

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

打包拿地: 聚焦于二三线城市大盘开发

——中南建设(000961)深度调研报告

证券研究报告—调研报告

增持(维持)

发布日期: 2012年9月19日

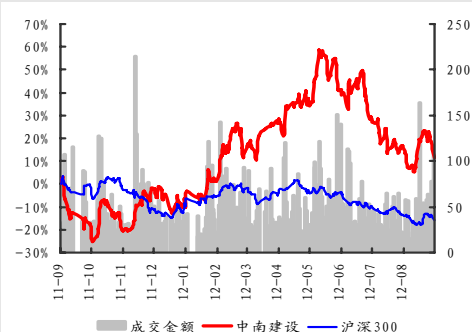
市场数据(2012-09-17)

收盘价(元)	9.82
一年内最高/最低(元)	14.20/6.49
沪深300指数	2258.71
市净率(倍)	1.94
流通市值(亿元)	31.01

基础数据(2012-06-31)

每股净资产(元)	5.05
每股经营现金流(元)	0.22
毛利率(%)	32.86
净资产收益率-摊薄(%)	7.93
资产负债率(%)	81.12
总股本/流通股(百万股)	1168/316
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

中南建设以建筑施工和房地产开发为双主业, 通过独特的打包拿地方式在二三线城市大盘开发。公司今年上半年销售进度快, 业绩有望快速增长。维持公司“增持”投资评级。

投资要点:

- **公司以建筑施工和房地产开发为双主业, 产业链较完整。**中南建设拥有建筑施工和房地产开发双主业, 其产业链涵盖市政工程、一级土地开发、房地产开发、建筑施工及建筑装饰等, 产业链比较完整, 由此衍生出公司打包拿地和专注于二三线城市大盘开发的特点。
- **打包拿地的模式。**公司独具特色的拿地模式, 其最大的优点是以较少的资金获取、锁定大规模的土地储备。
- **公司土地储备充足, 分布在二三线城市。**截止到2012年6月31日, 公司权益可售规划建筑面积为1056万平方米。公司目前的土地储备可满足未来四到五年开发。公司的土地储备主要分布在江苏、山东、辽宁和海南四省十四个二三线城市。
- **公司上半年销售进度快。**上市后, 公司销售一直处于高速增长状态, 2012年上半年, 受益于行业回暖和公司强大的销售能力, 公司销售取得了80%的高速增长, 远高于行业龙头公司和行业平均水平。
- **公司的建筑施工业务竞争力强, 订单有保障。**建筑施工业是公司的基础主业, 公司具有房屋建筑工程施工总承包特一级资质, 市场竞争力强。由于下半年来固定资产投资增速和房地产新开工面积增速出现回升, 公司的建筑施工订单有较强的保障。
- **估值和投资评级。**公司RNAV估值价格为16.41元, 目前股价约有60%的折价, 从相对估值看, 公司的PE估值水平略高于可比公司, 由于公司有较高的成长性, 维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**政策收紧的政策风险和资金不足的经营风险。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5684.23	9137.51	12302.84	15250.46	19267.51
增长比率	63.38%	60.75%	34.64%	23.96%	26.34%
净利润(百万元)	559.76	741.15	932.28	1217.45	1586.67
增长比率	-	32.41%	25.79%	30.59%	30.33%
每股收益(元)	0.89	0.63	0.80	1.04	1.36
市盈率(倍)	-	15.59	12.28	9.42	7.23

目 录

1. 中南建设企业特性：具有完整产业链的大盘开发商	4
1.1 产业链完整：一级开发+房产开发+建筑施工	4
1.2 区域龙头：聚焦二三线城市+大盘开发	5
1.3 民企基因：机制灵活+成本控制	6
2. 独特的土地获取方式：打包拿地模式+招拍挂	7
2.1 打包拿地的内涵与特点	7
2.2 打包拿地的前提条件和优缺点	8
2.3 打包拿地的发展空间	9
2.4 打包拿地与招拍挂相结合	9
3. 房地产开发业务：土地储备丰富，销售高速增长	9
3.1 土地储备资源充足	9
3.2 上半年销售高速增长	10
4. 建筑施工业务：竞争力强，订单有保障	12
4.1 建筑业务发展现状	12
4.2 建筑业务发展目标和空间	13
5. 盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测假设	14
5.2 盈利预测	14
5.3 绝对估值	15
5.4 相对估值	15
5.5 投资评级	16
6. 风险提示	16
7. 附表	17

图目录

图 1: 中南建设产业链拓展及其衍生的拿地方式.....	4
图 2: 中南建设土地储备省份分布图.....	5
图 3: 中南建设城市分布图.....	5
图 4: 中南建设 2012 年中期股权结构图.....	6
图 5: 中南建设 2009-2012 年销售及增速.....	11
图 6: 中南建设与保招万金 2012 年上半年销售增速对比.....	11
图 7: 中南建设建筑施工业务营业收入及增速.....	12
图 8: 全国新增固定资产投资累计完成额及增速.....	13
图 9: 全国房地产新开工面积及增速.....	13

表目录

表 1: 中南建设产业链扩张历程.....	5
表 2: 中南建设 100 万级别项目列表.....	6
表 3: 中南建设打包拿地项目列表.....	8
表 4: 中南建设截止 2012 年 6 月 31 日土地储备列表.....	10
表 5: 中南建设与可比公司建筑施工业务毛利比较.....	13
表 6: 中南建设 2012-2013 年盈利预测假设.....	14
表 7: 中南建设 2012-2013 年盈利预测假设.....	14
表 8: 中南建设 RNAV 测算表.....	15
表 9: 中南建设 2012-2013 年盈利预测假设.....	15

