

欧阳瑾娟

执业证书编号: S0270209110084

联系人: 李宇嘉

电话: 020-37865100

邮箱: liyj@wlzq.com.cn

2011 年 11 月 28 日

今年业绩无忧 明年业绩锁定 未来业绩可期

——中南建设(000961) 研究报告

公司深度报告

买入(维持)

估值区间: 9.6-10 元

市场数据 (11 月 25 日)

收盘价(元)	7.03
一年内最高/最低(元)	13.8
上证指数	2380
市净率(倍)	7.93
流通市值(亿元)	22.2

基础数据 (11 月 25 日)

每股净资产(元)	4.4
每股经营现金流(元)	-2.51
毛利率(%)	26.12
净资产收益率(%)	13.14
资产负债率(%)	79.1
总股本/流通股(万股)	116784/31580
B股/H股(万股)	0/0

中南建设相对沪深 300 指数表现



联系人: 夏雅琴

电话: 021-60883487

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦 602-603 室

邮编: 200122

报告关键要素:

2011 年业绩将超预期 15-20%; 预收款基本锁定 2012 年业绩; 年底资金链问题全面缓解; 土地一二级开发和城市综合体运营的开发模式, 江苏二三线城市和全国百强县市的项目区域定位, 上述城市未来房地产市场继续发展的潜在空间, 以及新区/城市副中心的开发需求与“有土地没资金”的矛盾, 契合公司资质品牌、开发经验方面的竞争力和一二级开发联动的拿地战略, 目前超跌和被错杀将迎来估值修复和业绩释放的投资机会。

投资要点:

- **值得鉴赏的盈利模式:** 一二级开发和城市综合体运营已经在低价拿地、降低建安成本、培育与地方政府良好关系和稳定和提升项目开发溢价显示出值得鉴赏的盈利模式。
- **超出一般的核心竞争力:** 一级资质与主要城市地标建筑所树立的品牌, 南通、儋州和盐城项目成功开发经验, 一二级联动所建立的政企良好关系降低开发风险和成本, 全国百强县市项目区位定位与这些城市房地产继续发展和政府新区/副中心建设需求。
- **业绩超预期与资金链问题缓解驱动股价修复。** 2011 年股价下跌与限购扩容影响业绩和资金链问题关系最大。今年业绩将超预期 15-20%; 预收款基本锁定 2012 年业绩; 年底资金链问题全面缓解, 这将驱使被错杀和低估的股价得到修复。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 11-13 年的收入分别为 113.51 亿、133.35 亿元、155.46 亿元, 净利润分别为 10.88 亿、14.57 亿、18.31 亿, EPS 分别为 0.94 元、1.25 元、1.60 元, 对应当前股价的市盈率分别为 12 倍、8 倍和 6 倍, 给予公司“买入”评级。
- **风险因素:** 经济增长硬着陆; 南通和青岛项目去化率超预期下降; 限购扩容; 资金链问题超预期。

项目	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入(亿元)	56.84	91.38	113.51	133.35
增长率(%)	63.4	60.75	24.21	17.48
净利润(亿元)	5.67	7.74	13.66	15.88
增长率(%)	2000%	32.41	76.49	16.25
每股收益(元)	0.89	0.63	0.94	1.25
市盈率(倍)	39.45	11.87	7.95	5.98

投资核心观点

- **公司整体判断**：快速扩张、调控和房地产周期下行确实对资金链、盈利有影响，但三季度以来销售增加、年底建筑施工回款和政策超调小概率将上述问题一一化解；2009年以来公司一二级联动开发和城市综合体运营在降低地价和开发成本、稳定收益方面带来的溢价将逐步进入收获期；项目定位于江苏二三线城市和全国百强县市和公司资质和开发经验方面的竞争力，将使得公司继续分享房地产市场梯度发展、新区/城市副中心开发带来的溢价收益；股权激励对象下沉项目公司负责人和行权条件的严厉凸现管理层未来发展信心，也锁定了公司未来成长的动力。
- **差异化观点**：1、建筑施工回款年底增加缓解现金流紧张状况；2、一二级开发联动和城市综合体运营的开发模式下，公司项目与城市新区、副中心捆绑在一起，这极大地提升了项目溢价收益；3、项目定位契合三四线城市地方政府“新区/副中心开发需求”与“有土地缺资金”矛盾的解决；4、12年房地产市场将继续呈现梯度发展，三四线城市机会更大，公司分享房地产在三四线城市梯度发展下的收益；5、11年限购扩容和资金链问题导致股价被错杀，12年这些负面因素影响中性估计会降低或消失，公司股价迎来修复和反弹。
- **估值和评级**：11-13年市盈率为12倍、8倍和6倍，给予“买入”评级
- **股价触发因**：今年业绩超预期和明年业绩锁定、资金链问题缓解、一二级联动和城市综合体运营的超额收益进入释放期、梯度转移下三四线城市房地产市场继续发展。
- **风险提示**：经济增长硬着陆；海南文昌项目和青岛项目去化率超预期下降；限购扩容；资金链问题超预期。

