



规模快速增长 加码PPP项目布局

——中南建设（000961）2016 年报点评

2017 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

中南建设

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

公司日前发布 2016 年报，公司 2016 全年实现营业收入 344.40 亿元，比上年同期大幅增长 68.41%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.08 亿元，比上年同期增长 16.05%；扣除非经常性损益后的净利润 4.36 亿元，比上年同期增长高达 173.54%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	5570.91	4055.55	7573.1	5273.74	8044.3	5888.93	15232.62
增长率（%）	10.34%	13.95%	-13.22%	62.26%	44.40%	45.21%	101.14%
毛利率（%）	24.68%	22.72%	17.27%	21.10%	15.43%	21.95%	13.17%
期间费用率（%）	11.45%	14.96%	8.71%	10.29%	6.74%	11.46%	5.46%
营业利润率（%）	8.00%	1.81%	-1.48%	4.32%	2.73%	5.96%	-0.61%
净利润（百万元）	306.43	33.54	0.04	164.45	141.08	137.05	-14.38
增长率（%）	-04.55%	-56.43%	-99.99%	62.08%	-53.96%	308.54%	-33600.89
每股盈利（季度，元）	0.26	0.02	-0.10	0.13	0.05	0.04	-0.02
资产负债率（%）	84.93%	84.97%	86.27%	82.53%	82.84%	83.85%	86.17%
净资产收益率（%）	2.28%	0.24%	0.00%	0.92%	0.79%	0.78%	-0.09%
总资产收益率（%）	0.34%	0.04%	0.00%	0.16%	0.14%	0.13%	-0.01%

观点：

- 营业收入、净利润大幅上升。报告期内，公司2016全年实现营业收入344.40亿元，比上年同期大幅增长68.41%；实现归属于上市公司股东的净利润4.08亿元，比上年同期增长16.05%，EPS为0.12元/股，同比增长20%。报告期内营收大幅增长但毛利增幅远小于营收增幅，主要归因于项目结转周期所致，集中体现为报告期内销售毛利率水平大幅下降。预期随着2015年市场回温，公司销售毛利水平将显著回升。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

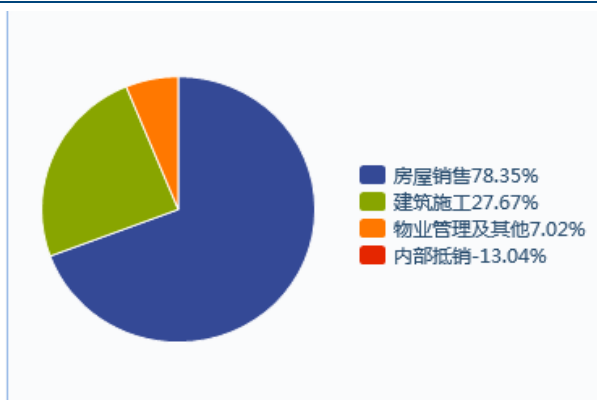
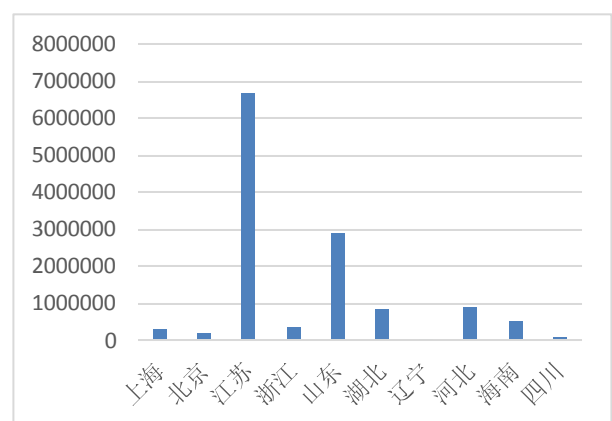
(单位: 亿元、百分比)