1. 中南建设特点：具有完整产业链的大盘开发商

1.1 产业链完整：一级开发+房产开发+建筑施工

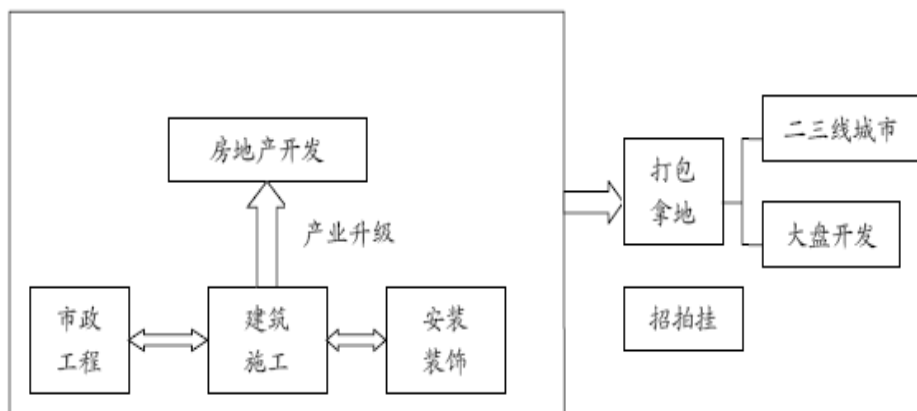
源起建筑施工。中南建设起源于早期（1988 年）原始的包工头式建筑工程承包，经过近 24 年的发展，其建筑业务逐渐覆盖市政施工、建筑施工和建筑装饰等多产业，拥有房屋建筑工程施工总承包特一级资质、建筑装饰装修工程施工、建筑幕墙工程施工、建筑装饰设计和建筑幕墙设计四个顶级资质。

由建筑施工升级到房地产开发。1998 年开始进入房地产开发领域，2005 年开始，中南建设开始进入大规模、大盘化房地产开发的快速发展阶段。公司早期开发了南通中南世纪城、海门中南世纪城、青岛海湾新城、镇江中南世纪城等项目。目前，公司拥有 20 个项目在建在售。

产业链完整。目前，公司拥有建筑施工+房地产开发双主业，其产业链涵盖市政工程、一级土地开发、房地产开发、建筑施工及建筑装饰等，产业链比较完整。

根源于完整产业链的打包拿地模式。相比单一的房地产开发，产业链完整带来的最大好处是以房地产开发为核心产业的产业之间协同效应明显，并由此带来低成本和高效率。公司特有的“打包拿地”模式就根源于其完整的产业链，并由此衍生出其定位于二三线城市和大盘开发的特色。

图 1：中南建设产业链拓展及其衍生的拿地方式



资料来源：中原证券研究所

表 1: 中南建设产业链扩张历程

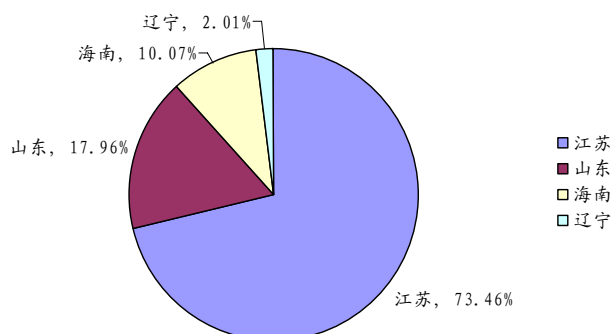
时间	大事件
2009 年	7 月 15 日, 中南建设新股发行及企业更名仪式在深圳证券交易所举行。“大连金牛”正式更名为“中南建设”
2008 年	12 月, 成功重组大连金牛, 成为江苏省建筑行业第一家上市公司和海门市第一家上市公司
2006 年	成功收购北京城建地铁地基市政工程有限公司, 进入轨道交通、市政工程等业务领域, 进一步完善了公司产业链
2005 年	获得南通中央商务区与体育会展中心整体打包特大项目, 总建筑面积超 200 万平方米, 中南的房地产业进入了大盘时代
2005 年	南通建筑工程总承包有限公司获得国家房屋建筑工程施工总承包特级资质
2004 年	收购金丰环球装饰工程(天津)有限公司, 取得建筑装饰装修工程施工、建筑幕墙工程施工、建筑装饰设计和建筑幕墙设计四个顶级资质
2001 年	收购南通建筑工程总承包有限公司, 获得国家房屋建筑工程施工总承包一级资质
1998 年	与青岛建行荣昌置业合作开发中荣大厦, 正式进军房地产领域
1996 年	注册成立南通中南建筑安装工程有限公司
1988 年	该年 2 月 23 日, 公司创始人陈锦石率领 28 人, 承接了公司第一个工程——胜利油田岩芯科大楼装修工程, 开始走上了创业之路

资料来源: 中原证券研究所、公司资料

1.2 区域龙头: 聚焦二三线城市+大盘开发

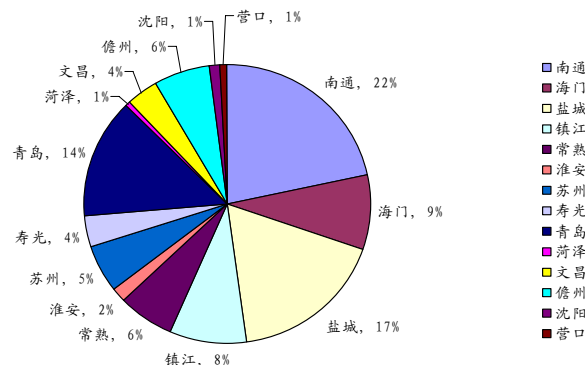
聚焦二三线城市。中南建设以经济发达的海门和南通为起点, 逐渐向其他经济增长迅速和城市化进程快的二三线城市拓展。目前公司已经拓展至江苏的海门(9%)、南通(22%)、镇江(8%)、盐城(27%)、常熟(6%)、苏州(5%)、淮安(2%)七个城市, 辽宁省的沈阳(1%)和营口(1%)两个城市, 山东省的青岛(14%)、寿光(4%)和菏泽(1%)三个城市, 海南省的儋州(6%)和文昌(4%)两个城市, 共四省十四个城市。其中, 公司在海门及南通的市场占有率近几年一直居于龙头地位。