1、公司盈利模式和核心竞争力分析

中南建设来自中国建筑之乡-南通海门,由建筑起家并发展为建筑+房地产的综合建筑开发企业,并将建筑和房地产开发有效应用到二三四线城市综合开发和运营,成为发展潜力巨大的城市综合体运营商。

1.1 业务构成：建筑+房地产→一二级开发和城市综合体运营

在2008年上市之前,公司主营业务一直是建筑施工业务。公司目前主要业务有两大块:建筑施工和房地产开发,并正在逐步从单一的建筑发展到建筑施工+房地产开发,并已开始向建筑施工+房地产开发+城市综合体运营商迈进。

图1：公司2010年营业收入构成 单位：%

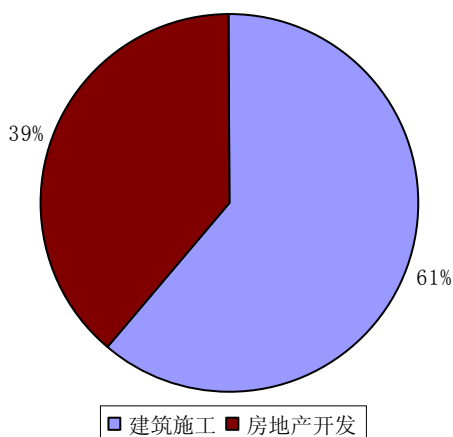
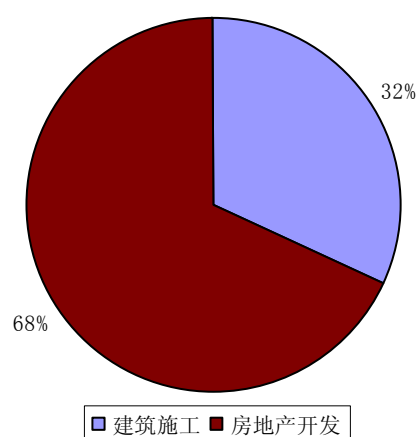


图2：公司2010年净利润构成 单位：%



数据来源：公司公告、万联证券研究所

2005年,公司获得南通中央商务区整体打包项目开发,开启了公司土地一二级开发和城市综合体运营商的新时代。

- **何谓房地产一二级开发联动：**土地开发（整理、征地、拆迁和公共配套设施建设）和房屋两极市场联动开发,即从事土地一级开发的开发企业通过一定方式参与土地二级市场（招拍挂）拿地和房地产开发。
- **何谓城市综合体运营：**解决城市政府建设新区/城市副中心以满足城市人口增长和产业升级对体育、医疗、教育等公共设施和金融服务、商业贸易等城市新区建设的需求和建设资金和运营经验不足的问题,从而引入具有大型项目开发和运营经验的开发商,建设并运营的新区/副中心就是城市综合体运营。

表 1：中南建设土地一二级开发和城市综合体运营的代表项目

所在城市	项目名称	建筑面积	运营方式	项目定位	附注
南通	南通中央商务区	180	城市综合体运营	城市副中心	打包拿地
	南通中南世纪花城	100	土地开发一二级联动	新住宅区	以土地支付施工款
盐城	盐城中南世纪城	270	土地开发一二级联动	新商业区	200 万平商业地产
儋州	儋州滨海新城	300	土地开发一二级联动	新住宅区	一期开发 100 万平
海门	中南世纪锦城	90	土地开发一二级联动	新住宅区	一期开发 100 亩
南充	清泉坝	200	城市综合体运营	城市副中心	目前处于一级开发

