

盈利能力持续改善，销售增长靓丽
买入（维持）

2019年04月30日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	40,110	58,874	85,373	113,896
同比（%）	31.3%	46.8%	45.0%	33.4%
归母净利润（百万元）	2,193	4,057	6,960	9,180
同比（%）	219.1%	85.0%	71.6%	31.9%
每股收益（元/股）	0.59	1.09	1.88	2.47
P/E（倍）	14.58	7.88	4.59	3.48

事件

■ 中南建设发布 2019 年 1 季度报告：2019 年 1 季度公司实现营业收入 84.71 亿元，同比减少 25.35%；实现归母净利润 4.82 亿元，同比增长 27.07%，基本每股收益约 0.13 元。

点评

■ 盈利进一步改善，业绩增长靓丽。2019 年 1 季度公司实现营收同比减少 25.35%，归母净利润同比增长 27.07%。营收出现下滑主要由于公司建筑业务收入同比下降 45%，但公司业绩增速仍然靓丽，主要因：1) 盈利能力持续改善，2019 年 1 季度公司毛利率达 24.34%，同比提升 4.6 个百分点，较 18 年末提升 4.8 个百分点；2) 公司费用管控卓有成效，在销售规模持续增长同时，公司销售费用、管理费用同比分别下降 39%、14%，因此与经营相关的销售费用率和管理费用率有所下降；3) 公司非并表项目结算增加，投资收益 1.25 亿元，同比转负为正。公司销售净利率达 6.19%，同比增长 2.2 个百分点。截至 2019 年 1 季度末，公司预收账款达 1162 亿元，同比增长 49%，是 2018 年全年营收的 2.9 倍，未来业绩增长有保障。

■ 销售高增，投资审慎，持续完善全国布局。2019 年 1 季度公司实现销售金额 309 亿元，同比增长 25%，销售面积 250 万平方米，同比增长 29%。从拿地来看，公司 1 季度新进入济南、厦门两城市，新增项目 12 个，拿地建面达 193 万平米，同比下降 30%，面积口径的拿地销售比为 77%。新增项目中长三角、珠三角和内地核心城市规划建筑面积占比超过 85%。公司土储规模持续扩张，截止 2019 年 1 季度末，公司共有 315 个项目，在建开发项目建面达 2978 万平米，未开工项目建面达 1503 万平米。

■ 经营回款良好，偿债能力强。2019 年 1 季度公司经营性现金流入 276.0 亿元，同比增长 33.45%；公司销售回款情况良好，货币资金 244.2 亿元明显超过一年以内要偿还的全部有息负债。截至 2019 年 1 季度末，公司资产负债率 91.56%，剔除预收账款之后的其他负债占总资产比例仅 43.16%，同比下降 6.63 个百分点，实际经营风险较小。

■ 投资建议：中南建设近年来从上到下进行了系统性战略调整，正在发生重大变化，公司在优秀人才引进、激励加强的助力下运营效率持续提升。基于公司销售高增，盈利能力持续改善，业绩迎来快速释放。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.09、1.88、2.47 元人民币，对应 PE 分别为 7.88、4.59、3.48 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.62
一年最低/最高价	4.93/10.63
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	31892.61

基础数据

每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	91.56
总股本(百万股)	3709.79
流通 A 股(百万股)	3699.84

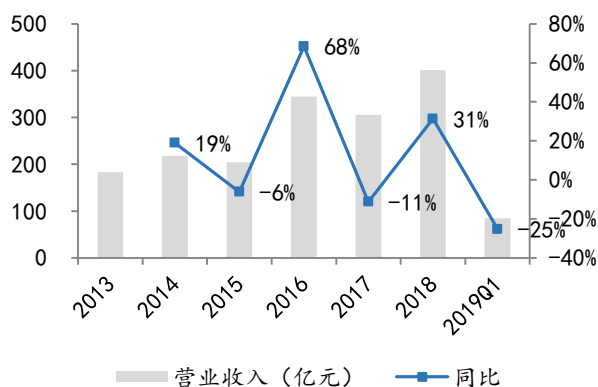
相关研究

- 1、《中南建设 (000961)：业绩迎来高速释放期，规模扩张持续进行时》2019-04-23
- 2、《中南建设 (000961)：销售规模快速增长，业绩喜人》2019-01-29
- 3、《中南建设 (000961)：全年销售规模高增，投资力度继续回升》2019-01-07