图 2: 中南建设土地储备省份分布图



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

图 3: 中南建设城市分布图



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

中南建设聚焦二三线城市源自其自身的资源禀赋特征，同时也符合其自身特点，能借助二三线城市快速的城市升级与城镇化机遇快速成长。

大盘开发模式。大盘开发是中南建设的显著特征，在公司目前 20 个项目储备中，超过（或接近）100 万平方米的项目有 7 个，分别是：南通中南世纪花城（总建面 180 万平方米）、南通中南世纪城（总建面 126 万平方米）、海门中南世纪城（总建面 100 万平方米）、盐城中南世纪城（总建面 270 万平方米）、常熟中南世纪城（总建面 100 万平方米）、青岛中南世纪城（总建面 182 万平方米）和儋州海滨新区项目（总建面 100 万平方米），超百万项目数占总项目个数的 35%。

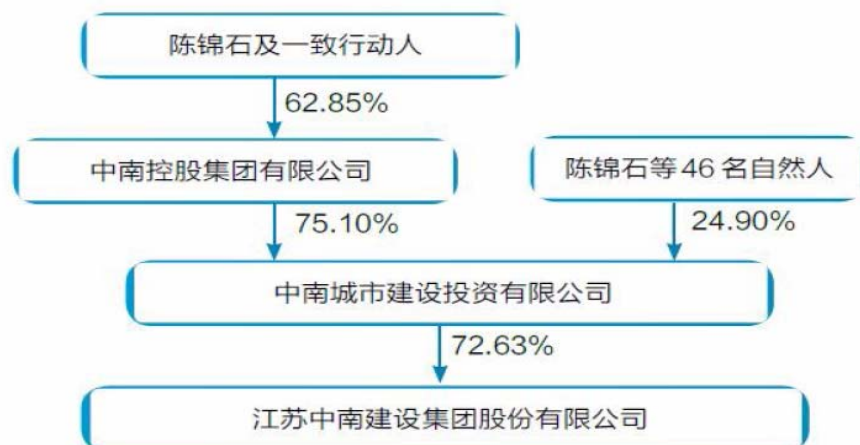
表 2：中南建设 100 万级别项目列表

	项目	城市	权益	占地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)
1	南通中南世纪城	南通市	100%	605085	1800000
2	南通中南世纪花城	南通市	100%	605085	1258000
3	海门中南世纪城	海门	100%	423010	1000000
4	盐城中南世纪城	盐城	100%	1063386	2700000
5	常熟中南世纪城	常熟	100%	590055	997500
6	青岛中南世纪城	青岛	100%	735700	1818400
7	儋州海滨新区项目	儋州市	100%	533360	1000000

资料来源：中原证券、调研资料

1.3 民企基因：机制灵活+成本控制

图 4：中南建设 2012 年中期股权结构图



资料来源：中原证券研究所，公司公告

民企基因。公司的实际控制人是陈锦石先生，陈锦石的创业之路颇具传奇色彩，也具有我国第一代创业者所具有的市场眼光敏锐、积极进取及决策果断等优秀特质。从原始包工头式承包商发展成为具有现代化管理制度的上市公司，公司除了管理制度规范外，相比较国有房地产开发企业，其民企基因决定了公司经营机制灵活，成本控制意识和能力强。

经营机制及激励机制灵活。公司着眼于基业长青，实施了股权激励计划，2011年11月，公司股东大会通过了股权激励方案，股权激励公司董事、高级管理人员、下属子（分）公司核心管理人员，激励对象占公司当时在册员工总数的3.17%，激励股票数为3000万股，占当时股本总额的2.57%。股权激励的实施是公司机制灵活的表现，也能凝聚、激励公司管理团队，是公司长期稳定发展的重要保障。另外，公司在奖励销售业绩好的员工等方面也具有民企所独有的灵活机制，灵活而有力度奖惩机制能有效激发公司的销售潜能。

成本控制意识和能力强。公司民企基因决定了其孜孜不倦的成本控制特质。建筑业是竞争激烈而毛利率低的传统产业，行业平均3-3.5%的净利率决定了企业必须进行严格的成本控制，公司从最早期原始的包工头式承包商成长为现代化上市企业，一方面是长期以来成本控制的结果，另一方面，也使得企业具备了强大的成本控制能力。公司严格的成本控制不仅保证了公司建筑施工业务的毛利率和净利率，同时也惠及房地产开发，使得房地产开发的成本控制能力强，房地产开发保持较强的市场竞争力。

2. 独特的土地获取方式：打包拿地模式+招拍挂

2.1 打包拿地的内涵与特点

依托公司特有的覆盖一级土地开发、二级房地产开发和建筑施工这一完整的产业链，在二三线拓展项目的过程中，中南建设形成了适合自身资源特色的“打包拿地”模式。

打包拿地模式是在实践中创新出来的一种土地获取方式，根据其具体的拿地方式的不同，打包拿地方式又可以分为一二级土地联动获取土地方式、公建换土地方式以及一二级联动与公建换土地综合运用三种方式。

在实践中，在竞争由公司一级开发的地块中，由于公司在一级土地开发中已经获取了部分一级土地开发收益，因此在市场化的土地招拍挂竞争中具有竞价上的优势，从而能确保公司能竞拍到目标项目。公司通过一二级土地联动方式获取的地块项目包括盐城中南世纪城、儋州滨海新区项目、海门世纪锦城和营口中南世纪城。

公建换土地方式是指，公司参与市政施工和旧城改造拿地，公司出资参与当地体育场馆等基础的建设，政府以与公司投资额相当的土地作为补偿（地价与公司投资额差价部分由公司现金支付）。以这一方式获取的土地包括南通CBD、南通世纪花城、盐城中南世纪城项目、青岛中南世纪城、寿光中南世纪

