

中南建设 (000961)

业绩步入高增通道，盈利能力提升可期

股权结构集中，激励措施到位

公司股权结构集中，创始人为实际控制人。截至 2018 年 Q3，公司第一大股东中南城市建设投资持股比例 54.43%，实际控制人为创始人陈锦石先生，股权高度集中，经营理念统一稳定。17 年开始，打造以陈凯为核心的新中南地产团队。新团队推行阳光文化，重视成本管控与有效激励等现代房企运营管理体系，推动公司规模与利润双改善。随着 17 年明星经理人及管理团队的引入，公司销售费率、管理费率继续改善。2018 年公司开始实施员工跟投制度，促使员工利益与公司利益保持一致，结合此前两轮员工股权激励计划，有效调动员工积极性。

18 年开始公司结转营收步入上升通道

15、16 营收增速大幅回落主要受到 13、14 年销售确认放缓拖累，17 年营收下滑主要受 15 年销售额增速下滑的影响，从 18 年开始，随公司 16、17 年销售项目逐渐步入结转期，营收增速将步入快速上升通道。**广积粮，土储丰富，一二线城市布局成效明显。**公司 15 年开始的深耕战略下土储范围向核心区域收敛。重视在已进入城市市场份额的提升，收缩江苏省外非核心项目的规模，加强以南通为中心向周边苏州、无锡、镇江、南京等城市拿地节奏，同时公司在邻省山东布局，减少了海南、东北等地的项目，土储范围向核心区域聚敛。另一方面也加强了采取多元化方式拿地，通过招拍挂、投资并购、合资合作等方式大举进入一线及热点二线城市，截至 2018 年，公司一二线城市土储面积占比接近 37%，相比 2015 年的 9% 大幅提升。

在手货值充裕，看好公司 19 年的销售情况。

目前公司未结货值总计 5700 亿元，其中一线&二线城市货值占比达到 44%，三四线城市占比 56%。19 年以来我们观察到全国销售增速、拿地增速出现普遍下降，但从结构来看一二线和环一线的强三线仍然存在结构性的机会，公司主要布局的长三角地区，以上海、杭州、南京普遍呈现出经济增速较高、人均可支配收入高、人口净流入的状态，升值潜力较高，而在长三角地区之外，公司的土地储备仍然以一二线城市为主，具备较强的增值保值能力。

融资成本得到控制，杠杆水平持续改善

近年来，公司融资成本得到控制：过去公司财务费率下降主要由资本化利息比重提升导致，公司财务费率明显高于可比公司，近年来逐渐下降，16、17 年稳定在 1.1% 附近。另一方面公司的综合融资成本持续下降，2018 综合融资成本为 7%，尽管略高于 17 年，但是低于此前高点。从融资结构来看，公司通过提升低息银行贷款的比重，从而实现综合贷款成本的降低。公司杠杆水平有所改善：近年来，公司资产负债水平持续提升，2018 年 Q3 资产负债率达 89.9%，但是剔除预收账款的资产负债率保持在 80% 上下，在 2018 年 Q3 有所下滑。而公司净负债率由 17 年末的 258.3% 降至 156.3%，明显大幅下滑，表明公司杠杆水平持续改善，偿债能力有所提升。

投资建议：公司坚持快周转模式，销售规模、业绩水平均处于快速增长阶段。公司坚持城市深耕战略，重视在已进入城市市场份额的提升，并且重视对一二线城市的布局，土储结构持续改善；公司在手货值充裕，其中一线&二线城市货值占比达到 44%，而三四线城市的布局则以环一线的重点城市为主，升值潜力较高；公司在保持高速增长的同时，调整融资结构，降低融资成本，预计随公司杠杆水平改善，盈利能力有望进一步提升。基于以上观点，我们预计公司 19-20 年归母净利润分别为 40.6 亿、70.7 亿，对应 EPS 为 1.10、1.91 元，对应 PE 分别为 7.83X、4.50X，但由于预计公司业绩增速将明显高于可比公司，我们给予公司 2019 年 8.6 倍 PE，对应目标价位 9.46 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：房地产市场调控力度超预期，公司销售不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,552.33	40,110.13	74,352.14	120,123.32	174,322.96
增长率(%)	(11.29)	31.28	85.37	61.56	45.12
EBITDA(百万元)	1,599.95	3,709.77	7,665.60	12,460.88	17,814.64
净利润(百万元)	602.66	2,193.10	4,064.30	7,069.35	10,468.86
增长率(%)	78.00	263.90	85.32	73.94	48.09
EPS(元/股)	0.16	0.59	1.10	1.91	2.82
市盈率(P/E)	52.82	14.51	7.83	4.50	3.04
市净率(P/B)	2.27	1.83	1.59	1.28	0.93
市销率(P/S)	1.04	0.79	0.43	0.26	0.18
EV/EBITDA	37.71	12.75	3.88	1.52	(0.41)

