

中南建设 (000961)

信心充足，目标完成度高，期待未来收益

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

二三线城市大盘开发典型代表。打包拿地优势，土地成本低廉。维持增持评级，目标价 12.5 元。

投资要点：

- 股权激励方案调整及大股东增持表明大股东及高管对公司未来信心充足：1) 行权条件上调，行权条件中 11、12、13 年 ROE 分别由 15%、15%、15% 上调至 18%、19%、20%，行权价格 12.4 元；2) 大股东退出激励名单，增加其他高管授予期权数量；3) 大股东 9 月底以均价 7.54 元增持 150 万股，并表示未来 12 个月可能继续增持。
- 文昌项目进展：森海湾项目三期 C 组团在建，去年陆续推出五栋 (C1、C2、C6、C7、C9) 在内部装修，预计可在明年 3、6 月交付。新开盘 C3 已建到 8 层，预计 13 年 8 月交付。项目 03 年拿地，地价低廉。
- 森海湾销售及均价：推盘去化率约 30%，C1、6 基本销售完毕，现在售房源约六百套。销售均价约 1 万，较前期有小幅下降，预计未来进一步下调可能性较小。公司认为海南楼市目前调整基本到位，横盘可能持续，但看好调整后海南房地产的长期发展，理由有：海南独一无二的气候环境属稀缺资源、经济发展带来度假休闲需求的释放。
- 11 年销售目标完成度市场领先：10 月底公司预售金额为 61.5 亿，预计目前已超过年初 70 亿销售目标，完成度市场领先。
- 城市综合体推广：南通项目后，预计将在盐城、营口等城市推广。
- 公司未来将受益于：1) 受限购影响项目储备 (仅青岛项目) 占比较低，仅 14%；2) 公司部分项目主要针对刚需，首套房利率和首付成数下降对销量直接促进；3) 预计未来二三线城市政策最先容易松动；4) 明年房地产市场走量不走价，预计公司将一定程度受益。
- 预计公司 11-12 年 EPS 为 0.89、1.16 元。RNAV15.3 元，较现价折 46%。公司打包拿地成本低，12 年业绩大部分锁定，未来向“投资商、开发商、建设商、运营商”转型。持增持评级，目标价 12.5 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5684	9138	11696	14269	18550
(+/-)%	63%	61%	28%	22%	30%
经营利润 (EBIT)	801	1223	1728	2261	2977
(+/-)%	581%	53%	41%	31%	32%
净利润	560	741	1039	1355	1763
(+/-)%	1980%	32%	40%	30%	30%
每股净收益 (元)	0.48	0.63	0.89	1.16	1.51
每股股利 (元)	0.14	0.19	0.09	0.12	0.15

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	14%	11%	12%	13%	13%
市盈率	15.6	11.8	8.4	6.4	4.9
股息率 (%)	2%	3%	1%	2%	2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：12.50

上次预测：12.50

当前价格：8.27

2012.01.04

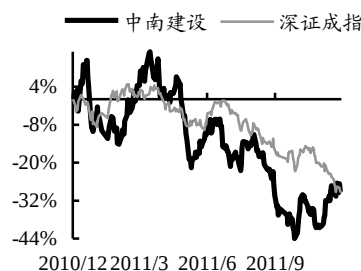
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.49-13.80
总市值 (百万元)	9,658
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,168/316
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	27%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	52

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,140
每股净资产	4.40
市净率	1.9
资产负债率	79%

52 周内股价走势图



相关报告

《低估明显大股东增持，销售完成比例高》	2011.10.27
《中南建设电话沟通会纪要》	2010.09.08
《施工开发一体化，10 年积极扩张》	2010.03.15
《立足江苏，拓展海南，10 年储备更上层》	2010.02.25
《“地产+建筑”主业优势互补，土地资源》	2009.10.14

表 1: 双主业模式, 业绩稳定增长

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	2010Q3	2011Q3
主营业务收入增长率	24.9%	0.1%	63.4%	60.8%	85.6%	27.4%
净利润增长率	10.4%	3.1%	1980.1%	32.4%	28.8%	23.0%
经常性净利润增长率	25.4%	-21.2%	580.5%	52.8%	38.0%	26.3%
毛利率	7.6%	6.4%	25.4%	24.1%	23.9%	26.1%
ROE	0.7%	0.7%	3.3%	3.1%	2.5%	2.1%
三项费用率	5.7%	5.4%	6.9%	6.5%	6.4%	9.2%
净利率	0.8%	0.8%	9.8%	8.1%	8.4%	8.1%

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

表 2: 真实资产负债率 49% (单位: 百万元)

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	2010Q3	2011Q3
现金	385	421	1960	2566	2482	2029
每股经营性净现金流	-0.04	0.25	0.12	-1.97	-0.85	-2.51
预售房款	77	119	5102	6899	5859	9070
银行借款	1506	1229	3478	6329	5229	8590
长期借款/总借款	0.00%	0.00%	59.09%	48.78%	64.81%	43.00%
银行借款/负债	59.79%	51.03%	26.45%	33.56%	31.88%	35.45%
速动比率	0.35	0.30	0.59	0.52	0.62	0.40
资产负债率	68.46%	66.99%	76.71%	78.15%	77.60%	79.05%
真实资产负债率	66.37%	63.69%	46.95%	49.56%	49.89%	49.46%
净负债率	96.62%	68.09%	39.18%	81.53%	65.51%	127.67%

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

图 1: 森海湾项目三期 C 组团


资料来源: 公司宣传资料, 国泰君安房地产研究

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

温阳（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111090076

电话: 021-38674876

邮箱: wenyang010353@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gt.jaresearch@gt.jas.com		