项目	2016H	2015H	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	16.41%	21.58%	-5.17	项目结转周期所致
净利率 (%)	2.26%	2.54%	-0.28	毛利水平变化不大
资产负债率 (%)	86.17%	86.27%	-0.10	杠杆率基本维持不变
费用比率 (%)	7.52%	11.6%	-4.08	报告期内公司控费能力显著提升
加权 ROE (%)	3.22%	3.93%	-0.71	净利润增速较低
总资产	1172.05	962.26	21.80%	本期公司资产规模大幅增长
货币资金	90.41	62.87	43.90%	销售回款+公司债发行
预收账款	400.48	353.27	13.25%	预收购房款增加
一年内到期非流动负债	38.91	50.08	-22.30%	负债正常到期
经营活动净现金流	-45.00	9.53	-572.19%	本期支付大额土地款
稀释 EPS	0.12	0.10	20%	净利润大增+股本增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **业务主要分布在华东地区, 全国布局雏形初现。**2016年, 公司房屋销售业务实现营收269.83亿元, 比去年同期增长217.36%。公司一方面坚持城市深耕策略, 对已进销售较好、市场美誉度高的城市, 如南京、苏州等进行积极拿地, 力促城市公司百亿销售; 另一方面积极拓展杭州、武汉、天津等二线核心城市。

公司顺应市场环境外部变化, 将区域布局战略调整为“一二线城市为主、三四线为辅, 依托一二线、辐射三四线”的指导思想, “深耕长三角, 拓展珠三角, 进军京津冀”的城市群区域战略布局。加强核心区域业务地位, 并向一线城市拓展; 公司二线以上城市项目比例明显提高。**2016年通过兼并收购、招拍挂、合资合作等多元化方式获取土地储备项目27个, 规划建筑面积488万平方米, 货值700亿元, 截止2016年底总货值2000亿元。**公司在二线核心城市以上土地储备占公司全部土地储备的60%以上, 长三角地区土地储备占公司全部储备的56.88%。

图 1: 公司 2016 年营收结构

图 2: 2016 年公司土地储备区域分布


资料来源：公司 2016 年年报，东兴证券研究所

资料来源：公司 2016 年年报，东兴证券研究所

根据中南建设2016年年报,公司**2016年预销售额为373亿元**,同比增长65.77%,销售均价12054元/平方米,同比增长28.23%。考虑到城市布局升级和销售可持续增长,公司持有土地储备**1395万平方米**,为公司持续增长提供有力保障。公司2017、2018两年的销售收入有望保持在高位,我们看好公司的全产品线和良好的控成本能力,认为公司有望在**2018年迈入500亿梯队**。

- **加码PPP项目,涉足养老护理产业。**2016年以来,将业务模式从单一的施工总承包向PPP和EPC项目升级。在业务结构上,在继南京玄武湖乐园项目后,连续获得了杭州综合管廊、三亚海绵城市等多个大型PPP项目,PPP承接金额近百亿,实现了在基础设施、PPP领域的突破,业务结构有了明显优化。

值得关注的是,公司在养老产业方面的布局。公司参与济宁市任城区人民政府成立的济宁市中西医结合医院任城区老年护养院PPP项目,总投资为6.66亿元,合作期为22年,其中项目建设周期预计为2年。项目采用BOT(建设-运营-移交)方式运作,医疗部分公司可以获得6.78%的投资收益,而非医疗区域1.6亿的投资将主要通过养老区和整体物业运营的方式进行回收,项目帮助公司试水老年护养院PPP项目的运营模式,有利于公司未来在PPP订单和养老服务两方面的业务拓展。

- **融资成本于2016年内不断降低。**2016年,公司成功发行公开发行公司债券**29亿**,债务结构的优化促使发行利率逐步降低。由公司发债节奏和利率来看,相较于2015年**6.5%以上**的票面利率,公司融资成本处于下降的区间内,极大的减轻公司资金成本压力。