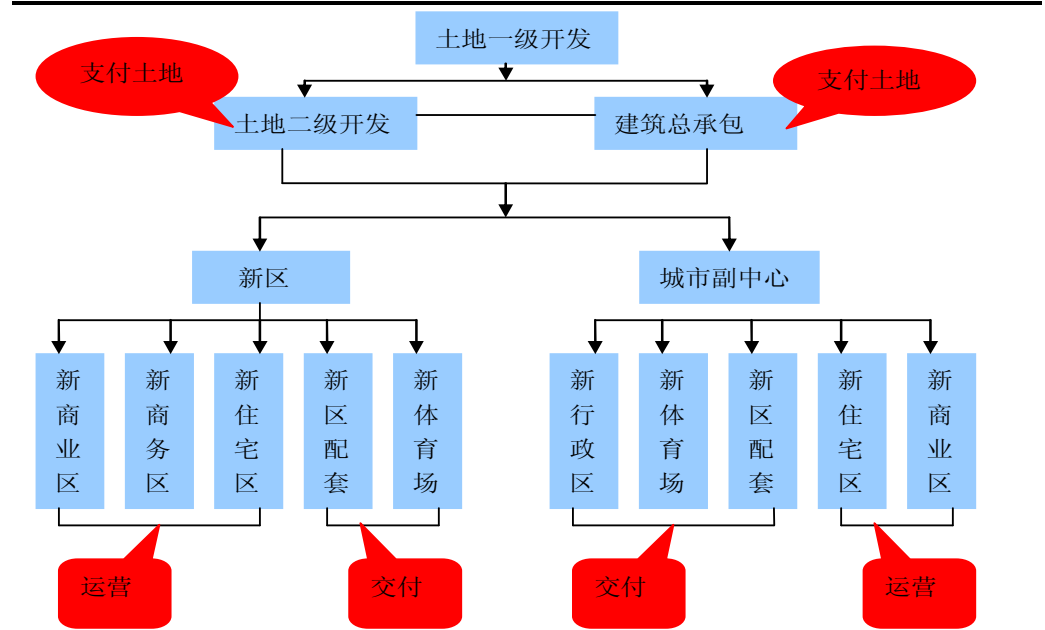
数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 公司一二级开发联动和城市综合体运营的盈利模式分析

1.2.1 一二级开发联动和城市综合体运营的流程

- 1、城市土地一级开发** 承包政府“生地”变“熟地”开发，包括土地整理、征地和拆迁、土地本身和周边配套公共设施建设，达到出让条件。
- 2、二级市场拿地** 通过预先设定的或量身定做的土地出让条件在招拍挂环节获得土地，或地方政府以土地代替工程款和政府支付。
- 3、商品房开发销售/运营和公共项目交付** 开发商一般将住宅和底层商铺销售，而持有高增值写字楼和商业中心（视资金状况灵活选择持有比例），并按约定将公共项目（如市政府、体育中心等）交付给地方政府。