城、淮安中南世纪城等。

表 3：中南建设打包拿地项目列表

	获取时间	土地价格 (亿元)	土地面积 (万平)	规划建筑面积 (万平)	楼面地价 (元/平)	拿地方式
淮安中南世纪城	2011 年 4 月	2.40	12.17	26.77	885	公建换土地
营口项目	2011 年 3 月	0.90	6.01	12.63	715	公建换土地和一二级联动
海门中南世纪锦城	2011 年 2 月	8.34	12.80	37.36	2835	一二级联动
儋州滨海项目	2010 年 12 月	3.60	53.34	100	355	一二级联动
青岛中南世纪城	2009 年 7 月	27.00	73.57	181.84	1495	旧改
寿光中南世纪城	2008 年 10 月	3.00	25.10	56.60	590	公建换土地
盐城中南世纪城	2010 年 1 月	20.74	106.34	270.00	768	公建换土地与一二级联动
南通世纪花城	2008 年 10 月	3.60	44.88	125.80	286	公建换土地
南通中南世纪城	2005 年 2 月	19.04	60.50	180.00	1058	公建换土地

资料来源：中原证券、公司公告、中国指数研究院

2.2 打包拿地的前提条件和优缺点

前提条件。中南建设之所以能形成独具特色的打包拿地模式，其前提条件是公司所具有的覆盖建施工和房地产开发这一完整的产业链以及丰富成功经验，而这一前提条件是许多房地产企业所不具备的，因此，公司无形中设置了较高的进入壁垒，保证这一模式难以复制和效仿。

打包拿地的优点：相比较纯粹的招拍挂获取土地方式，打包拿地具有以下优势。(1)、该模式能有效地帮助那些经济增长速快但是城市化率低的三四线城市解决提高城市化水平资金短缺及开发商水平不高等困难，因此，该模式易得到三四线城市地方政府欢迎；(2)、该模式能避免纯粹招拍挂拿地的激烈竞争。尽管打包拿地的所有项目都必须经过招拍挂程序，但是由于其前期公司与政府之间特有的合作，在招拍挂拿地中，一方面公司获得土地的成功率明显提高，另外一方面，也避免了激烈竞争导致的高地价。(3)、打包拿地能带来大盘开发。打包拿地项目一般都是政府重点开发和打造的工业区、新城开发区和城市综合体，因此其体量一般很大，从而带来大盘开发的好处。(4)、该模式节约极具稀缺性的资金。由于大体量的城市综合体建设一般周期长，体量大，土地出让一般是分期分批出让，因此该模式基本可以在锁定大规模土地储备的基础上，分期分批获取土地和支付土地价款，极大地节约资金，在因调控而资金极其稀缺时代，节约资金重要性更加凸显。

打包拿地的缺点。(1) 打包拿地必须与政府保持长期良好的关系，土地价格之外的成本较高；(2) 打包拿地只能在房地产市场相对落后的二三线城市实施，城市区域选择少。

大盘开发模式的优点。(1)、便于整体规划，营造综合社区的概念，提升项目

影响力和品牌。公司的大盘项目基本都以中南世纪城命名，其建筑风格基本都为统一的西班牙建筑风格，特色鲜明；（2）、能够很好地整合资源，减少设计及开发成本和相关费用的支付，最大程度地提高自有资金回报及收益率；（3）、能够获得长期的土地储备，锁定土地成本。

2.3 打包拿地的发展空间

打包拿地模式特点决定了其目标城市必然是经济发展迅速而城市化水平较低的三四线城市。

我国城市及各城市房地产市场之间发展极不平衡。一方面，北京、上海、广州和深圳等发达城市及其他省会等次发达城市的城市化率高，城市面貌现代化水平较高，房地产市场成熟发达，土地和楼市竞争异常激烈；另一方面，我国更多的是数量庞大的二三线城市和三四线城市，这些城市（甚至是城镇）面临着城市化和城市升级的迫切需求，这类城市楼市与土地市场相对落后，竞争不激烈，提高城市化率和升级城市现代化水平面临着资金短缺和优质开发商少等困难。

对这类三四线城市地方政府而言，一方面，其急需在短期内提高城镇化率，同时升级城市现代化水平，但与此同时，经济和房地产业发展水平相对落后，实力强大的房地产开发商进入该类城市的意愿和动力不足。政府急需像一二级联动与公建换土地等这类创新模式来解决其资金不足等困难，通过类似打包拿地的方式来在资金的制约条件下实现其快速城市化和城市升级。

中南建设通过打包拿地进入的城市诸如南通、海门、盐城、营口、淮安等城市基本都符合上述特征，而在我国数量庞大的地级市和县级市中，具有上述特征的城市数量庞大。在过去 7 年中，中南建设的打包拿地模式已经十分成熟，具有丰富的成功经验，因此，其能较容易复制到其他二三四线城市。因此，我们毫不怀疑打包拿地的发展空间。

2.4 打包拿地与招拍挂相结合

中南建设除了通过创新的打包拿地模式获取土地以外，同时也在合适的时机通过竞争程度激烈的招拍挂方式获取适合的土地。相比较打包拿地，纯粹的招拍挂方式的特点是城市区域选择灵活，获取土地的周期短，公司可以根据自身实力和目标灵活地选择适合的土地储备。除了上述列表打包拿地的项目外，公司约有一半的项目是通过纯粹的招拍挂方式获得。

3. 房地产开发业务：土地储备丰富，销售高速增长

3.1 土地储备资源充足

公司目前的土地储备分布在江苏、山东、海南和辽宁四省，土地储备占地面积 693 万平方米，规划建筑面积 1550 万平方米，截止到 2012 年 6 月 31 日，

公司权益可售面积为 1056 万平方米。根据公司目前每年大约 100 万平方米的新开工面积和销售面积的估算,公司的土地储备非常充足,可供公司未来 5-8 年的开发,考虑到未来几年新开发面积大幅增长,公司已有的土地储备也够公司未来 4-5 年开发。