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2019 年 05 月 13 日

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.58 元
目标价格	9.46 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,709.79
流通 A 股股本(百万股)	3,699.84
A 股总市值(百万元)	31,829.99
流通 A 股市值(百万元)	31,744.61
每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	91.56
一年内最高/最低(元)	10.63/4.93

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 三十载风雨兼程，打造综合王国	4
1.1. 发轫于建工，蓬勃于地产	4
1.2. 股权结构集中，高管持股绑定利益	6
1.3. 激励措施到位，解禁高峰已过	6
2. 建筑业务：在手订单充足，毛利率提升可期	7
3. 地产业务：广积粮、高周转，管理运营持续改善	8
3.1. 公司地产业务步入快速增长通道	8
3.2. 广积粮，土储向一二线城市倾斜	11
3.1. 业绩实现能力较强，管理运营持续改善	12
4. 融资成本得到控制，杠杆水平持续改善	13
4.1. 财务成本明显改善，融资成本得到控制	13
4.2. 实际负债水平改善，偿债能力明显提升	15
5. 盈利预测及估值	16
6. 投资建议	16

图表目录

图 1：公司历史发展进程	4
图 2：2018 年公司营收增速明显恢复	5
图 3：公司利润增速站上新台阶	5
图 4：公司综合毛利率有所回升	5
图 5：公司三项费率率有所控制	5
图 6：地产业务逐渐成为主要营收来源	5
图 7：地产业务贡献绝大多数业绩	5
图 8：公司组织架构，三大板块依次为地产、建筑及其他	6
图 9：公司股权结构图	6
图 10：公司建筑业务营收及其同比	7
图 11：公司建筑业务毛利率情况	7
图 12：公司建筑业务新增合同金额（亿元）、YOY 及 PPP 项目占比	8
图 13：公司地产业务营业收入及其增速	9
图 14：地产业务毛利率在 18 年有所回升	9
图 15：公司地产销售金额及其同比	9
图 16：公司地产销售面积及其增速	9
图 17：公司销售规模排名	10
图 18：房屋销售均价（元/m ² ）	11
图 19：公司未结土地储备能级变动情况	11
图 20：公司土地储备分布向核心区域聚敛	11
图 21：公司未结货值中一二线合计占比达到 44%	12

图 22：公司未结货值中长三角地区占比 64%	12
图 23：公司新增项目数量增速明显快于新进入城市个数	12
图 24：公司单项目面积逐年下降（万平米）	12
图 25：公司业绩锁定率大幅上升	12
图 26：业绩实现程度保持高位	12
图 27：公司及可比公司销售费用率	13
图 28：公司管理费率明显高于可比公司	13
图 29：公司财务费率逐渐下降	13
图 30：公司综合融资成本持续下降	13
图 31：资本化利息占利息支出比重有所控制	14
图 32：公司资本化利息/存货占比	14
图 33：近年来公司融资结构变动情况	14
图 34：公司资产负债率水平边际改善	15
图 35：公司净负债率边际改善	15
图 36：公司与可比公司流动比率	16
图 37：公司与可比公司现金到期债务比	16
图 38：公司与可比公司经营性现金流净额/有息负债有所改善	16
图 39：公司与可比公司 EBITDA/有息负债比较	16
表 1：公司员工持股计划	7
表 2：公司 2016、17 年结算项目毛利率超过 20%的项目及数量占比	10
表 3：公司融资利率情况	14
表 4：公司近年来发行公司债情况	15
表 5：可比公司一致性预期 PE	17