图3：中南建设一二级开发和城市运营模式



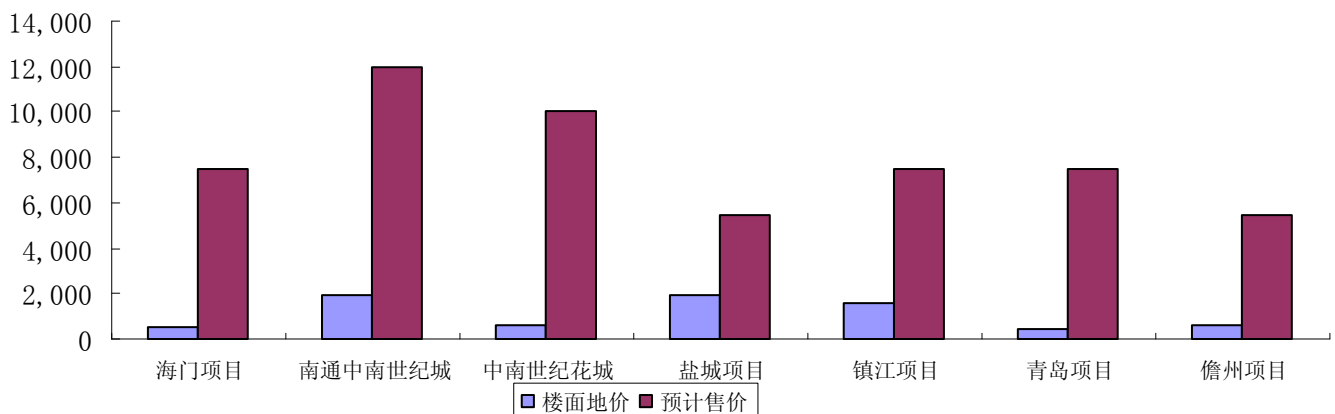
数据来源：万联证券研究所

1.2.2 一二级开发联动和城市综合体运营的盈利模式

- 1、低价拿地提高毛利率** 一级开发一般约定二级市场拿地的优先权或量身定做的拿地条件，或以土地代替工程款和政府支付，毛利率可达70%。

图4：中南建设一二级联动拿地成本与房价对比

单位：元、平方米



数据来源：公司公告 万联证券研究所

2、降低建安成本 “建筑+房地产”与“建设与运营”的模式能够降低开发成本（建筑安装成本）10%左右。

3、稳定二级开发收益 从事一级开发的开发商能够获得稳定的开发收益，而从事二级开发则比其他开发商更熟悉整个项目开发的状况，包括开发成本、拆迁遗留、项目进度、市场需求、项目盈利前景等，降低市场风险和政策风险。

4、培育与地方政府良好关系 地方政府有旧城改造、新区开发和建设城市副中心的需求，有土地但缺资金，以土地代替工程款和政府支付既解决了地方政府资金不足以支撑旧城改造、新区开发和建设城市副中心的矛盾，有利于培育开发商与地方政府的关系。

5、借助新区/城市副中心提升项目收益 除通过降低开发成本来提高项目收益，城市新区（如CBD）/城市副中心（新行政区）开发建设提升了周边土地溢价收益，开发商项目开发的净利率较高。

（1）海门中南世纪锦城项目：位于集行政办公、科教文体、商贸物流、最佳人居于一体的现代化的新的城市中心区——南部新城，紧邻新市政府驻地、新的商业中心区、体育中心区和新的住宅区。

图5：海门中南世纪锦城区位图

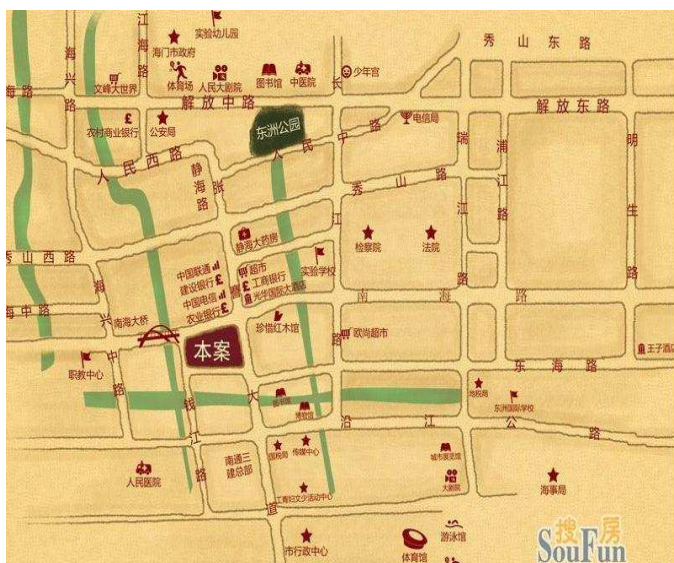


图6：海门中南世纪锦城效果图



数据来源：搜房网 万联证券研究所

（2）海南儋州滨海新城项目：位于海南省儋州市为杨浦港配套服务的中高端居住社区及滨海休闲度假区——滨海新区内，项目规划结构以城市生活轴线和行政中心轴线统领整个区域。城市生活轴线由中心大道向海边延伸，两侧设置高层综合商住区，包含居住、办公、商业、娱乐等设施；行政中心轴线与海岸线垂直，连接通往高速公路的迎宾大道和滨海休闲度假区，功能布局由东往西依次设置体育中心、行政办公中心、市民广场、城市展览馆、科技馆、高尔夫湿地公园及海滨广场。此外，区域各组团还布置有零星商业配套，形成五分钟商业圈，满足住户日常所需。

