

匠心筑美好，千亿新征程



核心观点

- **股权激励彰显信心，民营房企踏上新征程。**中南置地从一家江苏区域性开发商蜕变为大型全国性房企，公司的快速发展吸引众多明星职业经理人加入，包括现任中南置地董事长陈凯、董事副总经理辛琦、财务总监孙三友、副总经理罗俊、董秘梁洁，分别负责地产业务、财务板块、融资和投资者关系。公司新推出股权激励的解锁业绩条件为 2018-2020 年归母净利润年复合增速为 119.7%，彰显管理层对未来 3 年业绩持续快速增长的信心。
- **销售两年翻两番，积极投资拓布局。**公司 2015-2017 年合同销售额分别为 225/502/963 亿，两年翻两番，实现了跨越式发展，成功跻身地产企业 20 强。公司在 2018 年上半年新增货值近 1500 亿，位列行业前十，为今后销售规模和金额的稳定成长打下了坚实的基础。公司坚持“深耕长三角，拓展珠三角，进军京津冀”的城市群区域化布局。土地投资力度不断加大的同时，项目小型化趋势更为明显，保障了公司的快速周转。
- **盈利能力提升，增厚净资产改善负债率。**公司前期项目储备较多的沿海三四线城市项目近两年快速升值，拉动房地产业务盈利能力触底反弹，在 2018 年一季度中已有体现。公司的负债规模与销售规模相比不高，伴随项目结算，营收规模和净利润的双升将增厚净资产，负债率有望降低。

财务预测与投资建议

- **首次覆盖给予买入评级，目标价 7.56 元。**我们预测公司 2018-2020 年每股收益分别 0.63/1.09/1.46 元，可比公司 2018 年平均估值为 9X，公司的业绩增长高于行业龙头及同等规模的二线开发商水平，我们给予公司 30% 的估值溢价、2018 年 12X 估值，对应目标价为 7.56 元。

风险提示

- 房地产销售、结算、回款规模不及预期
- 布局城市调控政策力度超预期
- 拿地不及预期
- 净负债率较高

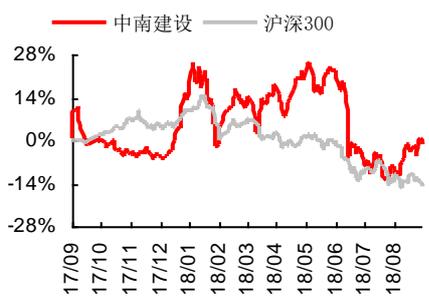
公司主要财务信息	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	34,440	30,552	49,108	71,409	89,109
同比增长	68.4%	-11.3%	60.7%	45.4%	24.8%
营业利润 (百万元)	616	1,050	4,202	7,221	10,509
同比增长	11.2%	70.4%	300.2%	71.9%	45.5%
归属母公司净利润 (百万元)	339	603	2,322	4,034	5,407
同比增长	-3.6%	78.0%	285.2%	73.8%	34.0%
每股收益 (元)	0.09	0.16	0.63	1.09	1.46
毛利率	16.4%	16.3%	23.2%	24.4%	24.5%
净利率	1.0%	2.0%	4.7%	5.6%	6.1%
净资产收益率	3.0%	4.4%	15.3%	22.2%	24.0%
市盈率 (倍)	68.9	38.7	10.0	5.8	4.3
市净率 (倍)	1.7	1.7	1.4	1.2	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2018 年 09 月 12 日)	6.29 元
目标价格	7.56 元
52 周最高价/最低价	7.99/5.49 元
总股本/流通 A 股 (万股)	370,979/369,984
A 股市值 (百万元)	23,335
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2018 年 09 月 12 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	1.8	8.8	-19.6	-0.8
相对表现 (%)	4.7	14.8	-3.3	15.8
沪深 300 (%)	-2.9	-6.0	-16.3	-16.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

联系人 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn

目 录

1 股权激励彰显信心，民营房企踏上新征程	5
1.1 “地产+建筑”双轮驱动.....	5
1.2 激励机制不断完善.....	7
1.3 职业经理人履历出众.....	9
2 销售两年翻两番，积极投资拓布局	9
2.1 销售业绩亮眼，存量项目集中在江苏、山东两省.....	9
2.2 加快土地投资，拓宽潜力城市全国化布局.....	14
2.2.1 扩总量：资源总量快速增长.....	14
2.2.2 调结构：深耕长三角，拓展珠三角，进军京津冀.....	16
2.2.3 快周转：小面积地块保证高去化.....	18
3 盈利能力提升，增厚净资产改善负债率	19
3.1 三四线楼市复苏拉动结算毛利率上升 7 个百分点.....	19
3.2 营收规模和净利润的双升将大幅增厚净资产.....	20
3.3 有息负债在同一梯队中处于中游，净负债率有望下降.....	21
4 盈利预测与投资建议	22
盈利预测：2018-2020 年 EPS 为 0.63/1.09/1.46 元.....	22
投资建议：给予买入评级，目标价 7.56 元.....	23
风险提示	24

图表目录

图 1：中南建设发展历程.....	5
图 2：房地产三大配套业务板块.....	6
图 3：房地产开发业务版图.....	6
图 4：南通中南城购物中心.....	6
图 5：中南建筑代表项目.....	7
图 6：中南建设 18Q1 股权结构.....	8
表 1：2018 年股权激励解锁时间及业绩条件.....	8
表 2：新晋管理层履历介绍.....	9
图 7：2016、2017 年销售额两年翻两番.....	10
图 8：2017 年销售面积同比增长 76.6%.....	10
图 9：近 5 年中南销售额年均复合增长率 57.9%.....	10
图 10：近 5 年中南销售面积年均复合增长率 42.9%.....	10
图 11：2017 年合同销售额省份分布.....	11
图 12：2017 年合同销售额城市等级分布.....	11
图 13：公司 2017 年住宅项目立足江苏布局全国，扎根长三角，拓展珠三角，进军京津冀.....	11
表 3：2017 年热销项目一览表.....	12
图 14：重点布局城市房价走势较好.....	12
图 15：中南置地项目展示.....	13
表 4：近两年新增土储统计分析.....	14
图 16：亿瀚智库发布的 2018H1 新增货值.....	15
图 17：克尔瑞地产研究发布的 2018H1 新增货值.....	15
图 18：近两年拿地面积与销售面积（单位：万平方米）.....	15
图 19：近两年拿地总价及占合同销售比例（单位：亿）.....	15
图 20：2016-2018H1 土地投资区域结构.....	16
图 21：2016-2018H1 拿地面积区域结构.....	16
图 22：2016-2018H1 土地投资城市等级结构.....	17
图 23：2016-2018H1 拿地面积城市等级结构.....	17
图 24：2018 年初可售面积的省份分布.....	17
图 25：2018H1 新增土储面积的省份分布.....	17
表 5：近三年新进入城市一览表.....	18
表 6：公司主要布局城市商品房出清周期（单位：月）和可售存量面积（单位：万平方米）.....	18
图 26：2015-2018H1 历年新增土储宗数、平均楼面价、单幅地均建面.....	19
图 27：营收高速增长弹性初显.....	20
图 28：归母净利润提升增厚净资产.....	20