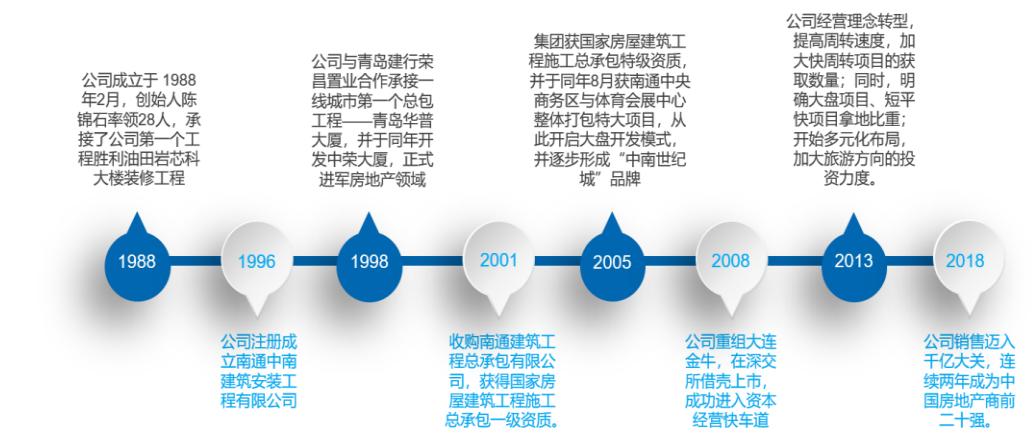
1. 三十载风雨兼程，打造综合王国

公司以地产开发、建筑工程为主业，地产开发业务以住宅开发为主，辅以高、中端酒店、综合商业体开发运营项目。公司的开发项目主要集中在江浙沪、山东等地，并在热门强二线城市如武汉、西安、成都、郑州等都有布局。公司的建筑业务集中于江苏中南建筑产业集团公司，为具备建筑特一级资质的企业，承接了众多大型 PPP 工程项目。

1.1. 发轫于建工，蓬勃于地产

公司的发展经历可以粗略划分为四个阶段，每个阶段都有其关键的决策：1) **起步期**：公司起家于一支建筑工程承包队，1988 年创始人陈锦石开始创业，到 1992 年公司承接第一个总包工程——东营农工商办公楼；2) **进军地产**：1998 年公司通过青岛开发中荣大厦的项目，正式进军地产行业。公司坚持了地产、建筑双主业经营的思路，2001 年公司收购南通总承包公司，获得国家一级资质，在获取了施工总承包特级资质。3) **地产黄金十年**：2005 年，公司借助南通总承优势，获取南通核心 CBD 整体打包的特大项目，此后，开发了海门中南世纪城、镇江中南世纪城、常熟中南世纪城、寿光中南世纪城，“中南世纪城”品牌逐步形成，开启了房地产的黄金十年。2008 年公司重组大连金牛，在深交所借壳上市，成功进入资本经营快车道，成为江苏省建筑行业第一家上市公司。借力资本市场，加快在青岛、海南拿地节奏。4) **谋求转型**：2013 年开始，顺应地产行业趋势，公司经营理念转型向高周转转型，减少大盘模式开发，增加短平快项目拿地比重；开始多元化布局，加大旅游方向的投资力度。2015 年开始，公司开始减少外地布局，向以南通为核心的长三角地区收敛，效果显著。2018 年，公司迈入千亿级房企的梯队，销售金额连续两年排名行业前 20。