表 4: 中南建设截止 2012 年 6 月 31 日土地储备列表

	项目	获取时间	权益	占地面积	规划建筑 面积	楼面价	截止 2012 年 6 月 31 日			预计毛 利率
				万平方米	万平方米	元/平米	结算 面积	销售 面积	可售面积	
1	南通中南世纪城	2005 年 2 月	100%	60.51	125.80	1058	81.83	86.27	39.53	50.00%
2	中南军山半岛	2007 年 5 月	100%	22.60	28.00	1560	10.93	12.55	15.45	46.67%
3	南通中南世纪花城	2008 年 10 月	100%	60.51	180.00	286	81.83	86.27	93.73	50.00%
4	海门中南世纪城	2006 年 12 月	100%	42.30	100.00	680	49.01	64.66	35.34	52.86%
5	海门中南世纪锦城	2011 年 2 月	100%	12.80	37.36	2835	0.00	16.72	20.64	27.14%
6	盐城中南世纪城	2010 年 1 月	100%	106.34	270.00	850	0.00	32.07	237.93	25.00%
7	镇江中南世纪城	2006 年 8 月	100%	46.48	62.50	1648	22.81	26.35	36.15	54.17%
8	镇江新锦城	2010 年 12 月	100%	39.20	69.00	1492	0.00	4.16	64.84	26.58%
9	常熟中南世纪城	2007 年 12 月	100%	59.01	99.75	2245	29.35	48.59	51.16	53.91%
10	淮安中南世纪城	2011 年 4 月	100%	12.17	26.77	885	0.00	8.45	18.32	22.50%
11	吴江中南世纪城	2010 年 7 月	100%	21.97	52.00	2175	0.00	8.77	43.23	25.53%
12	苏州工业园区地块	2012 年 6 月	100%	1.66	33.15	205	0.00	0.00	33.15	
13	寿光中南世纪城	2008 年 10 月	100%	25.10	56.60	590	11.83	33.50	23.10	39.53%
14	青岛海湾新城	2003 年 3 月	100%	9.82	32.00	403	12.44	12.69	19.31	52.00%
15	青岛中南世纪城	2009 年 7 月	100%	73.57	181.84	1495	0.00	15.77	166.07	23.88%
16	菏泽中南世纪城	2012 年	100%	3.27	7.84	700	0.00	0.00	7.84	
17	(海南)文昌森海湾	2004 年 6 月	100%	27.08	56.00	100	24.98	26.80	29.20	58.00%
18	儋州海滨新区项目	2010 年 12 月	100%	53.34	100.00	355	0.00	8.09	91.91	40.74%
19	沈阳中南世纪城	2012 年 4 月	100%	9.28	18.55	1333	0.00	0.00	18.55	
20	营口中南世纪城	2011 年 3 月	100%	6.01	12.63	715	0.00	1.93	10.70	20.00%
	总计			693.01	1549.79		325.02	493.62	1056.16	

资料来源: 中原证券

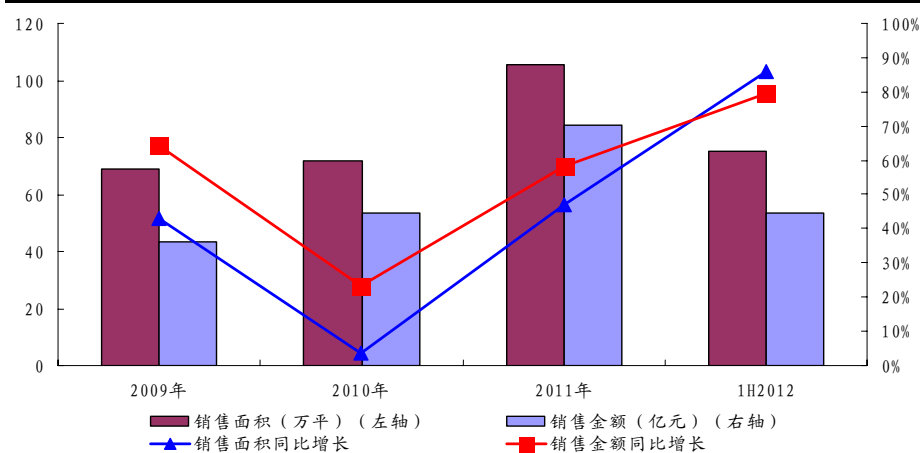
3.2 上半年销售高速增长

自 2009 年上市后中南建设的销售处于高速发展状态。2009-2011 年销售金额增速分别达到了 64.28%、23.32%和 58.39%, 近两年的复合增长率高达 40%。尤其是 2011 年行业销售负增长的情况下, 公司销售额保持了 58.39%的高速增长。

中南建设 2012 年上半年销售高速增长。2012 年上半年, 公司销售面积 75.39 万平方米, 销售金额 53.70 亿元, 同比分别增长 85.78%和 79.51%。而同期, 行业龙头中销售表现最好的保利地产的销售面积和销售金额增长率分别为

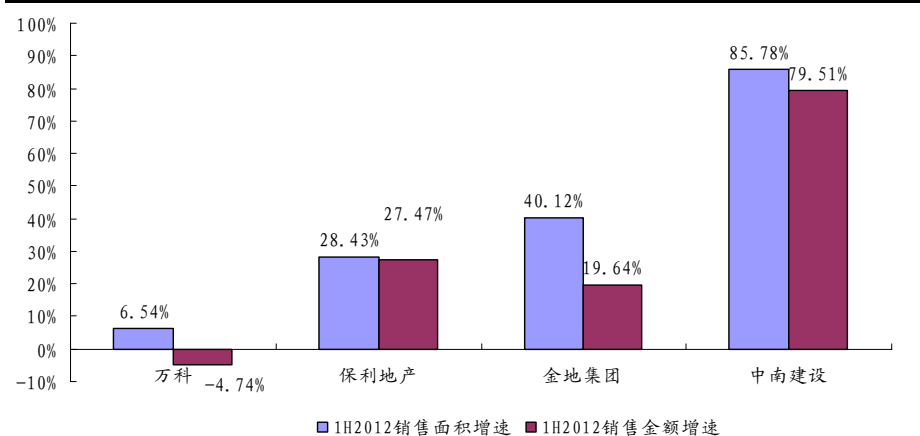
28.43%和 27.47%，中南建设的销售增速远高于行业龙头公司和行业平均水平。

图 5：中南建设 2009-2012 年销售及增速



资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 6：中南建设与保招万金 2012 年上半年销售增速对比



