



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

周路

证券投资咨询业务证书编号: S S1300511100001
(8621) 2032 8519
Lu.zhou@bocigroup.com

*袁豪为本报告重要贡献者

中南建设大股东让利高管 促激励, 销售逆市扩张冲刺 80 亿

近日, 根据中国证券监督管理委员会数次沟通反馈意见, 中南建设(000961.SZ/人民币 7.03, 买入)对 2011 年 3 月 25 日公告的《江苏中南建设集团股份有限公司股票期权激励计划(草案)》进行了修订、补充和完善, 并重新制定了《江苏中南建设集团股份有限公司股票期权激励计划(草案)修订稿》及其摘要, 其中做了六项补充和修订, 主要包括: 激励对象名单的调整、进一步明确了行权期、增加禁售期、行权条件的修改、明确了期权有效期内公司进行股权融资或重大资产重组的特殊规定、以及股权激励对象特殊情况下处理方式的调整。

大股东让利高管加强激励, 上调行权条件表露强大信心

中南建设今年 3 月公布了总份数为 3,000 万份的股权激励计划, 占总股本 11.68 亿股的 2.57%, 当时公司激励对象达 88 人, 行权价为 12.40 元/股, 并且提出了 2011-13 年三年净利润复合增长率约为 30%, 以及三年每年实现加权平均净资产收益率为 15%的行权条件。而时过半年多之后, 公司对于先前的股权激励计划做了 6 项补充和修订, 主要包括激励对象名单的调整和行权条件的修改等。这 6 项补充和修订不仅是对先前股权激励具体实施方案的进一步深化, 更主要的是: 一方面, 公司实际控制人陈锦石及其配偶女儿退出了激励计划, 让利于其他公司管理人员, 尤其是加强了对高管人员的激励程度, 公司 5 名董事或高管的授予股票期权数量占比激励总份额由先前的 11.9%大幅上升至 20.4%, 显示了大股东陈锦石不与人争利、一心做强公司的决心, 这也将大大鼓舞高管人员并提升后续的工作积极性; 另一方面, 从公司对于行权条件的上调来看(2011-13 年的加权平均净资产收益率分别由先前的 15%、15%和 15%上调至 18%、19%和 20%), 公司在对于未来自身发展提出了更高要求的同时, 也表露了公司对于未来的强大信心。当然, 大股东坚定的表态以及公司对于自身的高要求也将加强我们对于公司未来发展的信心。

图表 1.中南建设股权激励补充和修订的主要内容

序号	补充和修订项目	补充和修订说明
1	激励对象名单的调整	(1) 公司实际控制人陈锦石及其配偶陆亚行及女儿陈昱含等 3 人拟退出公司本次股权激励计划, 上述 3 人获授的股票期权份额 521 万股 (占比 17%) 转由原股权激励计划中的部分激励对象承接; (2) 原股权激励计划中的 4 名激励对象出于个人原因股权激励计划申报期间内相继办理了离职手续, 公司将上述 4 名激励对象获授的股票期权份额转由原股权激励计划中的部分激励对象以及其他新进管理人员承接。
2	进一步明确行权期	进一步限定了每次行权的时间, 符合条件的激励对象必须在可行权期的 12 个月内行权。
3	增加禁售期	所有激励对象行权后所获公司股票自其行权当日起 12 个月为禁售期。
4	行权条件的修改	行权条件 2011-13 年的加权平均净资产收益率分别由先前的 15%、15%和 15%上调至 18%、19%和 20%。
5	明确了期权有效期内公司进行对股票期权有效期内, 可能发生的公司重大资产重组、股权融资等特殊事项影响公	股权融资或重大资产重组的特司当年净资产、净利润指标, 从而对当年业绩是否符合行权条件的标准进一步明确。
6	特殊规定 以及股权激励对象特殊情况下修订后的股权激励计划, 对激励对象职务变更后的期权执行情况更加严格, 对于激	励对象任职期间内死亡的, 不管是否因公死亡, 均从死亡之日起尚在等待期的期权失效, 已获准行权但尚未行使的股票期权终止行权。

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2.中南建设 5 名董事或高管授予股票期权数量的先后变化

序号	董事或高管	职务	修订前股票期权数量 (万份)	占本计划拟授予 期权的比例(%)	修订后股票期权数量 (万份)	占本计划拟授予 期权的比例(%)
1	沈国章	副董事长	74.14	2.47	74.14	2.47
2	陈小平	董事、副总经理	74.14	2.47	165.57	5.52
3	智刚	董事、副总经理、董秘	74.14	2.47	163.1	5.44
4	张晓军	董事	74.14	2.47	148.27	4.94
5	茅振华	财务总监	61.78	2.06	61.78	2.06
合计			358.34	11.94	612.86	20.43

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

逆市扩张销售显真招, 冲刺 80 亿我们拭目以待

公司前三季度录得合同销售金额约 53 亿元, 仅三季度末公司就已经完成了全年 70 亿销售计划的 76%, 行业弱市下销售战绩骄人。并且这强劲的销售增长势头也延续到了四季度, 截至 11 月中旬, 公司在四季度已经累积实现了合同销售金额约 15 亿元 (10 月份销售约 9 亿元, 11 月上半月销售约 6 亿元), 从年初至今累计实现合同销售金额约 68 亿元, 销售目标完成率已高达约 97%, 全年 70 亿元销售目标近在咫尺。考虑到后续 12 月份公司在吴江、常熟、盐城、海门等地仍将继续保持较高的推盘节奏, 共计约推 20 亿元货值, 可售资源依然丰富, 公司全年冲刺 80 亿元销售令人期待。如果最终实现, 公司将较去年 53 亿元全年销售同比大幅增长 51%, 究竟结果如何我们拭目以待。

图表 3.中南建设前十月项目销售明细

项目名称	销售面积(万平米)	销售金额(亿元)	销售单价(元/平米)
盐城中南世纪城	18.2	9.9	5,400
海门中南世纪城	9.31	7.19	7,700
海门世纪锦城	4.23	3.46	8,200
常熟中南世纪城	5.46	7.67	14,100
南通新世界	3.11	5.66	18,200
南通世纪花城	5.32	5.66	10,600
南通军山半岛	0.69	0.85	13,200
镇江中南世纪城	1.59	1.53	9,600
镇江御锦城	0.33	0.22	6,600
吴江中南世纪城	5.6	4.82	8,600
淮安中南世纪城	1.28	0.61	4,700
寿光中南世纪城	5.45	2.59	4,700
寿光香堤雅苑	0.3	0.12	4,200
寿光城市金典	2.88	1.37	4,700
青岛中南世纪城	6.59	5.22	7,900
文昌森海湾	1.91	2.21	11,600
儋州西海岸	4.11	2.5	6,100
合计	76.36	61.58	8,100

资料来源：公司数据，中银国际研究

维持目标价格，重申买入评级

中南建设凭借着对于自身城市运营商的定位、深耕经济百强县的开发策略、软投资和一二级联动的拿地模式、以及刚需为主合理定价的销售策略等多方面因素，实现了今年行业调控下的超预期销售表现，战绩骄人。此外，在股权激励方面，近日公司大股东坚定的表态以及公司对于自身的高要求也将加强我们对于公司未来发展的信心。我们维持公司 2011-12 年业绩预期为 0.93 元和 1.25 元，并维持目标价为 9.00 元，相当于 9.7 倍 2011 年市盈率和 45% 的 2011 年末 NAV 折价，重申**买入**评级。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371