖欠导致公司的资金状况恶化。

附表：盈利预测与估值（单位：百万元）

资产负债表

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	15,677.77	22,446.33	31,064.30	41,151.28	52,382.46
货币资金	1,960.09	2,566.11	3,503.73	734.12	1,770.28
应收账款	1,944.62	3,528.37	4,586.88	5,962.94	7,751.82
预付帐款	3,142.26	4,491.37	4,940.51	5,434.56	5,978.02
存货	8,627.94	11,857.52	18,033.18	29,019.64	36,882.32
其他流动资产	2.86	2.96	-	0.01	0.02
非流动资产	1,462.97	1,689.58	1,116.29	1,163.98	1,213.96
长期股权投资	-	-	-	-	-
固定资产	868.82	907.33	952.69	1,000.33	1,050.34
投资性房地产	46.56	44.41	-	0.01	0.02
其他	547.59	737.84	163.60	163.64	163.60
资产总计	17,140.74	24,135.91	32,180.59	42,315.26	53,596.42
流动负债	11,093.96	15,774.54	20,392.81	27,118.58	33,161.07
短期借款	1,273.00	2,272.00	3,172.00	4,672.00	7,172.00
应付账款	2,122.35	3,032.80	3,942.64	5,125.43	6,663.06
预收款项	5,101.83	6,898.62	9,916.82	12,859.97	13,314.42
其他	2,596.78	3,571.12	3,361.35	4,461.18	6,011.59
长期负债	2,055.00	3,087.00	5,187.00	6,687.01	9,187.02
长期借款	2,055.00	3,087.00	5,187.00	6,687.00	9,187.00
应付债券	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	0.01	0.02
负债合计	13,148.96	18,861.54	25,579.81	33,805.59	42,348.09
少数股东权益	117.50	658.93	988.40	1,482.60	2,223.90
股本	778.56	1,167.84	1,167.84	1,167.84	1,167.84
留存收益	3,095.73	3,447.60	4,444.55	5,859.23	7,856.60
归属母公司权益	3,874.29	4,615.44	5,612.39	7,027.07	9,024.44
负债和股东权益	17,140.74	24,135.91	32,180.59	42,315.26	53,596.42

现金流量表

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	138.51	-2,295.20	-1,870.35	-2,065.69	-3,564.39
投资活动现金流	229.05	-40.19	-58.22	-75.69	-98.40
筹资活动现金流	1,063.63	2,636.36	2,866.20	2,799.30	4,698.95
现金净增加额	1,431.19	300.97	937.62	657.92	1,036.16

利润表

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,684.23	9,137.51	10,826.20	13,497.91	17,300.85
营业成本	4,243.16	6,939.85	8,159.59	9,721.19	12,141.90
营业税金及附加	308.34	485.06	323.29	615.29	843.59
主营业务利润	1,132.74	1,712.60	2,343.32	3,161.43	4,315.36
营业费用	69.72	91.58	216.52	269.96	346.02
管理费用	262.09	397.53	487.18	607.41	778.54
财务费用	60.95	100.75	433.05	539.92	692.03
投资收益及其他	68.74	-97.69	3.00	3.00	3.00
营业利润	808.71	1,025.06	1,209.57	1,747.15	2,501.77
营业外收入	3.79	13.66	13.66	13.66	13.66
营业外支出	6.28	21.61	21.61	21.61	21.61
利润总额	806.22	1,017.11	1,201.63	1,739.20	2,493.82
所得税	239.12	243.23	204.68	324.52	496.45
净利润	567.10	773.88	996.95	1,414.68	1,997.37
少数股东损益	7.34	32.73	-	-	-
归属母公司净利润	559.76	741.15	996.95	1,414.68	1,997.37
EPS(元)	0.48	0.63	0.85	1.21	1.71

重要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,684.23	9,137.51	10,826.20	13,497.91	17,300.85
同比(%)	63.38	60.75	18.48	24.68	28.17
归属母公司净利润	559.76	741.15	996.95	1,414.68	1,997.37
同比(%)	1,980.14	32.41	34.51	41.90	41.19
毛利率(%)	25.35	24.05	24.63	27.98	29.82
主营利润率(%)	19.93	18.74	21.64	23.42	24.94
净利率(%)	9.85	8.11	9.21	10.48	11.54
总资产周转率	0.33	0.38	0.34	0.32	0.32
ROE(%)	14.45	16.06	17.76	20.13	22.13
资产负债率(%)	76.71	78.15	79.49	79.89	79.01
权益比率	4.42	5.23	5.73	6.02	5.94
每股收益(元)	0.48	0.63	0.85	1.21	1.71
每股净资产(元)	3.32	3.95	4.81	6.02	7.73
P/E	14.71	11.11	8.26	5.82	4.12
P/B	2.13	1.78	1.47	1.17	0.91

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257