资料来源：中原证券研究所，公司公告

草根调研所见印证了公司火爆销售状况。笔者实地走访了海门中南世纪城和海门中南世纪锦城，海门中南世纪城是海门超 100 万平方米的大盘，海门世纪锦城定位于海门住宅标杆，这两个项目在海门具有很大的影响力和优秀的口碑，价格在 7000-7500 元/平方米，销售去化速度很快，基本做到销售不愁，通过调研了解，公司淮安、镇江、盐城等地项目上半年销售形势良好。

4、建筑施工业务：竞争力强，订单有保障

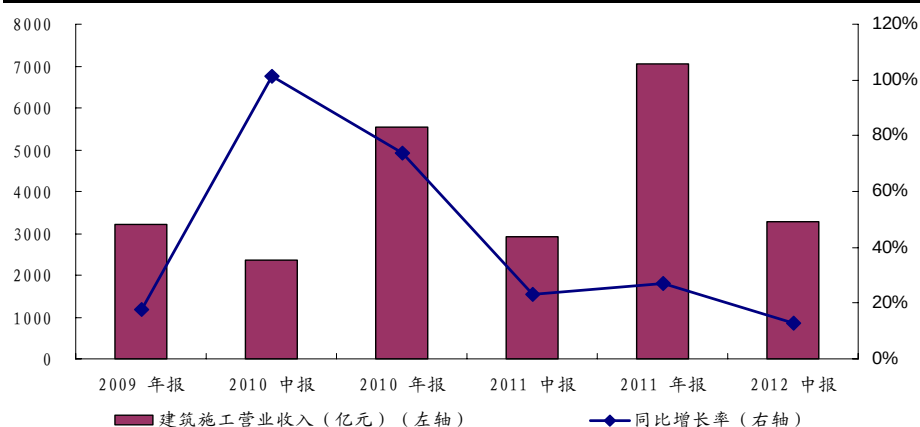
4.1 建筑业务发展现状

建筑产业是中南建设的基础产业，公司目前具有房屋建筑工程施工总承包特级资质，建筑总承包年平均施工面积超过 600 万平方米，公司以管理、技术、劳务密集型的运营特色，凭借自有工人为主体的优势，多年来在国内一线城市承接了多项高、大、难工程，形成了“大市场、大业主、大项目”的核心竞争优势。

中南建设的建筑施工业务主要来源以下三个部分：（1）、本公司自身的房地产开发承建业务；（2）、政府公建项目；（3）、外部市场化建筑施工项目。公司的建筑施工业务均采取市场化获取与运作方式。

2009 年上市后，中南建设建筑施工业务保持了较高的增长。2010 年建筑施工业务增速高达 73.68%，目前这一增速基本稳定在 25% 左右的水平。

图 7：中南建设建筑施工业务营业收入及增速



资料来源：中原证券研究所，公司公告

中南建设的毛利率高于行业平均水平，但净利率水平与行业平均水平相当。中南建设的毛利率水平维持在 16-21% 的较高水平，高于可比公司的毛利率水平。中南建设具有较高的毛利率，一方面由于公司是起家于建筑施工的民企，其成本控制动力和能力强，另一方面，也是最主要的原因在于公司采取项目分公司制。与其他建筑公司承揽承做项目大多采用项目经理制不同，中南建设采取分公司制，利润留公司，同时公司购买料具设备等，相对租赁的方式，项目直接配比的成本更低。但是由于公司的管理费用、资本化费用等费用成本相对项目经理制高，中南建设的建筑施工业务的净利率与行业平均水平相当。

表 5: 中南建设与可比公司建筑施工业务毛利率比较

	2009 中报	2009 年报	2010 中报	2010 年报	2011 中报	2011 年报	2012 中报
龙元建设 (%)	10.81	9.62	9.19	9.08	10.83	11.14	8.39
中国建筑 (%)	12.22	12.15	11.96	12.09	11.95	12.04	12.06
宏润建设 (%)	12.97	13.43	13.53	15.17	11.17	10.50	11.17
腾达建设 (%)	11.91	10.77	14.86	13.12	14.87	14.55	15.25
中南建设 (%)	23.52	16.19	16.16	17.41	18.68	18.16	20.36

资料来源: 中原证券、Wind

4.2 建筑业务发展目标和空间

尽管建筑施工业务竞争激烈, 净利润率水平较低, 但是, 由于建筑施工业务是公司基础主业, 也是公司打包拿地的基础, 因此公司未来仍将大力发展建筑施工业务。未来, 公司建筑业将按照房屋建设工程、安装工程、装饰工程三大板块的战略格局, 拓宽产业链条, 构建由房屋施工、建筑安装、建筑装饰、幕墙工程、门窗工程、工业设备安装、钢结构、NPC等新型建筑为一体的完整产业格局, 坚持“立足大市场、对接大业主、承接大项目”的经营策略, 实现由低端业务领域向高端业务领域的转型, 实现由施工总承包向工程总承包转型。

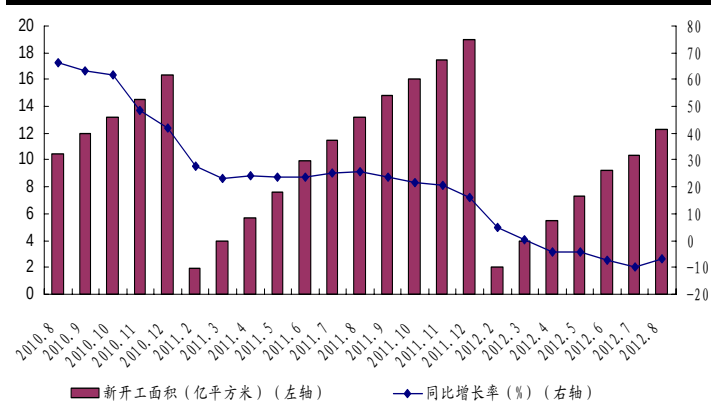
2012年上半年, 受累于宏观经济增速减速及固定资产增速减速, 施工项目减少, 中南建设上半年建筑施工业务出现了较明显的减少。由于房地产销售上半年的持续回暖已经带动了房地产施工和新开工面积增速的触底反弹, 各地方政府为应对经济减速启动了大规模的市政及轨道交通建设项目。公司在建筑施工领域具有较强的竞争力, 我们并不怀疑公司建筑施工的市场空间和订单。