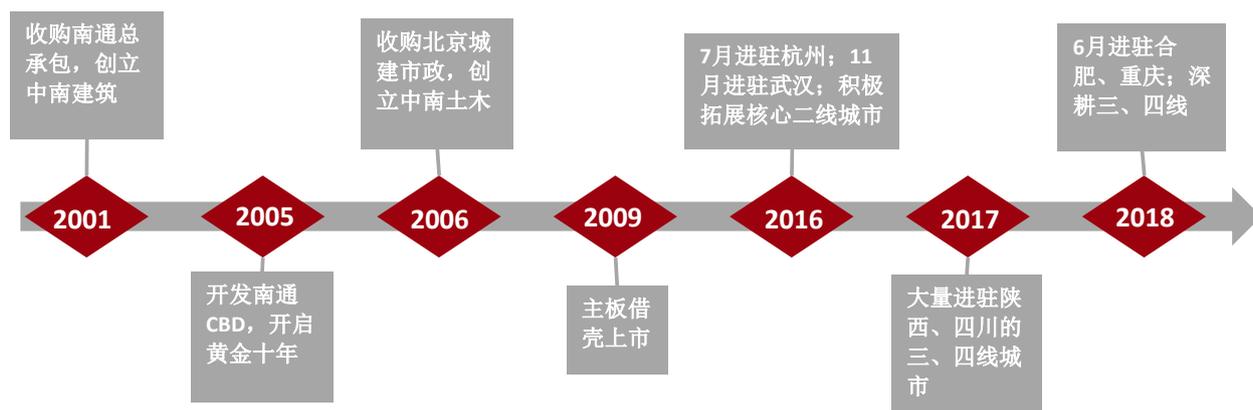
图 29：营收结构.....	20
图 30：盈利能力触底反弹.....	20
图 31：2012-2017 年总资产年均复合增速 29.6%	21
图 32：2012-2017 年净资产年均复合增速 15.2%	21
图 33：2012-2017 年有息负债年均复合增速 32.0%.....	21
图 34：2017 年底有息负债在同一梯队中处于中游（单位：亿）	21
表 7：2017 年底存量债务总额及到期情况	22
表 8：可比公司估值.....	23
表 9：根据我们预测，公司未来三年将实现 52%的年化增长，显著高于行业平均水平.....	23
表 10：RNAV 估值，公司每股净资产为 11.36 元	24

1 股权激励彰显信心，民营房企踏上新征程

1.1 “地产+建筑”双轮驱动

地产建筑双主业，优秀民企成长典范。中南集团成立于 1988 年，2009 年主板借壳上市。公司前身是江苏省南通市一个建筑包工队，30 年来，中南集团敢想敢闯敢干并获得了长足发展，是中国民营企业奋斗成长的典范。时至今日，集团主要致力于房地产开发与建筑施工双主业，分别由旗下子公司中南置地和中南建筑负责。中南置地的房地产营收和利润占比超过 70%，是集团核心主营业务。公司总部位于上海，房地产项目涵盖住宅、商业地产、特色小镇、旅游养生、产业园区等五大业态，项目已遍布长三角、珠三角、京津冀、成渝等 20 多个省共 100 个地县级城市。

图 1：中南建设发展历程

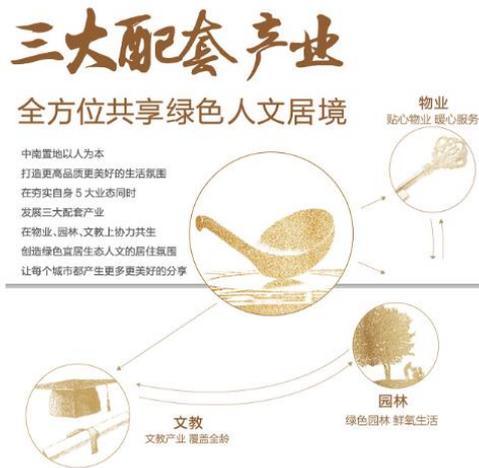


资料来源：东方证券研究所

2016 年以来，公司步入成长快车道。2015-2017 年销售额分别为 225/502/963 亿，两年翻两番，实现了跨越式发展，并成功跻身地产企业 20 强，公司的商业地产项目也正稳步拓展。

中南置地坚持区域深耕，推进战略纵深。以聚焦一线城市，发展一线城市的周边二三四线城市，深耕上海、拓展深圳、进入京津冀的战略为导向，布局全国并将业务拓展至海外。2017 年底公司在手项目主要分布于 4 个区域（即长三角、珠三角、京津冀、成渝）20 个省共 100 个地县级城市。2017 年底在建项目未售部分和新增土地储备的计容建面分别为 962 万平方米和 1437 万平方米。2018 年公司规划深度布局三大城市群，加强巩固长三角，加快拓展珠三角、京津冀。进一步深耕海南、昆明、成都、西安、郑州、武汉、长沙、济南、天津等有发展前景的区域中心城市，同时在周边寻找 1-3 个资源丰富的“粮仓”项目。2018 年，公司计划在现有 23 个战区基础上孵化 2-3 个新的战区。

图 2：房地产三大配套业务板块



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 3：房地产开发业务版图



资料来源：公司官网，东方证券研究所

商业自持能力的持续提升正增强公司整合实力。越来越多的城市正通过建设商业综合体来打造不止一个城市副中心，以满足百姓日益增长的物质文化需求。中南建设近年来持续提升的商业自持能力契合了城市发展的需求，商业综合体周边多会建有配套住宅项目，中南综合实力的增强不仅保障了自持综合体的盈利能力，同时对于获取周边配套住宅的土地储备亦是一大优势。中南商业公司自持商业广场 4 个：南通中南百货、南通中南购物中心、海门中南购物中心和盐城中南购物中心，总出租面积 19.2 万平方米，出租率 95.5%，出租单价 1-2 元/天。其标杆项目南通中南城购物中心于 2011 年开业，是南通首家具有国际水准的一站式购物中心，并于近年来逐渐发展成为新城区的中心，同时拉动了附近房价的上涨。距离中南城购物中心 1.5 和 3 公里内有中南的两个住宅楼盘中南世纪城和中南世纪花城，建筑面积分别为 194 和 112 万平方米，2017 年销售均价分别为 17000 和 18000 元/平方米。购物中心辐射附近住宅是城市建设的新方向。

图 4：南通中南城购物中心



资料来源：公司官网，东方证券研究所

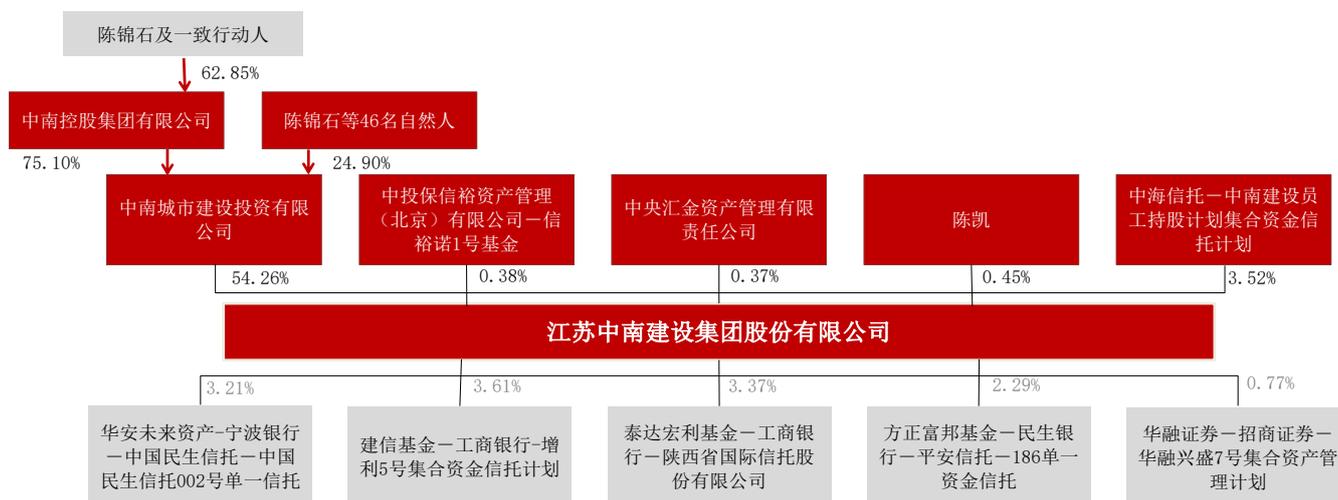
公司建筑业务排名靠前，具备完整的建设资质和丰富的施工经验，盈利能力提升。2017年，公司位居中国建筑企业500强排行榜第8名、ENR2016全球最大250家工程承包商第39名。公司是2012年3月建设部颁发的第一批3家房屋建筑施工总承包特一级资质企业之一，同时还拥有建筑行业甲级、建筑装修装饰一级、机电设备安装一级等资质。公司承建了南通体育会展中心、南通金石大酒店、苏州中南中心、上海百联广场、北京鸟巢、国家大剧院、首都机场T3航站楼等工程。在新签订单方面，2017年中南建筑新签合同额达312亿，同比大增50.3%。同时大项目占比取得突破，2017年公司3亿元以上项目累计221.9亿元，占比71.1%。在盈利能力方面，中南建筑成功扭转连续数年利润率下滑的趋势，逐步改变了增收不增利的局面。PPP业务在全国民营企业中居前列，全年成功获取19个PPP项目，合同总额超170亿元。