图7：海南儋州滨海新城区位图

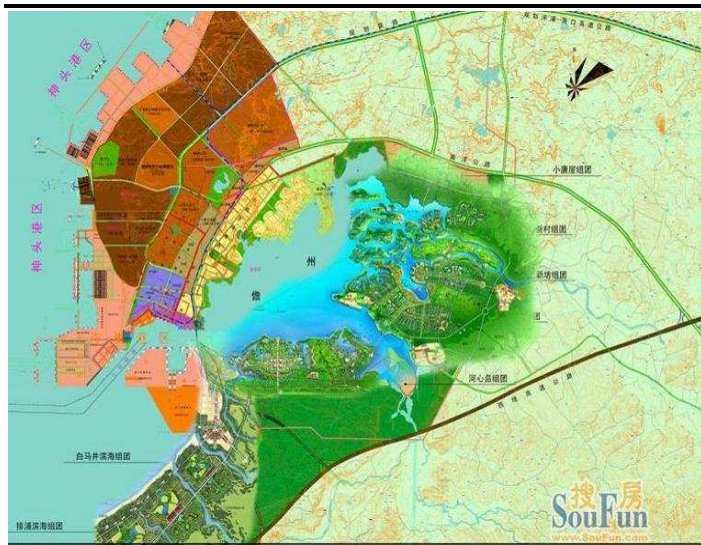


图8：海南儋州滨海新城项目效果图



数据来源：搜房网 万联证券研究所

(3) 南通中央商务区：南通的CBD，总建筑面积250万平方米，分为体育会展中心区、高档住宅区、CBD（金融、国际商务、商业中心）、行政区（南通市政府、政府下设部门）、休闲娱乐区、购物区、中央公园区等。其中，37万m²的高档住宅区中南世纪城、5万m²的南通首个滨水餐饮休闲街——南通老街、40万m²的中国“南鸟巢”——南通体育会展中心、南通第一高楼内的五星级酒店——金石国际大酒店（14万平方米）、15万m²江苏最大城市公园——中央公园等共计120万平方米均已建成并已投入使用。

图9：南通中央商务区区位图



图10：南通中央商务区项目效果图



数据来源：新浪乐居 万联证券研究所

(4) 盐城中南世纪城：总建280万平米，有着70万平米的大型商业配套，规划了酒店式公寓、公寓式办公、餐饮、专业市场、ShoppingMall等配套。项目南侧将规划有盐城体育全民健身中心、盐城科技园区等；东临串场河风光带，自然而成的河流、湖泊带来生态的居住享受；北侧的盐渎河公园成为项目的休闲景观区。

图11：盐城中南世纪城区位图



图12：盐城中南世纪城项目效果图



数据来源：搜房网 万联证券研究所

1.3 公司一二级开发联动和城市综合体运营的核心竞争力

目前，进入房地产一二级开发和城市综合体运营的开发商有很多，如中天城投、云南城投、首创置业、中国建筑等。中南建设的优势在于来自建筑之乡、工程质量卓著、先期项目开发成功可复制、项目储备丰厚。

1.3.1 资质和品牌的竞争力

中南建设来自中国建筑之乡-南通海门，是江苏省综合实力排名第一的建筑施工企业，2010年评为上市房企50强，共获得14座鲁班奖、2座詹天佑奖和优质工程奖等省级奖项70多座，建筑质量过硬。上世纪90年代以来，公司先后承建了北京中国电信大厦等、天津渤海明珠、济南鲁能中心、青岛国际会展中心、烟台澳柯玛大酒店、上海中环百联国际广场等12个一、二线城市地标性建筑。

1.3.2 项目布局的竞争力

公司目前一二级开发和城市运营的项目主要布局于江苏二三线城市，这些城市经济较为发达，地方财政实力雄厚，正值新区/城市副中心开发建设的高潮期，公司海门、南通、盐城等综合开发项目就处于这些区域，且运营废除成功，这为公司开发海南儋州、南充等地项目奠定了基础。

1.3.3 未来项目发展优势

公司未来一二级开发联动和城市综合体运营定位于全国百强县市，这些城市地方财政实力雄厚，城市旧城区改造、新区开发和城市副中心建设方兴未艾。

1.3.4 项目储备丰厚

目前公司储备项目有13000亩，包括四川南充项目、菏泽项目、营口项目、海南儋州项目等均属于一二级联动和城市综合体运营的项目，未来公司还将主要通过此种方式来获得土地。