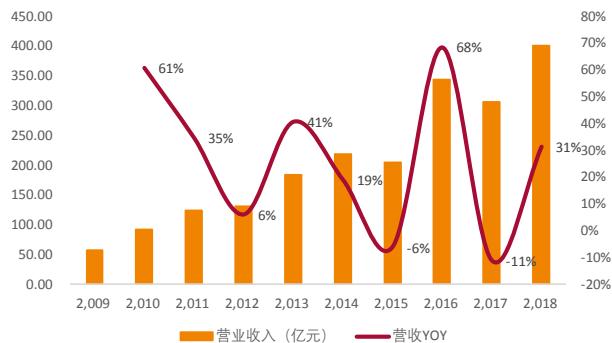
图 1：公司历史发展进程



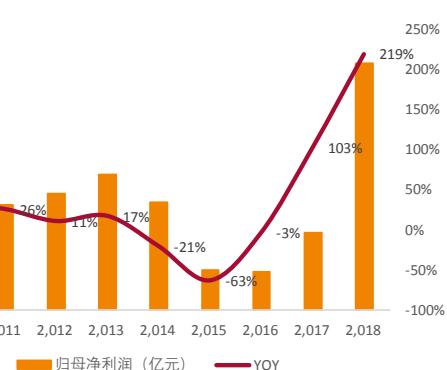
资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司的营收增速波动较大，在 10、13、16 年出现三次跨式的增长，我们认为这与行业发展特征与公司的自身战略的相关度较高，到 18 年，公司营收增速再次达到 30%，重新步入的高增长通道。受营收波动的影响公司在 15 年归母净利润增速达到低点，之后增速持续回升，截至 2018 年，公司归母净利润增速高达 219%。

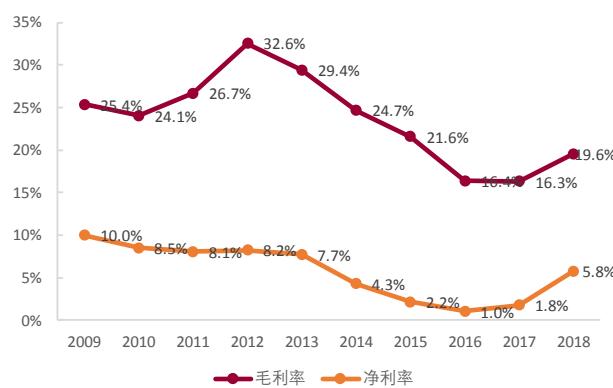
盈利能力来看，公司毛利率、净利率高点出现在 12 年，分别达到 32.6%、8.2% 后有所下降，12 年也是建筑、地产业务的盈利高点，而后地产业务拖累综合毛利一路下滑，17 年之后，随地产业务毛利率回升，综合毛利率逐渐提升。18 年公司毛利率同比提升

图 2：2018 年公司营收增速明显恢复


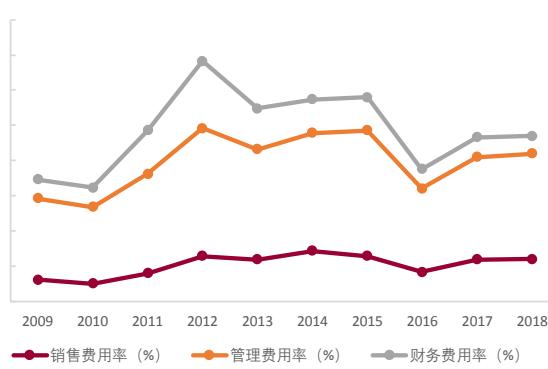
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司利润增速站上新台阶