图 5：中南建筑代表项目


资料来源：公司官网，东方证券研究所

1.2 激励机制不断完善

上市公司大股东与员工利益高度一致，员工激励充分。公司在员工激励方面既实行了基于项目的跟投制度，又实行了与股权价值相关的激励措施，包括员工持股计划与高管股权激励计划。

图 6：中南建设 18Q1 股权结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

完成员工持股计划，全面推进“项目跟投制”，员工积极性显著提升。公司于 2017 年 11 月 8 日实施完成员工持股计划，“中海信托-中南建设员工持股计划集合资金信托计划”通过二级市场购买的方式累计购买公司股票 1.3 亿股，占公司总股本的 3.5%，成交均价为 6.7 元/股。该员工持股计划所购买的股票锁定期为 12 个月，解锁期为 2018 年 11 月 7 日。公司全面推进“项目跟投制”，所有的地产项目必须实行跟投制度。跟投金额占项目资本金比例从 2017 年的 5% 提升到 2018 年的 10%，等到项目现金流回正即先分回成本的 50%，最大化保证员工的利益。跟投制度施行了两年，员工的工作积极性显著提升，项目运转的效率更是得到了提升。

股权激励彰显公司经营信心。公司于 2018 年 7 月 18 日公布了股票激励计划，拟授予 49 名激励对象合计 23260 万股限制性股票，占激励计划公告日股本总额的 6.3%，其中首次授予 21580 万股，占股本总额的 5.82%，首次限制性股票的授予价格为 6.9 元/股。本次股权激励解锁的业绩条件为 2018-2020 年归母净利润不低于 20/40/70 亿，对应年复合增速为 119.7%，彰显出公司管理层对公司 2018-2020 年 3 年业绩持续快速增长的信心。

表 1：2018 年股权激励解锁时间及业绩条件

解锁安排	解锁时间	解锁比例	解锁业绩条件
第一次	自首次授予日起满 12 个月后的首个交易日起至授予日 24 个月内的最后一个交易日止	33%	2018 年归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 240%
第二次	自首次授予日起满 24 个月后的首个交易日起至授予日 36 个月内的最后一个交易日止	33%	2019 年归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 560%
第三次	自首次授予日起满 36 个月后的首个交易日起至授予日 48 个月内的最后一个交易日止	34%	2020 年归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 1060%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 职业经理人履历出众

地产板块负责人，新任中南置地董事长陈凯曾在多家上市房企出任高管，履历不凡。一路从华润、龙湖到复星和阳光城，这位明星职业经理人有长达 20 多年的地产生涯。陈凯出任阳光城总裁期间，这家闽系房企实现了规模 10 倍的增长，从一家 20 亿出头的区域地产公司成长为规模过 200 亿的全国性公司。而他在成本管控和周转方面带来的内在变化更为阳光城日后的发展奠定基础。中南房地产业务目前所设定的从三四线拓展至一二线城市的战略方向与当年的阳光城颇为相似，因此掌舵中南置地的陈凯总被众人寄予厚望。

近两年行业内一批中坚力量纷纷加入中南，公司的发展如虎添翼。公司的快速发展吸引众多职业经理人纷纷加入，包括现任中南置地董事长陈凯、董事副总经理辛琦、财务总监孙三友、副总经理罗俊、董秘梁洁，分别负责地产业务、财务板块、融资和投资者关系。中南置地现任管理层履历辉煌，明星职业经理人团队与优秀民营房企的深度合作必将带领公司踏上品牌房企新征程。

表 2：新晋管理层履历介绍

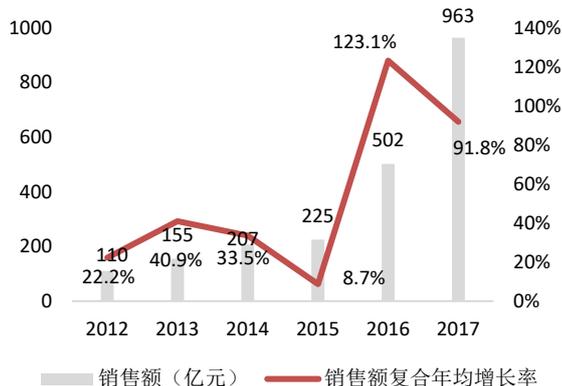
姓名	职务	曾任职务	获授股票期权数量（万份）	占总股本比例
陈凯	子公司中南置地董事长	1969 年生，2012—2015 年任阳光城总裁、2008—2011 年任龙湖地产执行董事、1995—2008 年任华润置地上海公司董事总经理	未披露	—
刘畋	董事、副总经理	曾任中建五局一公司董事长	480	0.13%
辛琦	董事、副总经理	1976 年生，2013—2017 年任阳光城首席财务官兼首席营销官，1999—2012 年任中海发展上海公司财务总监、	800	0.22%
孙三友	董事、财务总监	曾任中建八局副总会计师	240	0.06%
罗俊	副总经理	1972 年生，2016—2017 年任泰禾集团副总经理、财务总监，2003—2016 年任首创置业副总裁、财务总监	800	0.22%
梁洁	董事会秘书	2005—2017 年任万科证券事务代表	240	0.06%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 销售两年翻两番，积极投资拓布局

2.1 销售业绩亮眼，存量项目集中在江苏、山东两省

2017 年销售额 963 亿，首次跻身行业 20 强。2017 年销售额同比增长 123.1%，超额完成全年目标的 93.6%，行业排名较 2017 年上升 2 位；销售面积 735.3 万平方米，同比增长 76.6%。

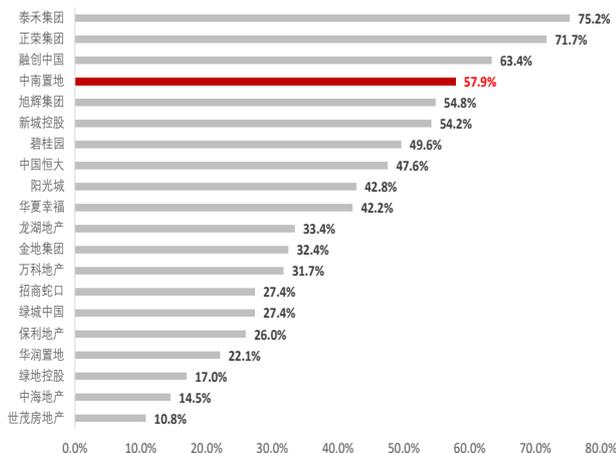
图 7：2016、2017 年销售额两年翻两番


资料来源：公司公告，东方证券研究所

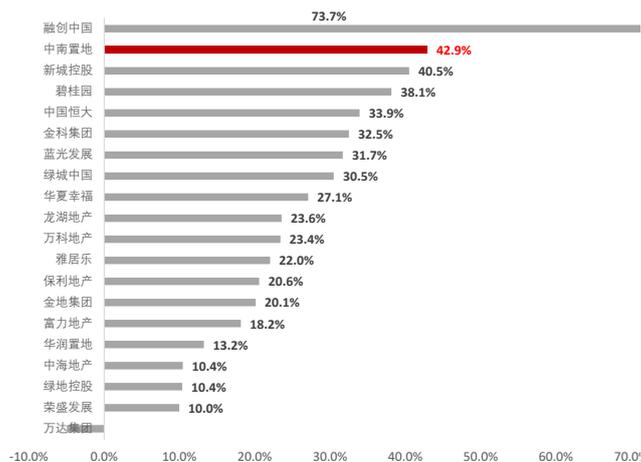
图 8：2017 年销售面积同比增长 76.6%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2018 年 1-6 月，合同销售金额 652.1 亿，同比增长 45%。合同销售面积 475.6 万平方米，同比增长 10%。2013-2017 年，公司销售金额年均复合增长率为 57.9%，销售面积年均复合增长率为 42.9%。