图 8: 全国新增固定资产投资累计完成额及增速



资料来源: 中原证券研究所, 国家统计局

图 9: 全国房地产新开工面积及增速



资料来源: 中原证券研究所, 国家统计局

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测假设

中南建设的盈利假设如表。根据公司目前的销售状态和已售未结资源，假设公司 2012-2013 年结算面积分别为 102.89 万平方米和 138.56 万平方米，结算金额分别为 66.42 亿元和 86.79 亿元，结算毛利率分别为 37.22%和 36.98%。公司的建筑施工业务 2012-2013 年实现营业收入分别为 86.08 亿元和 105.88 亿元，毛利率分别为 18%和 18.25%。

表 6：中南建设 2012-2013 年盈利预测假设

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
结算面积	45.35	62.49	74.49	102.89	138.56
同比增长率	23.74%	37.79%	19.20%	38.14%	34.67%
结算金额	24.74	35.58	51.83	66.42	86.79
同比增长率	31.08%	31.08%	45.67%	28.14%	28.67%
结算毛利率	37.12%	34.42%	37.78%	37.22%	36.98%
建筑业务金额	31.97	55.53	70.56	86.08	105.88
建筑业务毛利率	16.19%	17.41%	18.16%	18%	18.25%
建筑业务同比增长率	17.60%	73.68%	27.07%	21.99%	23.00%

资料来源：中原证券

5.2 盈利预测

根据盈利预测假设，我们预计公司 2012-2013 年营业收入分别为 152.51 亿元和 192.67 亿元，增长率分别为 23.96%和 26.34%，2012-2013 年归属上市公司股东的净利润 12.17 亿元和 15.87 亿元，增长率分别为 30.59%和 30.33%，对应的每股收益分别为 1.04 元和 1.36 元。

表 7：中南建设 2012-2013 年盈利预测假设

利润表	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	9137.51	12302.84	15250.46	19267.51
减 营业成本	6939.85	9017.53	11256.09	14158.35
营业税费	485.06	693.51	832.16	1053.42
销售费用	91.58	195.02	193.88	247.82
管理费用	397.53	695.05	742.74	955.05
财务费用	100.75	303.89	434.64	539.49
营业利润	1025.06	1402.81	1795.07	2317.18
加 营业外收入	13.66	63.48	26.98	34.71
减 营业外支出	21.61	60.42	29.43	37.15
利润总额	1017.11	1405.88	1792.61	2314.73

减 所得税	243.23	412.58	495.48	624.21
净利润（含少数股东权益）	773.88	993.30	1,297.13	1690.53
减 少数股东权益	32.73	61.02	79.69	103.85
归属与母公司所有者的净利润	741.15	932.28	1217.45	1586.67
基本 EPS	0.63	0.80	1.04	1.36

资料来源：中原证券

5.3 绝对估值

公司的主营业务包括房地产开发和建筑施工业务，我们采取 NAV 方法对房地产开发业务进行绝对估值，采取 DCF 方法对建筑业务进行绝对估值。

绝对估值的主要假设。公司目前在建在售项目有 20 个，我们采取假设开发法对已有的 20 个项目进行 NAV 估值。由于公司建筑施工业务早已进入成熟期，因此，我们采取一阶段 DCF 估值法，假设其永续增长率为 2%。绝对估值的折现率（WACC）为 12%。绝对估值的具体情况如下表。

表 8：中南建设 RNAV 测算表

开发项目增加值（百万元）	10346.32
建筑业务增加值净现值（百万元）	1927.83
账面净资本（百万元）	6891.20
重估净资本价值（百万元）	19165.35
公司股本（百万股）	1167.84
RNAV（元/股）	16.41

资料来源：中原证券研究所

5.4 相对估值

以 9 月 17 日收盘价计算，招保万金四大行业龙头 2012-2013 年的动态市盈率分别为 8.04 倍和 6.66 倍，与中南建设类似的主要区域龙头企业 2012-2013 年的平均动态市盈率分别为 8.40 倍和 6.60 倍，中南建设的动态市盈率稍高于行业龙头公司和可比区域龙头公司，但相差不大。

表 9：中南建设 2012-2013 年盈利预测假设

			每股收益				每股净资产 1H2012	收盘 价	市盈率				市净率
			2010A	2011A	2012E	2013E			2010A	2011A	2012E	2013E	
行业龙头	万科 A	000002	0.66	0.88	1.13	1.34	5.01	8.06	12.21	9.16	7.13	6.01	1.61
	保利地产	600048	1.08	1.1	1.11	1.37	5.11	9.71	8.99	8.83	8.75	7.09	1.90
	招商地产	000024	1.17	1.51	1.94	2.41	12.4	19.15	16.37	12.68	9.87	7.95	1.54
	金地集团	600383	0.6	0.67	0.76	0.87	4.69	4.86	8.10	7.25	6.39	5.59	1.04
	平均								11.42	9.48	8.04	6.66	1.52
区域	北京城建	600266	1.35	0.96	1.42	1.59	6.86	10.93	8.10	11.39	7.70	6.87	1.59
	华夏幸福	600340	0.02	3.28	2.23	2.82	4.31	17.14		5.23	7.69	6.08	3.98