资料来源：Wind，天风证券研究所

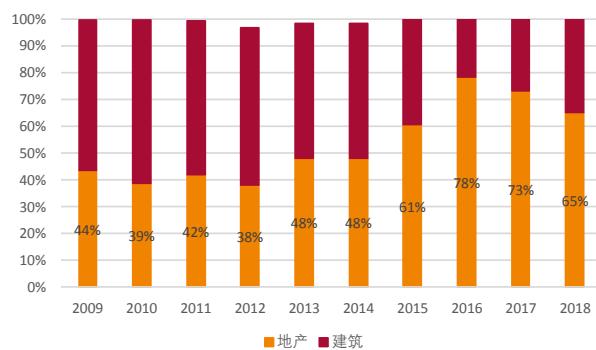
图 4：公司综合毛利率有所回升


资料来源：Wind，天风证券研究所

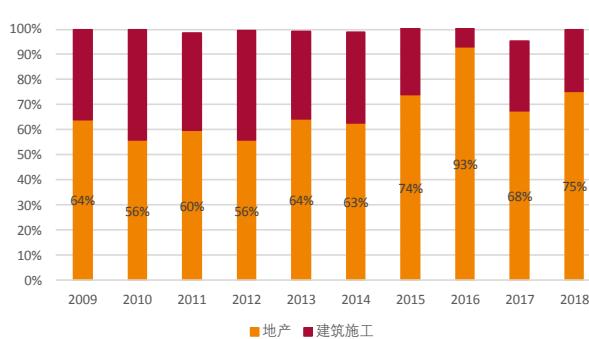
图 5：公司三项费用率有所控制


资料来源：Wind，天风证券研究所

地产业务成为公司中流砥柱。公司围绕地产和建工主业，打造了建筑、地产体系的生态王国，具备七大产业板块与三大事业部门。其中主要的利润贡献则来自于地产和建筑，2013 年之前建筑业务规模较大(建筑占比在 60%左右)，2013 年开始在公司的快运营战略之下，地产业务快速崛起，16 年受益于新一轮地产周期的启动，公司地产业务得到快速发展，成为主要的收入来源，2018 年公司地产业务占比达到 65%，业绩贡献超过 70%。