图 9：近 5 年中南销售额年均复合增长率 57.9%


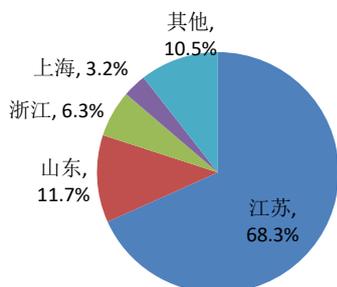
资料来源：公司公告，克尔瑞数据库，东方证券研究所

图 10：近 5 年中南销售面积年均复合增长率 42.9%


资料来源：公司公告，克尔瑞数据库，东方证券研究所

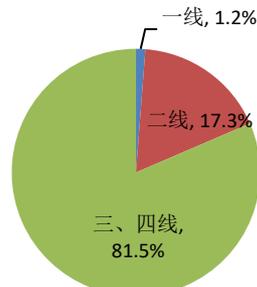
2017 年存量地产项目主要集中在江苏省和山东省。从 2017 年销售分布来看，长三角以 749 亿贡献 77.7%，其中江苏省、浙江省、上海市的贡献比例分别为 69.3%、6.3%、3.2%，山东省的贡献率有所提升。具体来看，2017 年长三角贡献率由 2016 年的 73.1% 增至 77.7%，同比上升 4.6 个百分点；山东省的贡献率由 2016 年的 10.4% 增至 11.7%，同比上升 1.3 个百分点。从城市等级结构上看，2017 年销售贡献主力为表现强劲的三四线城市，销售占比为 81.5%。

图 11：2017 年合同销售额省份分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：2017 年合同销售额城市等级分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2017 年共 14 个城市拥有 101 个项目在售。其中，南通单城（包含海门）贡献了 25.8% 的销售额，江苏省的南通、常熟、南京、海门、盐城、镇江六城贡献超 50% 的销售额。

图 13：公司 2017 年住宅项目立足江苏布局全国，扎根长三角，拓展珠三角，进军京津冀

2017 年地产在售项目分布

长三角

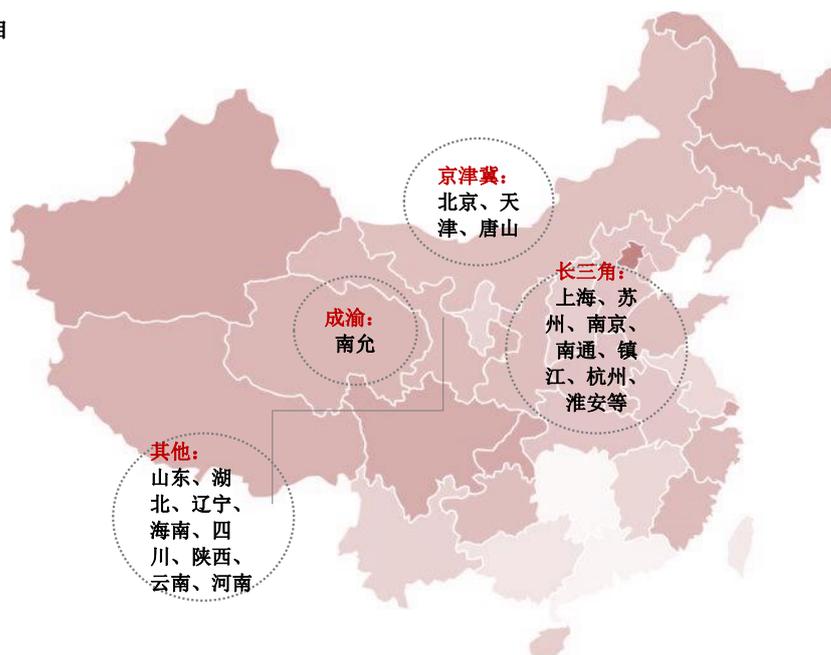
- 上海 (5) 苏州 (7)
- 常熟 (9) 昆山 (2)
- 南京 (10)
- 无锡 (1) 杭州 (3)
- 嘉兴 (1)
- 镇江 (2) 淮安 (2)
- 南通 (21) 如皋 (1)
- 盐城 (1) 泰州 (1)
- 马鞍山 (1)
- 徐州 (1) 绍兴 (1)

京津冀

- 北京 (1) 天津 (1)
- 唐山 (1)

其他

- 山东 (13) 湖北 (5)
- 辽宁 (2)
- 海南 (4) 四川 (1)
- 陕西 (1)
- 云南 (1) 河南 (2)



资料来源：公司年报，东方证券研究所

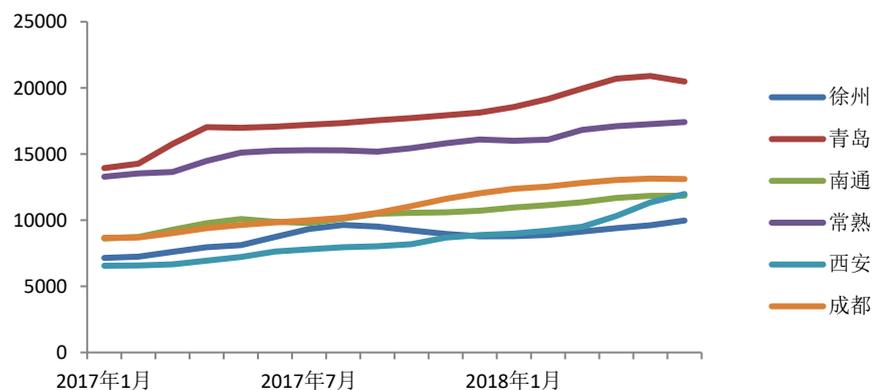
2017 年热销项目多位于江苏、山东省的卫星城和新一线城市，重点布局城市 2018 年房价走势良好。公司 2017 年热销项目城市中南通、常熟、海门属于卫星城，南京、青岛属于新一线城市，这两类城市未来的发展空间很大，对外来人口的吸引力与日俱增。

表 3：2017 年热销项目一览表

城市	项目	权益比例	总建筑面积 (万平)	2017 销售 面积 (万平)	2017 销售 金额 (亿)	销售金额 占比	2017 年 售价 (元)	开发成本 (元)	毛利率
南通	南通佳期漫	33.3%	20.9	20.9	33.2	3.4%	15900	8950	44%
	南通中南世纪花城	100.0%	112.2	15.8	28.2	2.9%	17800	9000	22%
常熟	常熟中南及第阁	33.3%	14.7	13.3	26.1	2.7%	19600	7560	62%
	常熟万中城	40.0%	9.1	8.8	17.3	1.8%	19600	7630	61%
南京	南京山锦花城	100.0%	15.2	9.2	24.3	2.5%	26400	21300	16%
	南京缙香漫	100.0%	6.5	6.4	18.1	1.9%	28250	29900	-6%
海门	海门熙悦	100.0%	23.8	9.1	15.9	1.6%	17530	6190	22%
	海门漫悦湾	70.0%	10.5	8.1	12.1	1.3%	14900	6560	13%
青岛	青岛中南世纪城	100.0%	181.7	27.1	40.6	4.2%	14970	4830	67%
	青岛海湾新城	100.0%	32.0	5.6	9.5	1.0%	17100	5000	58%

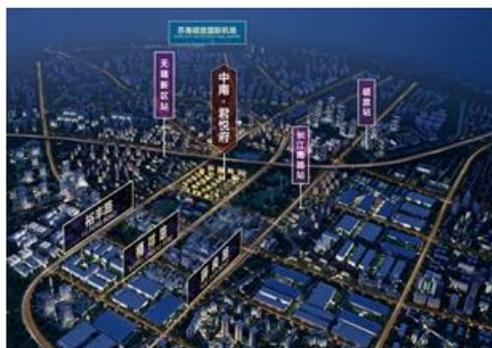
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：重点布局城市房价走势较好



资料来源：搜房网，东方证券研究所

图 15：中南置地项目展示



无锡 中南君悦府

- 高层、小高层
- 楼盘均价14000元/平方米，主力户型二居、三居、四居室，平均面积为95-118平方米



成都 中南上熙府

- 塔楼，高层、超高层、小高层，精装修
- 二期于2018年7月2号已摇号选房，主力户型面积为：107-147㎡（洋房），高层均价约14500元/㎡，洋房均价约17000元/㎡



杭州 中南樾府

- 公园社区，跃层、平层
- 主力户型为89、108方跃层和128方平层。项目注入了美国硅谷公园文化，全力打造公园低密住区



上海 中南君悦府

- 花园洋房，主力户型为89平，均价42000元/平，备案价40100-44500元/平
- 叠加别墅，主力户型为114平、126平和132平，均价45000元/平，备案价40200元/平