1. 盈利进一步改善，业绩增长靓丽

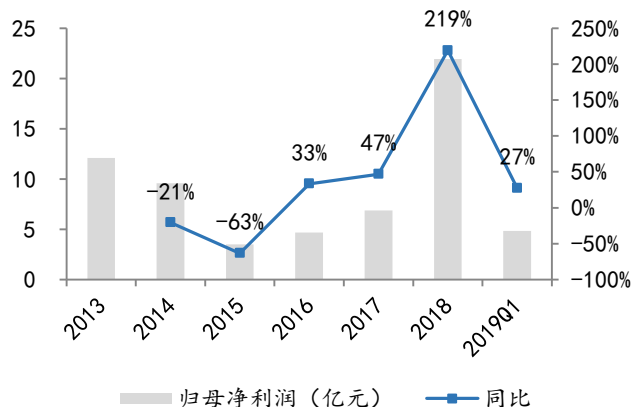
2019年1季度公司实现营收同比减少25.35%，归母净利润同比增长27.07%。营收出现下滑主要由于公司建筑业务收入同比下降45%，但公司业绩增速仍然靓丽，主要因：1) 盈利能力持续改善，2019年1季度公司毛利率达24.34%，同比提升4.6个百分点，较18年末提升4.8个百分点；2) 公司费用管控卓有成效，在销售规模持续增长同时，公司销售费用、管理费用同比分别下降39%、14%，因此与经营相关的销售费用率和管理费用率有所下降；3) 公司非并表项目结算增加，投资收益1.25亿元，同比转负为正。公司销售净利率达6.19%，同比增长2.2个百分点。截至2019年1季度末，公司预收账款达1162亿元，同比增长49%，是2018年全年营收的2.9倍，未来业绩增长有保障。

图1：中南建设营业收入（亿元）及增速



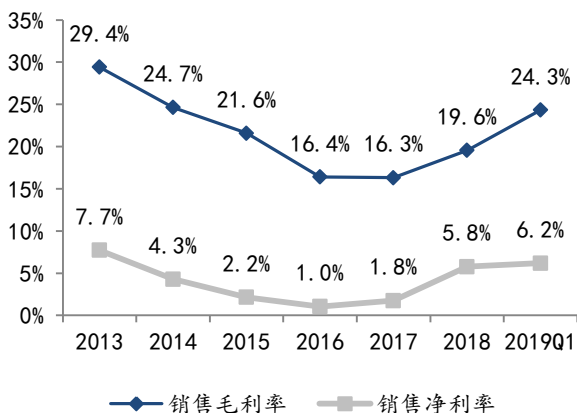
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：中南建设归母净利润（亿元）及增速



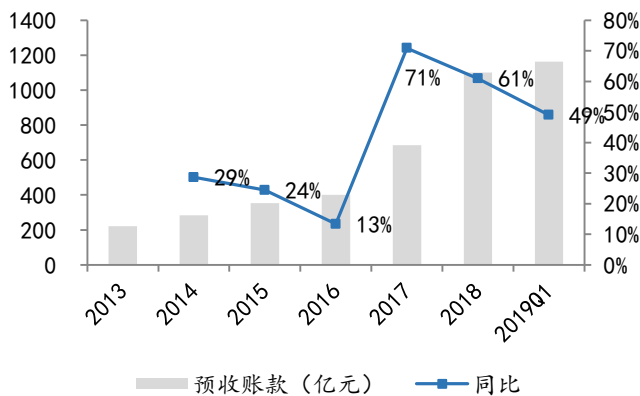
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：中南建设销售毛利率和销售净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：中南建设预收账款（亿元）及增速