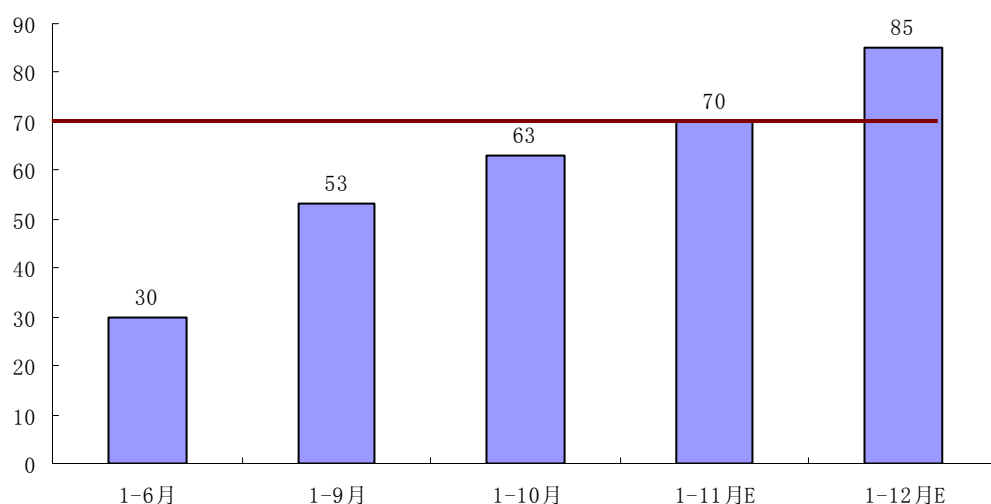
2 今年业绩超预期增长，明年业绩锁定，未来业绩可期

2.1 2011年商品房销售规模将超预期15%-20%

公司2011年初预定的商品房销售目标为70亿元,但上半年仅实现30亿元的销售规模,占全年目标的43%。进入下半年后,公司加大了营销的力度,包括加大项目宣传、赠送面积、车库等措施,前三季度实现销售收入53亿元,完成全年销售目标的76%,仅3季度就实现销售收入23亿元,传统销售旺季9月实现销售收入14亿元,10月实现10亿元销售收入。截止到调研时(11月21日),公司已经实现了全年70亿元的销售任务的90%。

图13: 中南建设2011年将超额商品房完成销售目标

单位: 亿元



数据来源: 公司数据 万联证券研究所

四季度,公司进一步加大营销力度,优先推出前期销售较旺的项目,如盐城、吴江、常熟、淮安和海南儋等项目(一般的去化率达到60-70%);同一项目优先销售位置较好的区域,如大本营海门南部新城一期优先开发和销售位置较好的区域,预计全年销售规模将超预期15%-20%,达到85亿元左右。

表2: 中南建设2011年前三季度销售及第四季度计划推盘量

单位: 万平方米、亿元

在售项目	前三季度销售	销售金额	四季度推盘	在售项目	前三季度销售	销售金额	四季度推盘
海门中南世纪城	9.5	7	3	青岛中南世纪城	6	5.1	5
海门中南世纪锦城	4.5	4	8	海南文昌森海湾	1.9	2.2	2
南通中南世纪城	3	6	5	吴江中南世纪城	5	4	6
南通中南军山半岛	0.62	0.81	2	常熟中南世纪城	4	5.5	6
南通中南世纪花城	5.2	5.6	10	寿光中南世纪城等	8	4	10
盐城中南世纪城	15	8	10	儋州滨海新区项目	4.6	3	6
镇江中南世纪城	1.4	1.3	10	淮安中南世纪城	0	0	5
青岛中南海湾新城	0.05	0.1	5	总计	68.77	56.61	93

数据来源: 公司数据 万联证券研究所

2.2 2011年建筑工程业务收入将完成计划目标

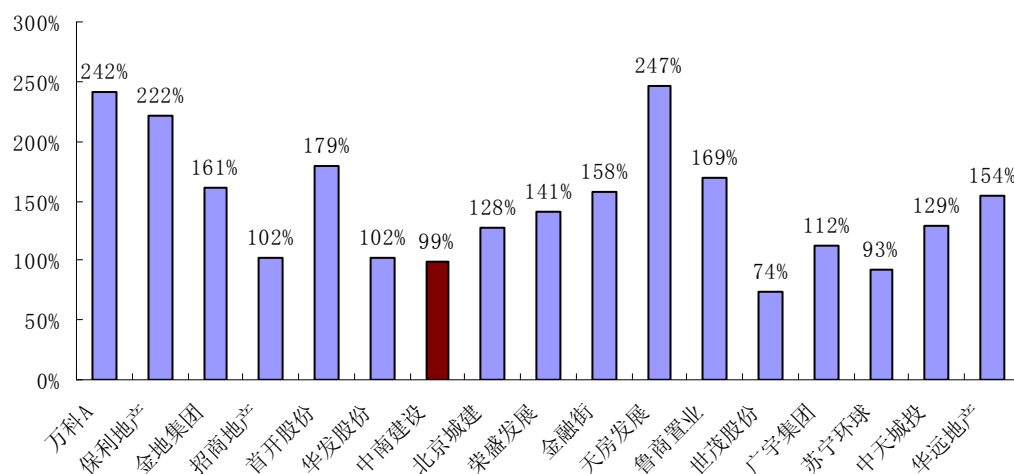
作为公司起家 and 传统的业务,建筑工程施工业务在2009年和2010年分别实现32亿元和52亿元的营业收入。随着下半年传统结算旺季的到来,公司年初制定的70亿元的收入任务有望完成。