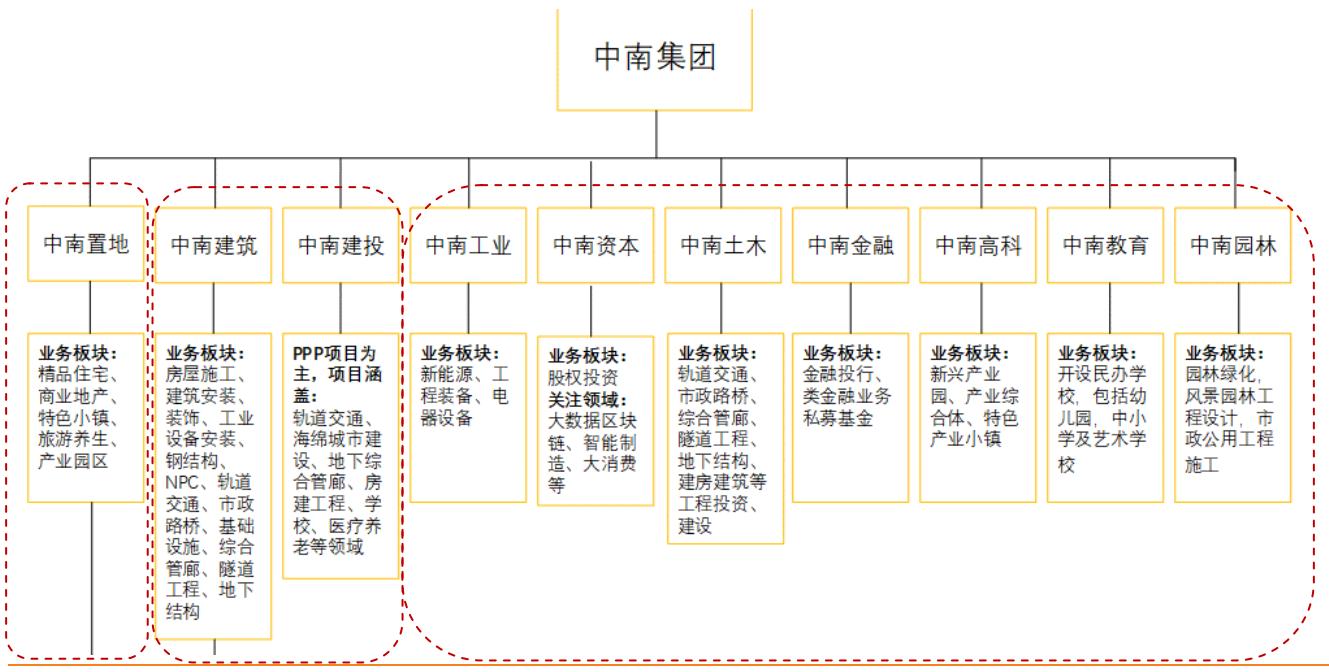
图 6：地产业务逐渐成为主要营收来源


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：地产业务贡献绝大多数业绩


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司组织架构，三大板块依次为地产、建筑及其他

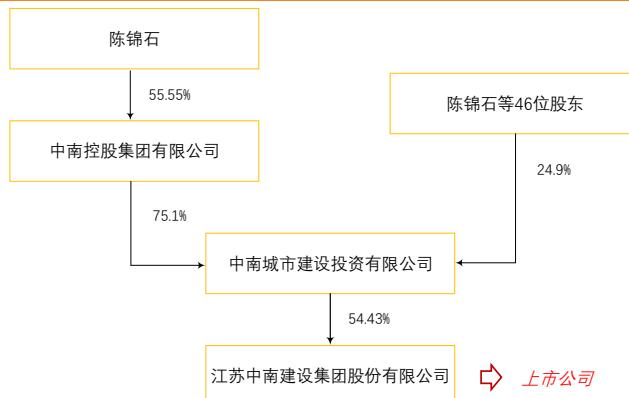


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，高管持股绑定利益

公司股权结构集中，创始人为实际控制人。截至 2018 年 Q3，公司第一大股东中南城市建设投资持股比例 54.43%，间接控股股东为中南控股集团，实际控制人为创始人陈锦石先生，通过中南控股及中南城市建设投资间接控股，公司控股权高度集中，经营理念统一稳定。

图 9：公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 激励措施到位，解禁高峰已过

2015 年、2017 年公司两度颁布股权员工持股计划，其中解禁期一年高峰期已过。2018 年 8 月公司再次面向全公司员工实施股权激励。行权价格为 6.33 元/股，方案中明确未来股票期权行权条件：2018-2020 年每年的归母净利润较 2017 年增长均分别不低于 240%、560%、1060%，对应归母净利润分别为 20.5 亿、39.8 亿、70.0 亿。较高的行权条件彰显了管理团队对公司发展的强大信心。

我们认为，公司近两年来通过员工持股计划，促使员工利益与公司利益保持一致，调动员工积极性，将有助于公司凝聚力增强及各项业务良好发展。

表 1：公司 2015、2017 年员工持股计划

计划完成时间	解除限售时间	参与人数	参与对象要求	托底保证
2015 年 员工持 股计划	2015.5.12	2015.5.14 135 人	(1) 股份公司部门负责人、股份公司下属房地 产子公司、建筑产业经理层人员; (2) 公司中层管理人员及骨干员工;	保证员工自有 资金收益率不 低于 10%/年
2017 年 员工持 股计划	2017.11.8	2018.11.7 450 人	(1) 公司董事、监事、高级管理人员; (2) 公司下属子公司董事、监事、高级管理人 员; (3) 公司及下属子公司的核心及骨干员工; (4) 公司普通员工，指在公司及下属子公司任 职，并与公司或下属子公司 签订劳动合同且领取报酬。	保证员工自有 资金收益率不 低于 8%/年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 建筑业务：在手订单充足，毛利率提升可期

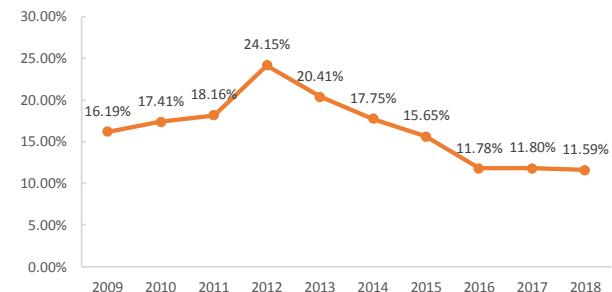
建筑业务为公司起家业务，1988 年公司从一支建筑包工队开启创业之路，承接的第一个项目为胜利油田岩芯科大楼，经历了 30 余年的发展，已经成为国内领先的建筑承包商。公司下属江苏中南建筑为建筑特一级资质企业，2017 年在 ENR 评选荣获中国承包商 80 强第 9 名、最具效益承包商第 5 名等多项荣誉，承接了多项大型重点工程，参与北京鸟巢、国家大剧院、首都机场 T3 航站楼等项目的建设。15 年之后，公司逐渐重视业务模式从单一的施工总承包向 PPP 模式转型。

2018 年公司建筑业务实现营收 152 亿元，同比增速 30.1%，环比 17 年大幅 7.2PCT，受新增合同额影响，实现较快增长。同时，伴随公司地产业务快速推进，建筑业务营收占比持续下滑后有所稳定，2016 年下滑至 28%，17、18 年稳定在 38% 左右。

另一方面公司毛利率中枢下移趋稳，受公司 PPP 业务比重下降影响（2018 年，PPP 项目合同额占比 27%），与重大项目的承接（3 亿元以上项目占新增合同额比重 58%），公司毛利率水平略有下滑，但相对稳定。未来我们认为随 19 年 PPP 项目加快重启，伴随着公司业务模式从总包向 PPP 转型，PPP 业务占比提升，公司毛利率提升可期。