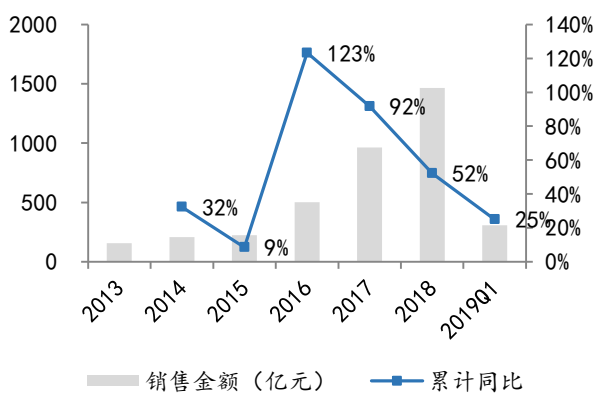


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售高增，投资审慎，持续完善全国布局

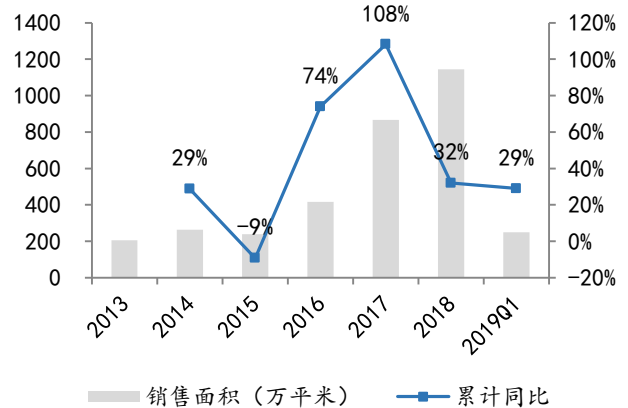
2019年1季度公司实现销售金额309亿元，同比增长25%，销售面积250万平方米，同比增长29%。从拿地来看，公司1季度新进入济南、厦门两城市，新增项目12个，拿地建面达193万平方米，同比下降30%，面积口径的拿地销售比为77%。新增项目中长三角、珠三角和内地核心城市规划建筑面积占比超过85%。公司土储规模持续扩张，截止2019年1季度末，公司共有315个项目，在建开发项目建面达2978万平方米，未开工项目建面达1503万平方米。

图5：中南建设销售金额（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：中南建设销售面积（万平方米）及增速

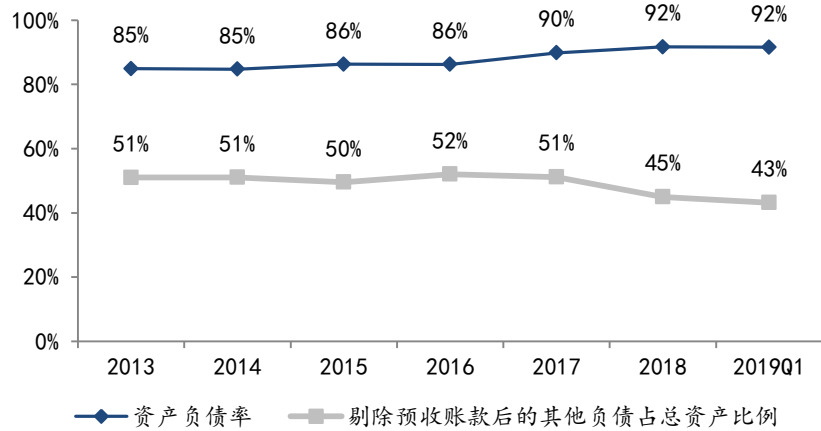


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 经营回款良好，偿债能力强

2019年1季度公司经营性现金流入276.0亿元，同比增长33.45%；公司销售回款情况良好，货币资金244.2亿元明显超过一年以内要偿还的全部有息负债。截至2019年1季度末，公司资产负债率91.56%，剔除预收账款之后的其他负债占总资产比例仅43.16%，同比下降6.63个百分点，实际经营风险较小。

图 7：中南建设资产负债率及剔除预收后的其他负债占总资产的比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

中南建设近年来从上到下进行了系统性战略调整，正在发生重大变化，公司在优秀人才引进、激励加强的助力下运营效率持续提速。基于公司销售高增，盈利能力持续改善，业绩迎来快速释放。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.09、1.88、2.47 元人民币，对应 PE 分别为 7.88、4.59、3.48 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化大幅下降，三四线城市销售全面承压。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