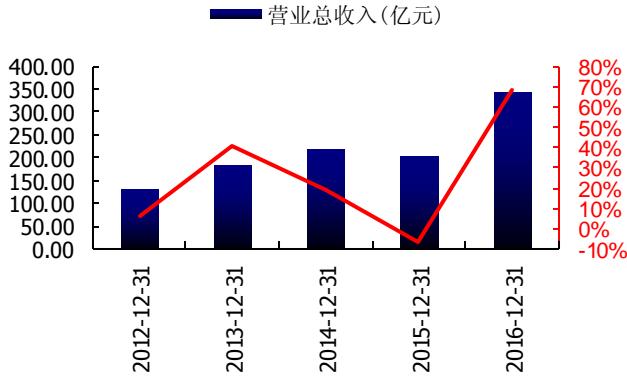
表 2:公司 2016 年发行债券和票据情况

	利率	额度	到期日	
公开发行公司债	1 期	6.48%	10 亿	2021.1
	2 期	6.0%	12 亿	2019.7
	3 期	6.5%	7 亿	2021.9

资料来源：公司 2016 年年报，东兴证券研究所

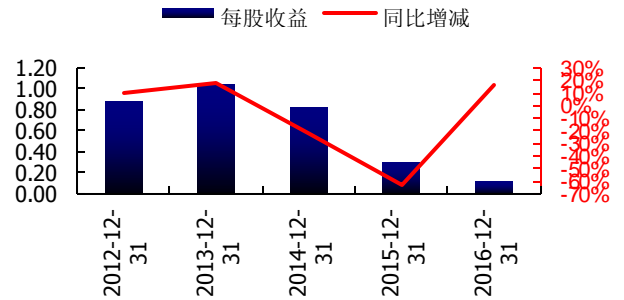
风险提示：区域市场销售不及预期、新业务拓展存在不确定性、行业政策进一步收紧

图 3: 营业收入情况



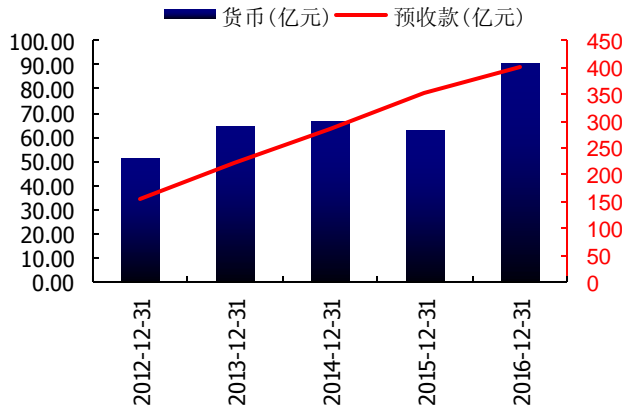
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



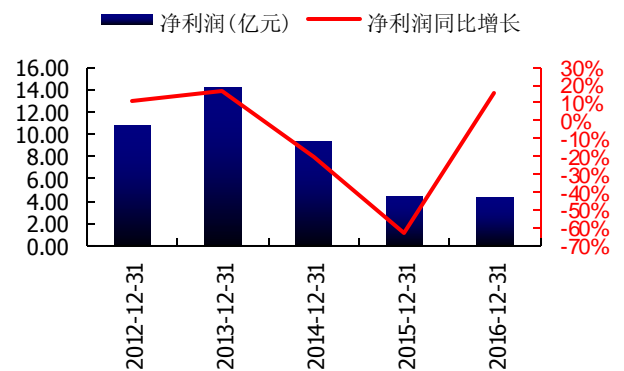
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况