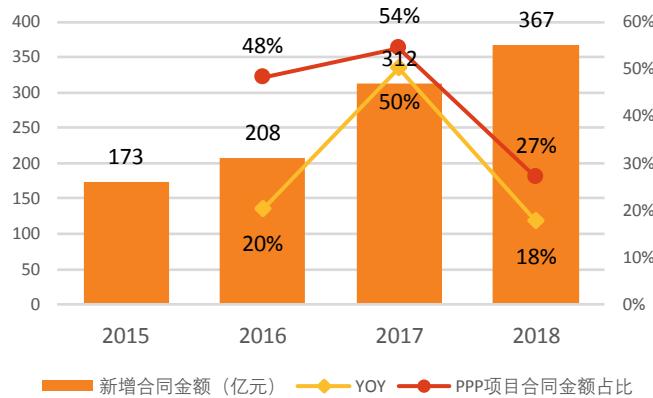
图 10：公司建筑业务营收及其同比

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司建筑业务毛利率情况

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司建筑业务新增合同金额（亿元）、YOY 及 PPP 项目占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 地产业务：广积粮、高周转，管理运营持续改善

3.1. 公司地产业务步入快速增长通道

1998 年公司正式进军房地产业务，到 2019 年已经具备超过 20 年的地产开发经验，大致可以划分为如下几个阶段：

- 1) 2005 年之前：地产业务缓慢发展，地产业务主要依赖建筑业务产业链获取土地资源，采用大盘开发的模式进行拿地开发，地产业务占比相对较低。
- 2) 2005-2011：大盘开发模式，在多年的积累下同时开发多个百万平米以上大盘项目。在建筑产业链的优势下，多以打包方式拿地向外扩张。商业地产得到突破性发展，定位从地产开发商向城市综合运营商转变。
- 3) 2012-2014 年，快周转模式，通过节点优化开发，形成“三先六快”、“三三制”“六个优先”等快速发展的理念，同时进行多向业务布局。同时布局商业、旅游、养生等地产业务。
- 4) 2015 至今，深耕战略，收缩非核心区域项目，提升一线、热点二线城市拿地比例，注重在当地市场深耕，提升当地市场市占率，项目小型化发展，商业、产业地产稳步发展。

18 年开始公司结转营收步入上升通道。截至 2018 年 H1 实现营业收入 104.6 亿元，同比增速 37.7%，而去年同期增速为 -20.99%，地产业务增速明显回升。15 年营收下降主要受 14 年开始公司结转毛利率水平持续下降拖累，地产业务毛利率从 12 年峰值的 47% 下滑至 14 年的 31%，与行业打平后继续下滑，到 17 年为 18%（行业平均为 28.8%），具备较大的提升空间。15、16 营收增速大幅回落主要受到 13、14 年销售确认放缓拖累，17 年营收下滑主要受 15 年销售额增速下滑的影响，从 18 年开始，随公司 16、17 年销售项目逐渐步入结转期，预计营收增速将步入快速上升通道。

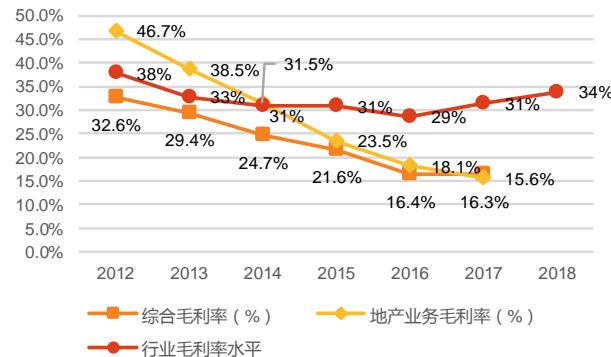
与之对应的，公司毛利率在 17 年处于低位，主要由于 15 年所售项目结转，彼时三四线城市住宅销售价格表现普通，部分项目甚至出现亏损，另一方面，由于 12、13 年公司的多点布局、快速扩张战略导致单个城市项目较少，管理、销售费用高企，此外由于公司资金负担较高，部分费用计入资本化对地产业务毛利率产生影响。在 18 年 H1，回升至 24%，伴随公司占比大头的三四线城市销售均价的大幅上涨将明显提升。