天津 中南君悦府

- 路网建设情况较好，自驾出行方便
- 多种户型可选，洋房主推户型120、145平；高层主推户型90-120平，2017年6月首开高层即售罄



武汉 中南拂晓城

- 48万方城市综合体，区内27万方大型商业配套
- 精装修，2018年7月开盘，主推建面约98-108平3房，整体均价约10800元/平

资料来源：搜房网，东方证券研究所

2.2 加快土地投资，拓宽潜力城市全国化布局

2.2.1 扩总量：资源总量快速增长

加速拓展区域布局，土地储备快速增长。公司2017年共新增土地98宗，同比增长263.0%，规划建筑面积1499万平方米，同比增长207.2%，新增货值1907亿元，同比增长172.4%。公司2017年底可售资源共2400万平方米。根据我们的统计，公司2018年上半年共新增土地72宗，规划建筑面积1097万平方米，平均楼面价4211元/平方米。

表 4：近两年新增土储统计分析

	新增宗数	计容建面(万平)	拿地金额(亿)	平均楼面价(元每平)
2016	27	488	339	6947
2017	98	1499	647	4316
2018H1	72	1097	462	4211

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2018年上半年新增货值近1500亿。2015-2018H1新增土储的宗数分别为15/27/98/72。2017年宗数和拿地面积皆增加到2016年的三倍左右，新增土地资源规模大幅上台阶至1500万平方米。

根据我们的统计，公司 2018 年上半年新增货值 1371 亿，根据亿瀚智库、克尔瑞地产研究两家第三方独立研究机构的统计，公司在 2018 年上半年新增货值位列行业前十。2018 年刚过一半，公司的新增土储宗数和货值已经大幅超过了 2017 年一半的水平，预计 2018 年全年的新增土地资源会维持快速增长的趋势，为销售规模和金额的稳定成长打下了坚实的基础。

图 16：亿瀚智库发布的 2018H1 新增货值



资料来源：亿瀚智库，东方证券研究所

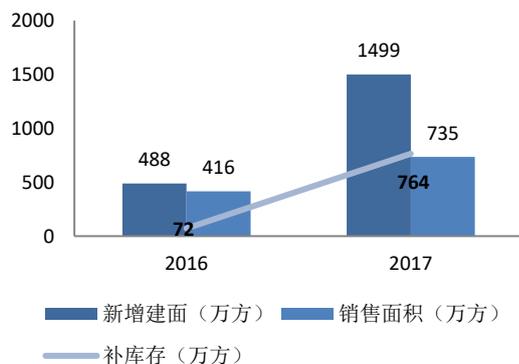
图 17：克尔瑞地产研究发布的 2018H1 新增货值



资料来源：克尔瑞地产研究，东方证券研究所

前瞻布局审慎拿地，补库存规模加大，2017 年新增土储的平均楼面价为 4316 元/平方米，同比下降 37.9%，彰显前瞻性布局眼光。此外，公司战略中强调紧抓地产行业集中度提升的窗口期，加快兼并收购项目和中小型房企，并提出 2018 年兼并收购类项目货值占比不低于 30% 的目标。2017 年新增土储的平均楼面价为 4316 元/平方米，同比下降 37.9%；拿地金额占合同销售额的比重也由 90.9% 降为 67.2%。此外，补库存规模扩大，2017 年补库存 764 万平方米，同比增加 326.8%。

图 18：近两年拿地面积与销售面积（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：近两年拿地总价及占合同销售比例（单位：亿）



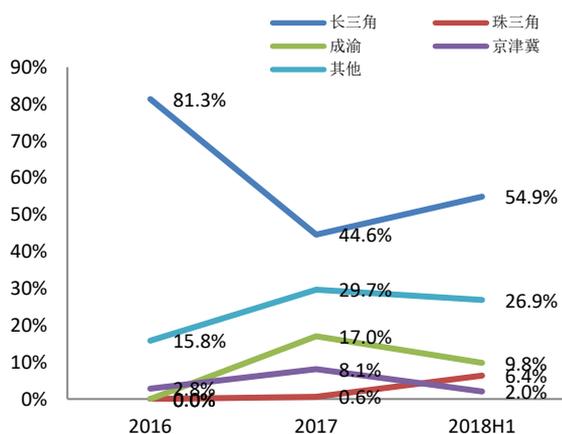
资料来源：公司公告，东方证券研究所

货值储备充足，业绩增长稳定可期。受益于项目布局城市房地产市场交易活跃，根据我们的统计，公司 2017 年底在手未售货值储备为 2942 亿，其中一二线 884 亿，占比 32%，可见销售额对三四线城市的依赖不重。一二线：三四线=1:2 的货值分布一方面体现了公司深耕苏、鲁两省，另一方面可以看出公司正拓展一二线城市的战略布局。根据我们的测算，公司 2018 年上半年新增货值 1370 亿，减去上半年销售 520 万平方米，以均价 1200 元/平方米的销售均价测算，公司当前在手货值 3680 亿，足以保证未来 2-3 年的销售规模。公司 2017 年底未结算货值约 4530 亿，2 年的结算周期体现出管理层的谨慎，2016、2017 年三四线城市的大涨也为 2018、2019 年的结算预留了空间，公司的业绩增长是稳定可期的。

2.2.2 调结构：深耕长三角，拓展珠三角，进军京津冀

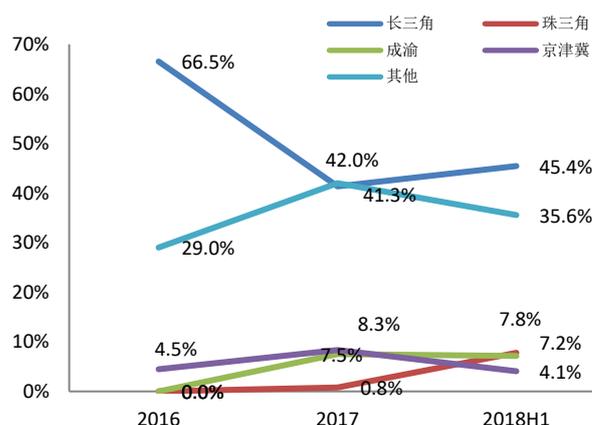
“深耕长三角，拓展珠三角，进军京津冀”的区域化城市群布局初见成效。不论从土地投资还是拿地面积的结构数据来看，长三角在 2016-2018H1 三年中一直位列第一，珠三角近三年的比重不断上升，京津冀的开发力度保持平稳。2017 年长三角开发力度的结构占比略有下滑，究其原因，是因为 2017 年土地总投资额和总拿地面积分别放大到 2016 年的双倍和三倍，中南置地在 2017 年对长三角地区的土地投资金额和面积值依然延续同比正增长。

图 20：2016-2018H1 土地投资区域结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

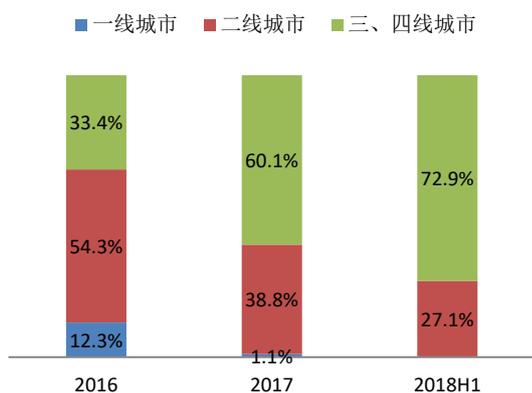
图 21：2016-2018H1 拿地面积区域结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

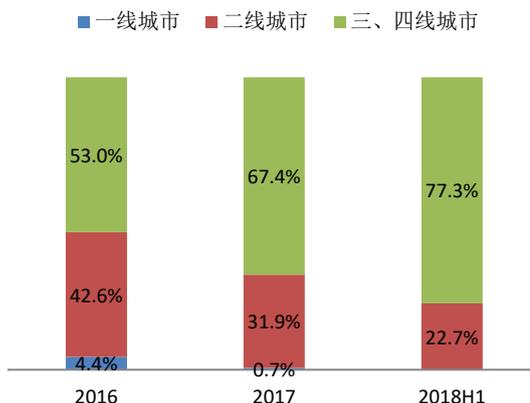
调整投资结构，希望做到能够依托一二线、辐射三四线。近年来受到一线城市土地价格不断上升的因素影响，微观上看 2016-2018H1 公司土地投资和拿地面积的等级结构中三四线比例小幅放大。立足当下，我们期待公司在职业经理人班子的有效管理下，能扩大一二线的土地投资和拿地面积。