2.3 2012年业绩基本锁定

截止三季度末，公司预收款占2010年营业收入的比重达到99%，尽管在主要上市房企中并不是很高，但如果考虑到营业收入中还有一半为公司另一大业务建筑工程施工，抵扣这一影响后，预收款实际占比会更高。

图14：公司2012年业绩锁定明显

单位：%



数据来源：WIND资讯 万联证券研究所

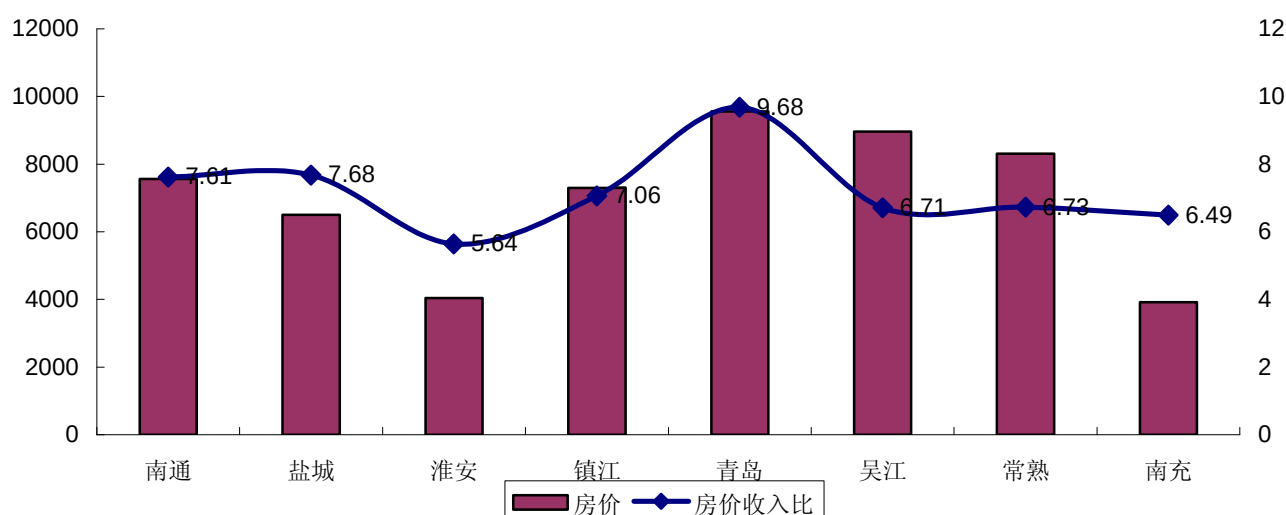
2.4 土地一二级开发和城市综合体运营前景广阔

近年来，地方政府新区/城市副中心建设的需要与支出增加和土地出让金下滑的矛盾越来越突出，寄希望于开发商一级开发的依赖度越来越大，从事一二级联动和城市综合体运营的公司将会获得很多机会，特别是低价拿地的机会。

公司目前项目主要布局于江苏省二、三线城市和省外三四线城市，这些城市房地产市场发展较为理性，根据房地产发展梯度转移的规律，2012年这些城市的房价和成交量将保持同步上升的态势，这将为公司明年业绩增长带来机会。