龙头	金科股份	000656	0.1	0.92	1.17	1.54	5.5	9.10	91.00	9.89	7.78	5.91	1.65
	华业地产	600240	0.45	0.69	0.43	0.53	4.54	3.75	8.33	5.43	8.72	7.08	0.83
	万通地产	600246	0.34	0.26	0.33	0.45	2.66	3.31	9.74	12.73	10.03	7.36	1.24
	首开股份	600376	1.17	1.26	1.38	1.76	8.03	9.33	7.97	7.40	6.76	5.30	1.16
	苏宁环球	000718	0.45	0.39	0.51	0.62	2.23	5.95	13.22	15.26	11.67	9.60	2.67
	滨江集团	002244	0.71	0.58	0.98	1.54	3.64	7.02	9.89	12.10	7.16	4.56	1.93
	荣盛发展	002146	0.71	0.82	1.13	1.35	3.66	8.71	12.27	10.62	7.71	6.45	2.38
	大连友谊	000679	1.05	0.49	0.65	0.78	3.76	5.70	5.43	11.63	8.77	7.31	1.52
	福星股份	000926	0.71	0.73	0.89	1.23	8.16	7.45	10.49	10.21	8.37	6.06	0.91
	平均								17.64	10.17	8.40	6.60	1.81
商业地产	华侨城 A	00069	0.98	0.57	0.49	0.6	2.34	5.51	5.62	9.67	11.24	9.18	2.35
	陆家嘴	600663	0.64	0.53	0.47	0.58	5.85	10.58	16.53	19.96	22.51	18.24	1.81
	金融街	000402	0.59	0.67	0.76	0.91	6.15	5.77	9.78	8.61	7.59	6.34	0.94
	张江高科	600895	0.31	0.3	0.37	0.43	3.86	7.07	22.81	23.57	19.11	16.44	1.83
	平均								13.68	15.45	15.11	12.55	1.73
中南建设		000961	0.63	0.8	1.04	1.36	5.05	9.82	16.59	13.06	10.02	7.69	2.07

注：股价收盘价为 2012 年 9 月 17 日收盘价。

资料来源：中原证券、Wind

5.5 投资评级

相比较 RNAV 估值，中南建设目前的股价折价 60%，具有较好的安全性，相对估值而言，公司的估值略高于行业平均水平。从前述分析可知，中南建设具有较好的成长性。我们维持公司“增持”投资评级。

6. 风险提示

当前部分城市房价出现量价齐升的苗头，这有可能招致调控政策再次收紧，政策收紧会增加公司销售难度；公司开发建设需要大量的资金，尽管公司的销售状态良好，但是公司的资金链依旧十分紧张，公司大量流通股已经质押，其后续银行贷款的融资能力有限，由此可能带来资金链在未来某个时期异常紧张的经营风险。

7. 附表

资产负债表				利润表			
	2011A	2012E	2013E		2011A	2012E	2013E
流动资产	30435.42	35280.39	42504.80	营业收入	12302.84	15250.46	19267.51
现金	2876.25	3050.09	3853.50	营业成本	9017.53	11256.09	14158.35
交易性金融资产	3.27	3.03	3.09	营业税费	693.51	832.16	1053.42
应收票据	45.67	26.42	43.66	销售费用	195.02	193.88	247.82
应收款项	5393.78	9406.68	10701.42	管理费用	695.05	742.74	955.05
存货	18866.00	14593.31	15537.27	财务费用	303.89	434.64	539.49
其他	3250.45	8200.86	12365.86	资产减值损失	-2.46	0.00	0.00
非流动资产	3132.53	3490.66	3652.19	公允价值变动收益	0.46	-0.06	-0.11
长期股权投资	2.17	1.02	1.26	投资收益	3.22	3.66	3.87
固定资产	2020.39	1918.72	1816.15	营业利润	1402.81	1795.07	2317.18
无形资产	31.27	29.70	28.22	营业外收入	63.48	26.98	34.71
其他	1078.70	1541.21	1806.57	营业外支出	60.42	29.43	37.15
资产总计	33567.95	38771.05	46156.99	利润总额	1405.88	1792.61	2314.73
流动负债	22426.75	26232.72	31828.14	所得税	412.58	495.48	624.21
短期借款	4530.86	4884.20	7652.53	净利润	993.30	1297.13	1690.53
应付帐款	2267.83	4157.15	4837.80	少数股东权益	61.02	79.69	103.85
预收帐款	9926.11	10369.26	11059.86	归属母公司净利润	932.28	1217.45	1586.67
其他	5701.95	6822.11	8277.95	EPS (元)	0.80	1.04	1.36
长期负债	4250.00	4350.00	4450.00	主要财务比率			
长期借款	4250.00	4350.00	4450.00		2011A	2012E	2013E
其他	0.00	0.00	0.00	每股指标			
负债合计	26676.75	30582.72	36278.14	每股收益	0.80	1.04	1.36
股本	1167.84	1167.84	1167.84	每股经营现金	0.11	-0.38	0.33
资本公积金	618.58	618.58	618.58	每股净资产	4.65	5.70	7.05
未分配利润	3450.43	4667.87	6254.54	增长率			
少数股东权益	1457.56	1537.24	1641.10	营业收入增长率	34.64%	23.96%	26.34%
母公司所有者权益	5433.64	6651.08	8237.76	营业利润增长率	36.85%	27.96%	29.09%
负债及权益合计	33567.95	38771.05	46156.99	净利润增长率	25.79%	30.59%	30.33%
现金流量表				获利能力			
	2011A	2012E	2013E	毛利率	26.70%	26.19%	26.52%
经营活动现金流	-2710.97	-277.39	-2339.10	净利率	7.58%	7.98%	8.23%
净利润	993.30	1297.13	1690.53	ROE	17.16%	18.30%	19.26%
资产减值准备	-2.46	0.00	0.00	ROIC	7.41%	9.01%	9.22%
折旧摊销	88.38	123.74	124.54	偿债能力			
财务费用	303.89	434.64	539.49	资产负债率	79.47%	78.88%	78.60%
投资收益	3.22	3.66	3.87	流动比率	1.36	1.34	1.34
营运资金变动	0.00	-2128.79	-4689.85	速动比率	0.52	0.79	0.85
投资活动现金流	6.37	-93.07	-3.75	营运能力			
资本支出	0.00	-20.00	-20.00	资产周转率	0.43	0.42	0.45
其他投资	6.37	-73.07	16.25	存货周转率	0.59	0.67	0.94
筹资活动现金流	2833.04	-72.63	2725.74	应收帐款周转率	3.41	3.34	3.14
借款变动	0.00	58.67	243.56	估值比率			
其他	2833.04	-131.30	2482.18	PE	12.28	9.42	7.23
现金净增加额	128.44	-443.10	382.88	PB	2.11	1.72	1.39

资料来源：中原证券研究所

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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。