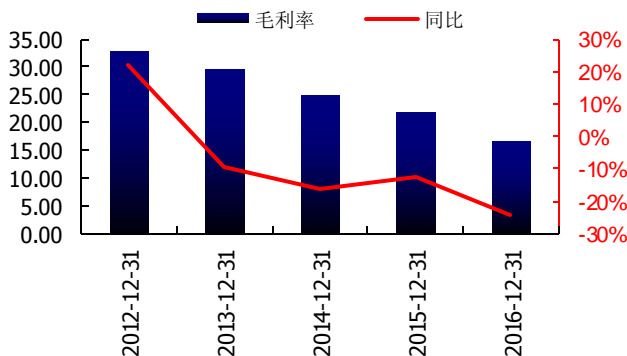
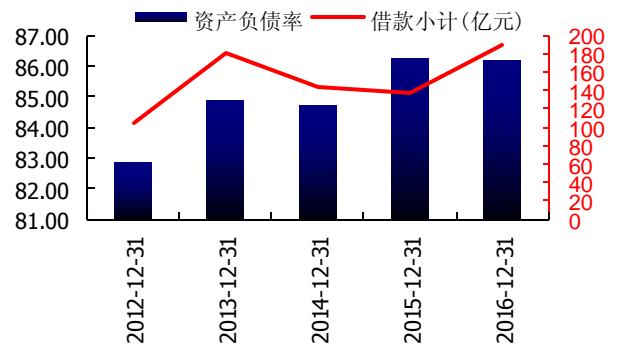
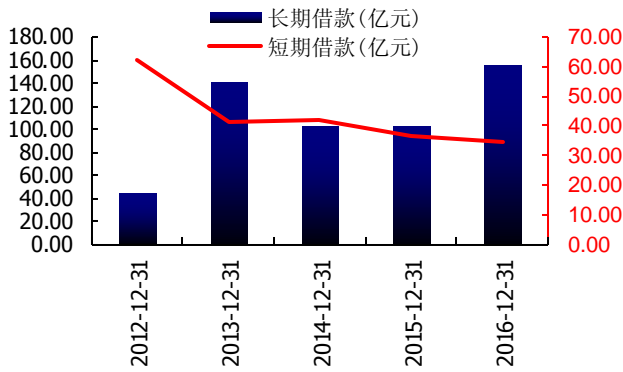


图 8: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

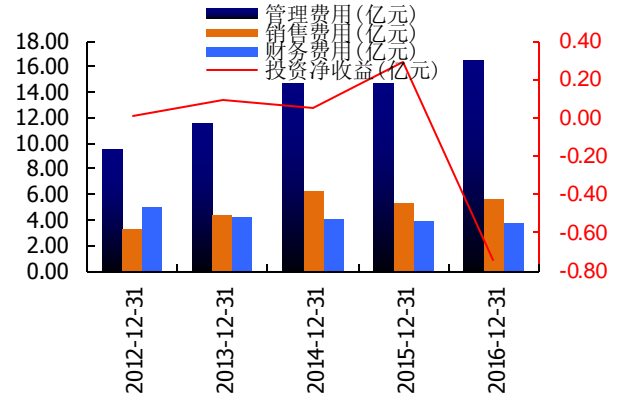
图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