图 22：2016-2018H1 土地投资城市等级结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

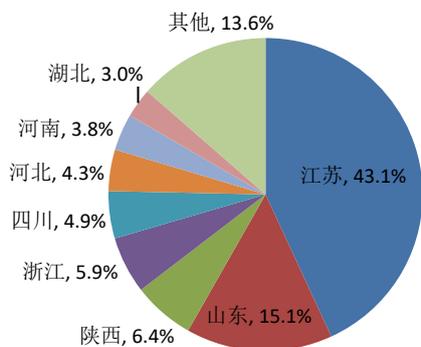
图 23：2016-2018H1 拿地面积城市等级结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

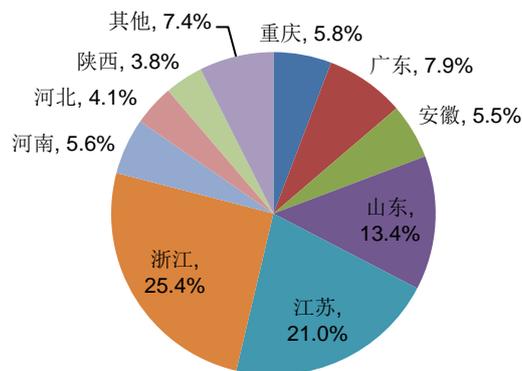
城市布局由长三角向全国稳步扩张，对江苏、山东两省的依赖减弱。2018H1 新增土储中江苏、山东省的面积占比为 21.0%、13.4%，相较 2018 年初可售资源中江苏、山东省的面积占比分别下降了 22.1、1.7 个百分点，而浙江、重庆、安徽省的占比明显上升，体现土地布局由长三角向全国稳步扩张，公司对江苏、山东两省的依赖减弱，资源分布全国化趋势明显，单省份占比下降。

图 24：2018 年初可售面积的省份分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：2018H1 新增土储面积的省份分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所

加速进入新城市，坚持精选区域策略，以在核心都市圈周边拓展土地为主。2016、2017、2018H1 中南建设新进入地级市分别为 5、19、23 个，呈现不断加速趋势。近三年来中南置地加速全国布局，除继续深耕江苏、浙江、环沪、山东区域以外，新进入宁波、郑州、成渝、西安、昆明、合肥、蚌埠等多个热点城市。2018 年公司计划进一步深耕海南、昆明、成都、西安、郑州、武汉、长沙、

济南、天津等有发展前景的区域中心城市，同时在周边寻找 1-3 个资源丰富的“粮仓”项目。公司计划在现有 19 个战区基础上孵化 2-3 个新的战区。

表 5：近三年新进入城市一览表

2016		2017		2018H1	
长三角	浙江杭州、江苏无锡、浙江嘉兴	安徽马鞍山、江苏徐州、浙江绍兴、江苏宿迁、浙江宁波、江苏扬州	安徽蚌埠、安徽合肥、安徽亳州、浙江金华、浙江台州、浙江衢州、安徽阜阳、浙江温州、江苏连云港、江苏镇江		
珠三角		广东佛山	广东梅州、广东惠州		
京津冀	天津	山东潍坊、河北邯郸	河北唐山、河北保定、河北石家庄		
成渝		四川成都	重庆		
其他	湖北武汉	山东烟台、陕西西安、山东临沂、云南昆明、陕西咸阳、安徽宿州、河南开封、湖北随州、河南商丘	山东济宁、湖南湘潭、福建泉州、山东淄博、河南许昌、四川眉山、山东滨州		

资料来源：公司公告，中指院数据库，东方证券研究所

得益于重点布局城市的高周转、高房价，预计 2017、2018 年新增土储未来增值空间较大。2017、2018 年重点布局城市有重庆、西安、徐州、青岛等。重庆、徐州的库存消化周期控制在 10 个月左右，西安、青岛的库存周期同比下降 10.5%、2.1%，供不应求状况显著，新增土储重点布局城市未来市场需求强大。从政策来看，西安、徐州的人口吸引政策将有力促使人口流入，不仅能拉动商品房需求提升，还能抬升地方经济活力从而提升城市人口购买力。受由此，我们预计 2017、2018 年新增土储将借力重点布局城市的高周转以及房价上涨得以快速增值。

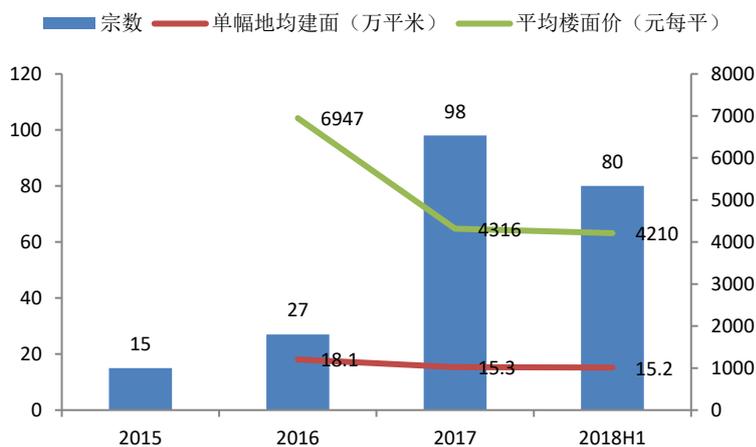
表 6：公司主要布局城市商品房出清周期（单位：月）和可售存量面积（单位：万平方米）

	周期	同比	存量面积	同比
重庆	9.5	-3.1%	2753.7	-1.2%
西安	11.8	-10.5%	2103.0	-4.7%
徐州	10.6	28.6%	1391.9	4.9%
青岛	12.4	-2.1%	2053.9	-8.0%

资料来源：中指院数据库，公司公告，东方证券研究所

2.2.3 快周转：小面积地块保证高去化

公司新拿土地单项目面积不断下降。2016、2017、2018H1 的单幅地均建面分别为 18.1/15.3/15.2 万平方米。由此可见，公司近年来拿的都是适应快周转发展模式的小盘地块。减小单盘投资规模、多拿小面积地块的拿地策略，保证了中南建设在深耕三四线城市的同时也能维持较快的周转节奏。

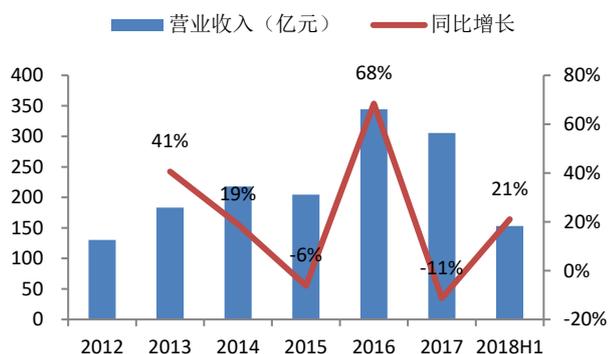
图 26：2015-2018H1 历年新增土储宗数、平均楼面价、单幅地均建面


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3 盈利能力提升，增厚净资产改善负债率

3.1 三四线楼市复苏拉动结算毛利率上升 7 个百分点

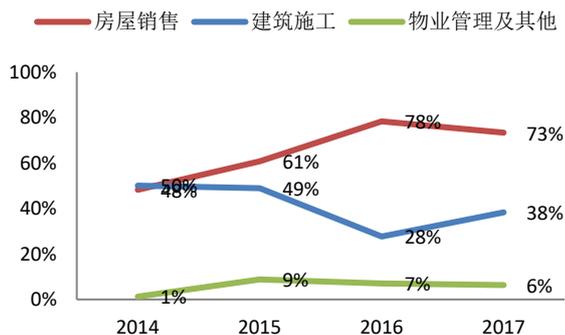
2018 年公司毛利率触底反弹。2018 年中报营业总收入 153.2 亿，同比增长 20.9%，归母净利润 9.3 亿，同比增长 180.1%，毛利率 22.2%。公司前期储备较多的沿海三四线城市项目近两年快速升值，拉动房地产业务盈利能力触底反弹。我们的模型预期今年房地产业务的毛利率会进一步提升至 23.2%，营收规模和净利润的双升将大幅增厚净资产。