图15：公司开发项目所在城市房价及房价收入比

单位：元、年



数据来源：各城市统计局 WIND资讯 万联证券研究所

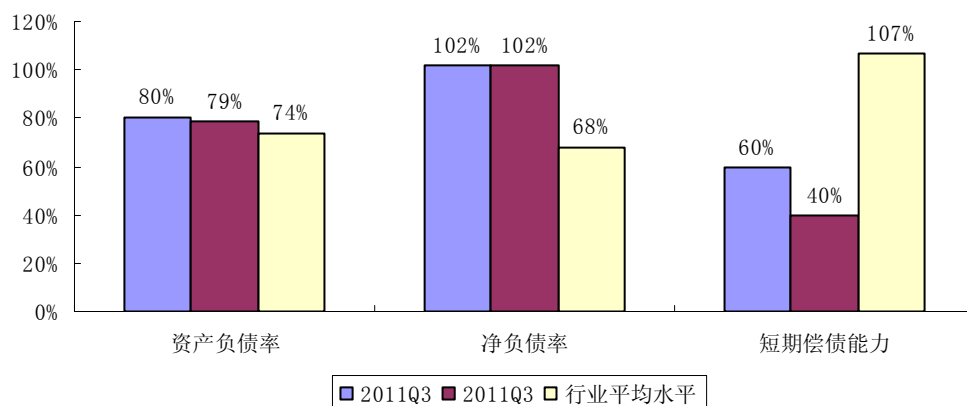
3、偿债能力压力在年底有望得到缓解

3.1 2011年前三季度公司偿债能力不断下降

今年以来，公司偿债能力不断下滑，主要原因有三：一是支付盐城、镇江和吴江土地出让价款23亿元，特别是镇江项目为招拍挂所获，今年共计支付土地出让价款15亿元；二是建筑工程施工款一般由公司先期支付，在年底由甲方（政府）向公司结算；三是上半年商品房销售下滑明显，销售回款较少。

图14：2011年前三季度公司短期偿债能力下降

单位：%



数据来源：WIND资讯 万联证券研究所

3.2 2011年四季度公司偿债压力将得到缓解

3.2.1 土地支付款明显下降

上半年，公司共支付土地款23亿元，下半年以来再无土地购置行为，目前到年底待支付土地价款只有1-2亿元，未来也不再将通过招拍挂拿地，主要在三四线城市通过一级开发和建筑总承包的方式来拿地，这对于公司短期偿债能力的提升是一个利好。

3.2.2 建筑工程款回款将在年底集中性地增加

年底回款是建筑工程施工业务的行业传统和规矩。2011年度，公司将实现70多亿元的建筑工程施工营业收入，这些收入大多数将集中在下半年，特别是年底支付。由于公司承担的项目大多为政府建设的项目，公司一般根据项目进度向甲方（当地政府）申请工程款支付，回款有保障，这将极大地缓解公司当前资金链紧张的问题。

3.2.3 商品房销售回款将增加

三季度以来，公司不断加大营销力度和畅销盘的推出，商品房销售规模不断增加，销售回款将在四季度集中体现。在售项目中盐城和吴江项目的去化率达到80-90%；常熟130万平米大盘在同区域优势明显（临近新的城市商业中心、十字路口、带省市重点中学学位）；儋州项目定位中小户型，20万元左右一套，销售十分顺畅，三季度曾获得“日光盘”；淮安项目价位合理，比当地平均价格低了2-3成，一期10月30日开盘当天获得50%的去化；大本营海门南部新城项目区位优势突出，紧邻市政府和市区，一期开盘当天去化达到80%以上，人气比同区域其他项目高得多。三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金环比增加了40%。

4、股权激励新方案进一步锁定公司未来成长

11月26日，公布股权激励计划新方案，新方案授予包括董事、高管、项目公司84名激励对象（占公司总人数 3.17%）3000万份股票期权，占总股本的 2.57%，股权激励的授予价格是 12.4元。若满足绩效考核目标，2012-2014年将分别获得总期权数的 40%、35%和 25%，并在获得期权日起 12个月以后分期行权。

本次股权激励范围大、力度强，绩效考核条件较高，反映公司上下对未来业绩高成长的认同。除19名高管外，其余65名业务公司和项目公司管理人员共获得1761万份股票期权，平均达到27万股；绩效考核条件比原计划更高，反映公司上下对未来业绩高成长的认同。第一个行权期行权前必须同时满足条件：A、公司2011年加权平均净资产收益率不低于18.0%；B、公司2011年经审计的净利润与2010年经审计的净利润相比，增长率不低于30%。第二个行权期行权前必须同时满足条件：A、公司2012年加权平均净资产收益率不低于19.0%；B、公司2012年经审计的净利润与2010年经审计的净利润相比，增长率不低于70%。第三个行权期行权前必须同时满足条件A、公司2013年加权平均净资产收益率不低于20.0%；B、公司2013年经审计的净利润与2010年经审计的净利润相比，增长率不低于120%。

5、盈利预测和估值

预计公司11-13年的收入分别为113.51亿、133.35亿元、155.46亿元，净利润分别为10.88亿、14.57亿、18.31亿，EPS分别为0.94元、1.25元、1.60元，对应当前股价的市盈率分别为12倍、8倍和6倍，给予公司“买入”评级。风险提示：经济增长硬着陆；南通和青岛项目去化率超预期下降；限购扩容；资金链问题超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。