公司致力于建筑施工与地产开发相结合, 处于深耕长三角、拓展珠三角、进军京津冀的城市战略布局调整的进程中。随着公司三四线城市去库存效果的显现, 以及公司二线以上城市项目比例明显提高, 预计公司将维持高增长的进程, 这一系列的利好都将显著提升公司盈利和估值水平。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 414 亿元、458 亿元和 495 亿元; 每股收益分别为 0.22 元、0.30 元和 0.44 元, 对应 PE 分别为 32.81、23.52 和 16.22, 维持公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	87879	109416	150827	163131	173492	营业收入	20450	34440	41396	45760	49548
货币资金	6287	9041	10763	11897	12883	营业成本	16036	28787	33759	36553	38881
应收账款	6047	6508	7939	8776	9502	营业税金及附加	1405	2143	2608	2883	3122
其他应收款	4668	8365	10054	11114	12034	营业费用	526	569	704	778	842
预付款项	3995	9572	9572	9572	9572	管理费用	1461	1639	2070	2288	2477
存货	65267	74131	110988	120173	127827	财务费用	387	382	681	1147	1282
其他流动资产	1473	1372	1511	1598	1674	资产减值损失	110.57	138.36	200.00	240.00	288.00
非流动资产合计	8347	7788	6505	6152	5799	公允价值变动收益	1.69	-1.52	2.00	0.00	0.00
长期股权投资	440	508	508	508	508	投资净收益	28.68	-74.29	0.00	0.00	0.00
固定资产	2124.60	1958.26	2165.73	1873.18	1580.64	营业利润	554	705	1377	1871	2657
无形资产	561	606	545	485	424	营业外收入	202.54	107.40	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	308	0	0	0	0	营业外支出	128.21	150.78	170.00	170.00	170.00
资产总计	96226	117205	157332	169283	179291	利润总额	628	662	1407	1901	2687
流动负债合计	62053	69390	120095	126257	130356	所得税	187	234	506	684	967
短期借款	3681	3427	61982	66921	69998	净利润	441	428	900	1217	1720
应付账款	5065	9314	11099	12017	12783	少数股东损益	90	20	100	100	100
预收款项	35327	40048	40048	40048	40048	归属母公司净利润	351	408	800	1117	1620
一年内到期的非流	5008	3891	0	0	0	EBITDA	1767	1937	2411	3371	4292
非流动负债合计	20958	31610	20473	25603	30603	BPS (元)	0.30	0.12	0.22	0.30	0.44
长期借款	10138	15466	20466	25466	30466	主要财务比率					
应付债券	10008	15411	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	83011	101000	140568	151860	160959	成长能力					
少数股东权益	4176	2646	2746	2846	2946	营业收入增长	-6.16%	68.41%	20.20%	10.54%	8.28%
实收资本(或股本)	1168	3710	3710	3710	3710	营业利润增长	-61.04%	27.32%	95.17%	35.88%	42.01%
资本公积	1047	2654	2654	2654	2654	归属于母公司净利润	-63.37%	16.05%	96.32%	39.50%	45.05%
未分配利润	6566	6909	6509	5950	5141	获利能力					
归属母公司股东权益	9039	13558	13938	14496	15306	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	96226	117205	157252	169203	179211	净利率(%)	2.16%	1.24%	2.18%	2.66%	3.47%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.37%	0.35%	0.51%	0.66%	0.90%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	3.89%	3.01%	5.74%	7.70%	10.58%
经营活动现金流	953	-4500	-40319	-6858	-4713	偿债能力					
净利润	441	428	900	1217	1720	资产负债率(%)	86%	86%	89%	90%	90%
折旧摊销	825.61	849.84	0.00	353.11	353.11	流动比率	1.42	1.58	1.26	1.29	1.33
财务费用	387	382	681	1147	1282	速动比率	0.36	0.51	0.33	0.34	0.35
应收账款减少	0	0	-1431	-837	-727	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.32	0.30	0.28	0.28
投资活动现金流	-2123	-2577	-38	-240	-288	应收账款周转率	3	5	6	5	5
公允价值变动收益	2	-2	2	0	0	应付账款周转率	3.98	4.79	4.06	3.96	4.00
长期股权投资减少	0	0	135	0	0	每股指标(元)					
投资收益	29	-74	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.12	0.22	0.30	0.44
筹资活动现金流	475	10540	42080	8233	5986	每股净现金流(最新)	-0.59	0.93	0.46	0.31	0.27
应付债券增加	0	0	-15411	0	0	每股净资产(最新摊)	7.74	3.65	3.76	3.91	4.13
长期借款增加	0	0	5000	5000	5000	估值比率					
普通股增加	0	2542	0	0	0	P/E	23.60	60.98	32.81	23.52	16.22
资本公积增加	-16	1608	0	0	0	P/B	0.91	1.94	1.88	1.81	1.72
现金净增加额	-694	3464	1722	1134	985	EV/EBITDA	17.44	28.60	40.62	31.67	26.53

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。