图 27：营收高增长弹性初显


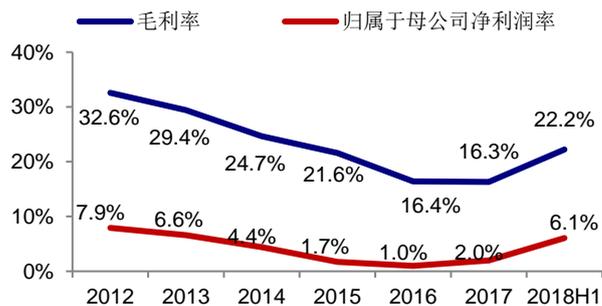
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：归母净利润提升增厚净资产


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：营收结构


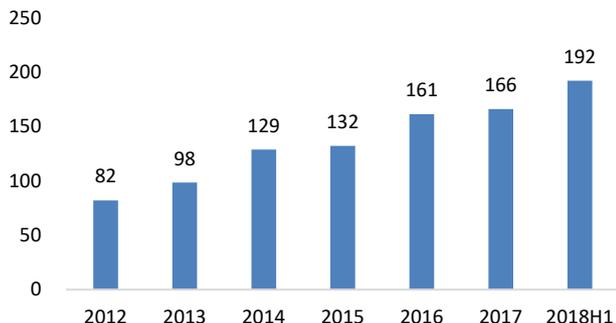
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 30：盈利能力触底反弹


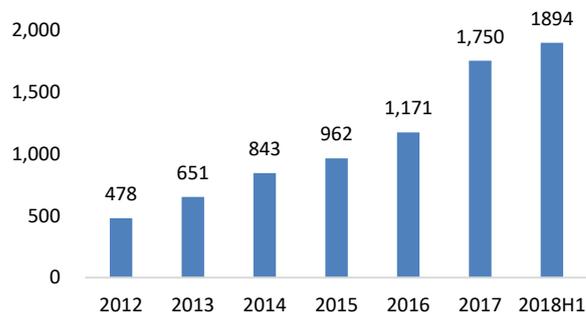
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 营收规模和净利润的双升将大幅增厚净资产

2012-2017 年公司净资产年均复合增速 15.2%。虽然 2012-2017 年公司总资产的年均复合增速为 29.6%，但是因为期间归母净利率从 2012 年的 7.9% 一路下跌至 2016 年的 1.0%，导致 2012-2017 年公司净资产的年均复合增速只有 15.2%。今年营收规模和净利润的双升有望大幅增厚净资产。

图 31：2012-2017 年总资产年均复合增速 29.6%


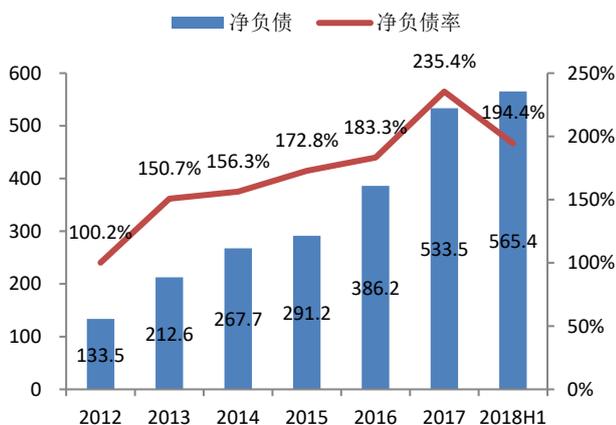
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 32：2012-2017 年净资产年均复合增速 15.2%


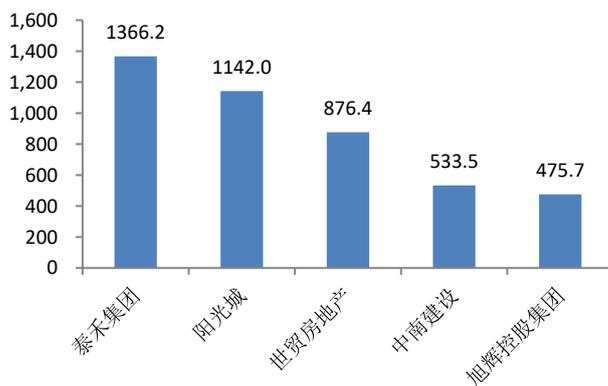
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 有息负债在同一梯队中处于中游，净负债率有望下降

2012-2017 年公司有息负债的年均复合增速为 32.0%，两者的不匹配造成了净负债率的不断走高。其中快速扩张的年份 2016-2018Q1 有息负债涨幅为 54.6%，同期净负债率升至 248.5%。这一指标有望随着净资产的增厚即将打开下行空间。不仅如此，公司 2017 年底 533.5 亿的有息负债在同一梯队中处于中游，同样千亿销售额规模（2017 年销售额 900-1100 亿）的泰禾集团、阳光城、世贸房地产、旭辉控股集团 2017 年底的有息负债分别为 1366.2/ 1142.0/876.4/475.7 亿，平均值 866.1 亿。

图 33：2012-2017 年有息负债年均复合增速 32.0%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：2017 年底有息负债在同一梯队中处于中游（单位：亿）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2017 年底公司存量债务总额 535.90 亿，其中银行贷款余额 252.41 亿，债券期末余额 144.43 亿，

非银行金融机构贷款余额 139.06 亿。2017 年银行贷款的平均成本是 3.2-7.86%，债券平均成本为 5-7.8%，非银行金融机构贷款的平均利息成本 6.1-9.8%。今年将有 13 亿私募债到期。公司 2015-2017 年加权资金成本分别为 11.15%/7.46%/6.57%，近三年成本逐渐下降，2018 年由于宏观大环境的变化边际融资成本上升，公司计划拓展更多的融资渠道，尝试房地产基金、海外债券融资等手段，并采取有效的方式控制公司负债率的提升。

表 7：2017 年底存量债务总额及到期情况

类型	期末金额	利率	年限
合计	535.90		
其中：银行存款	252.41	3.2%-7.86%	1-16 年
非银行金融机构贷款	139.06	6.1%-9.8%	1-2 年
债券类	144.43	5%-7.8%	3-5 年

资料来源：公司公告，东方证券研究所

4 盈利预测与投资建议

盈利预测：2018-2020 年 EPS 为 0.63/1.09/1.46 元

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入的大幅增长主要来自于房地产业务。由于公司自 2016 年开始积极拿地储备土地资源，销售规模因此迅速放大，预收款的结算带动房地产业务收入的快速增长，预计房地产业务 2018-2020 年收入同比增长 81.4%、54.1%、27.7%。
- 2) 公司 2018-2020 年房地产业务的毛利率分别为 25.6%、26.1%、25.9%。得益于公司主要布局的三四线城市近两年销售均价的持续攀升，公司房地产项目的毛利率也随之逐步提高。
- 3) 公司 2018-2020 年销售费用率为 2.2%、1.9%、1.5%，管理费用率为 3.8%、4.8%、4.4%。
- 4) 公司 2018-2020 年的所得税率维持 35%。

收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
房地产					
销售收入 (百万元)	26,982.6	22,412.8	40,654.3	62,629.1	79,986.8
增长率	117.3%	-16.9%	81.4%	54.1%	27.7%
毛利率	18.1%	15.6%	25.6%	26.1%	25.9%
建筑					
销售收入 (百万元)	9,531.1	11,712.5	12,298.1	12,913.0	13,558.7
增长率	-4.7%	22.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
物业酒店					

销售收入（百万元）	2,417.3	1,935.7	1,936.0	1,936.0	1,936.0
增长率	24.7%	-19.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	15.4%	-6.2%	-6.2%	-6.2%	-6.2%
内部抵消					
销售收入（百万元）	(4,491.3)	(5,508.7)	(5,780.1)	(6,069.1)	(6,372.6)
增长率	15.1%	22.7%	4.9%	5.0%	5.0%
毛利率	16.1%	-4.2%	6.2%	6.2%	6.2%
合计	34,439.6	30,552.3	49,108.3	71,409.0	89,108.8
增长率	68.4%	-11.3%	60.7%	45.4%	24.8%
综合毛利率	16.4%	16.3%	23.2%	24.4%	24.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议：给予买入评级，目标价 7.56 元

PE 估值：首次覆盖给予买入评级，目标价 7.56 元。公司以高速扩张、快周转为主要经营模式，因此我们选取周转速度较快的传统地产开发商龙头（保利地产、招商蛇口）及销售规模增速较快的区域中型房地产开发商（阳光城、金科股份、中华企业、中粮地产）等作为公司的可比公司进行估值。我们预计公司未来三年业绩增长高于行业龙头及同等规模的二线开发商水平，因此我们将给公司 30% 的估值溢价，根据可比公司 2018 年 9X 的 PE 估值，给予公司 2018 年 12X 的 PE 估值，首次覆盖给予公司买入评级，目标价 7.56 元。

表 8：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元）		每股收益（元）			市盈率			
		2018/9/12	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
保利地产	600048.SH	11.67	1.32	1.69	2.10	2.60	9	7	6	4
招商蛇口	001979.SZ	16.87	1.55	1.99	2.46	3.00	11	8	7	6
金科股份	000656.SZ	5.25	0.35	0.47	0.62	0.78	15	11	8	7
中华企业	600675.SH	5.14	0.2	0.33	0.42	0.54	26	16	12	9
阳光城	000671.SZ	5.95	0.25	0.78	1.10	1.44	24	8	5	4
中粮地产	000031.SZ	5.41	0.52	0.65	0.81	0.99	10	8	7	5
	最大值						26	16	12	9
	最小值						9	7	5	4
	平均数						16	10	8	6
	调整后平均						15	9	7	6

资料来源：wind, 东方证券研究所

表 9：根据我们预测，公司未来三年将实现 52% 的年化增长，显著高于行业平均水平

公司	代码	每股收益				最新价格（元）	市盈率
		2017A	2018E	2019E	2020E	2018/9/12	2018E

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

保利地产	600048.SH	1.32	1.69	2.11	2.61	11.67	7
招商蛇口	001979.SZ	1.55	1.99	2.46	3.00	16.87	8
金科股份	000656.SZ	0.35	0.47	0.62	0.78	5.25	11
中华企业	600675.SH	0.2	0.33	0.42	0.54	5.14	16
阳光城	000671.SZ	0.25	0.78	1.10	1.44	5.95	8
中粮地产	000031.SZ	0.52	0.65	0.81	0.99	5.41	8
2020 对 2018 年可比公司平均增速					27.1%		
中南建设	000961.SZ	0.16	0.63	1.09	1.46	6.29	10

资料来源：东方证券研究所

RNAV 估值：我们用 RNAV 法对公司进行估值，公司每股净资产为 11.36 元。当前市价较 RNAV 值折价 45%。

表 10：RNAV 估值，公司每股净资产为 11.36 元

RNAV	
开发项目净现值（亿元）	281
归属于母公司净资产（亿元）	141
重估净资产合计（亿元）	422
总股本（亿股）	37.09
每股净资产值(元/股)	11.36
2018/9/12	6.29
P/RNAV	55%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

房地产销售、结算、回款规模不及预期。公司业绩的快速增长主要依赖于销售规模的不断扩大，若公司销售规模无法维持快速增长的趋势，公司业绩将受到较大影响。同时，年内结算面积、金额受当年销售建设竣工验收的影响，给收入及业绩带来的不确定性。此外销售回款放缓将影响公司的现金流情况。

布局城市调控政策力度超预期。公司采用高周转的开发模式，若重点布局城市调控政策持续加码，尤其是严格的限价政策将影响公司项目的销售情况，进而影响业绩。

拿地不及预期。量足价廉的土地储备是公司得以实施快周转开发模式最重要的基础条件之一，若公司无法维持土储规模及质量，将影响其房地产开发业务。土地拓展还有另一个极端，若盲目追求土地拓展规模造成土地成本上升，项目利润率下滑，同时推升债务水平，增加财务费用。

净负债率较高。公司净负债率在行业中处于较高水平，若未来净负债额的增速高于净资产增速，将会推升财务风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,041	14,270	25,464	37,172	23,524	营业收入	34,440	30,552	49,108	71,409	89,109
应收账款	6,508	7,332	11,862	17,249	21,525	营业成本	28,787	25,570	37,734	54,008	67,271
预付账款	9,572	10,549	13,400	19,485	24,315	营业税金及附加	2,143	1,546	2,946	4,285	5,347
存货	74,131	110,985	131,392	163,135	158,348	营业费用	569	724	1,089	1,389	1,337
其他	10,164	21,777	31,047	42,901	52,408	管理费用	1,639	1,778	1,886	3,446	3,921
流动资产合计	109,416	164,913	213,165	279,942	280,120	财务费用	382	342	756	614	614
长期股权投资	508	1,530	5,357	5,357	5,357	资产减值损失	228	256	720	888	705
固定资产	1,869	3,199	3,527	3,839	4,137	公允价值变动收益	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	500	59	2,270	4,470	6,658	投资净收益	(74)	614	125	341	495
无形资产	606	602	599	596	593	其他	0	100	100	100	100
其他	4,236	4,701	3,700	3,700	3,700	营业利润	616	1,050	4,202	7,221	10,509
非流动资产合计	7,719	10,091	15,452	17,962	20,445	营业外收入	107	33	33	33	33
资产总计	117,135	175,004	228,618	297,904	300,565	营业外支出	151	162	162	162	162
短期借款	3,427	7,193	7,193	5,938	6,775	利润总额	573	921	4,072	7,091	10,380
应付账款	9,314	11,941	13,916	20,871	27,407	所得税	214	383	1,425	2,482	3,633
其他	56,649	98,675	148,563	207,987	197,187	净利润	359	538	2,647	4,609	6,747
流动负债合计	69,390	117,809	169,672	234,796	231,369	少数股东损益	20	(65)	325	575	1,340
长期借款	15,466	26,696	26,534	26,373	26,211	归属于母公司净利润	339	603	2,322	4,034	5,407
应付债券	15,411	13,155	13,155	13,155	13,155	每股收益(元)	0.09	0.16	0.63	1.09	1.46
其他	733	745	85	85	85						
非流动负债合计	31,610	40,597	39,774	39,612	39,451						
负债合计	101,000	158,406	209,447	274,409	270,819						
少数股东权益	2,646	2,546	2,871	3,446	4,786	主要财务比率					
股本	3,710	3,710	3,710	3,710	3,710		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	2,654	2,646	2,646	2,646	2,646	成长能力					
留存收益	7,104	7,649	9,897	13,645	18,556	营业收入	68.4%	-11.3%	60.7%	45.4%	24.8%
其他	21	48	48	48	48	营业利润	11.2%	70.4%	300.2%	71.9%	45.5%
股东权益合计	16,135	16,598	19,171	23,495	29,745	归属于母公司净利润	-3.6%	78.0%	285.2%	73.8%	34.0%
负债和股东权益	117,135	175,004	228,618	297,904	300,565	获利能力					
						毛利率	16.4%	16.3%	23.2%	24.4%	24.5%
						净利率	1.0%	2.0%	4.7%	5.6%	6.1%
						ROE	3.0%	4.4%	15.3%	22.2%	24.0%
						ROIC	1.3%	1.3%	4.6%	6.9%	9.2%
						偿债能力					
						资产负债率	86.2%	90.5%	91.6%	92.1%	90.1%
						净负债率	180.7%	233.2%	142.7%	60.6%	96.0%
						流动比率	1.58	1.40	1.26	1.19	1.21
						速动比率	0.51	0.46	0.48	0.50	0.53
						营运能力					
						应收账款周转率	5.2	4.0	4.6	4.4	4.1
						存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	0.09	0.16	0.63	1.09	1.46
						每股经营现金流	-1.21	-0.79	4.99	4.22	-3.17
						每股净资产	3.64	3.79	4.39	5.41	6.73
						估值比率					
						市盈率	68.9	38.7	10.0	5.8	4.3
						市净率	1.7	1.7	1.4	1.2	0.9
						EV/EBITDA	55.3	42.9	14.2	8.9	6.1
						EV/EBIT	64.8	46.5	13.0	8.3	5.8

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中南建设(000961)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