图 13：公司地产业务营业收入及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：地产业务毛利率在 18 年有所回升

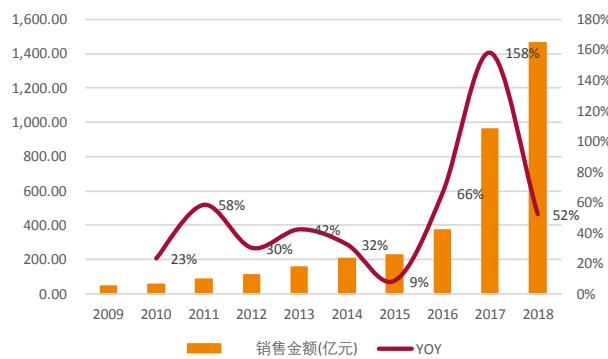


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的销售金额、面积的快速提升与其战略转型密不可分。早期公司主要以大盘开发模式为主，2012年开始关注“高周转”模式，明确大盘项目及短平快项目拿地比重，坚持“三先六快”运作体系，并迅速抢占市场，提升市场地位。2015年，公司除了继续深耕江苏，山东等核心区域外，同时开始向一、二线城市进军。2016年后，棚改货币化带动三四线城市住房销售大幅上涨，公司土储较多的三四线城市，销售金额大幅提升。之后开始转向全国化布局，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。2017年，公司除继续深耕江苏、浙江、环沪、山东区域以外，新进深圳、宁波、郑州、成渝、西安、昆明等29个热点城市。2018年，公司新进入重庆、合肥、石家庄、温州、惠州、梅州、泉州等城市，业务布局更加完善。

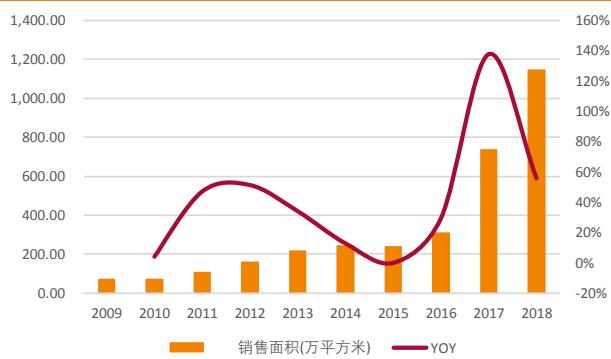
营销模式的转变卓有成效，2018年全年公司销售面积达1144.43万平方米，同比增长56%。公司销售金额达1466.05亿元，同比增长52.24%。公司的销售排名在近年来有了显著的提升，从2011年的43名提升至2018年的17名。

图 15：公司地产销售金额及其同比



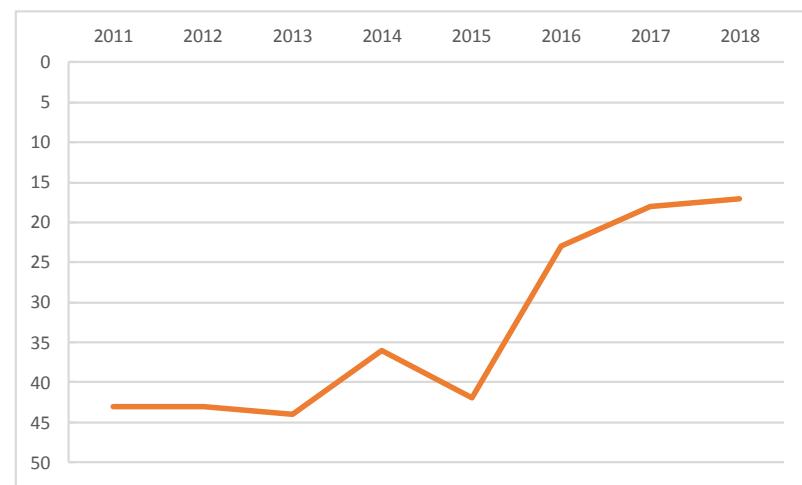
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：公司地产销售面积及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：公司销售规模排名



资料来源：CRIC，天风证券研究所

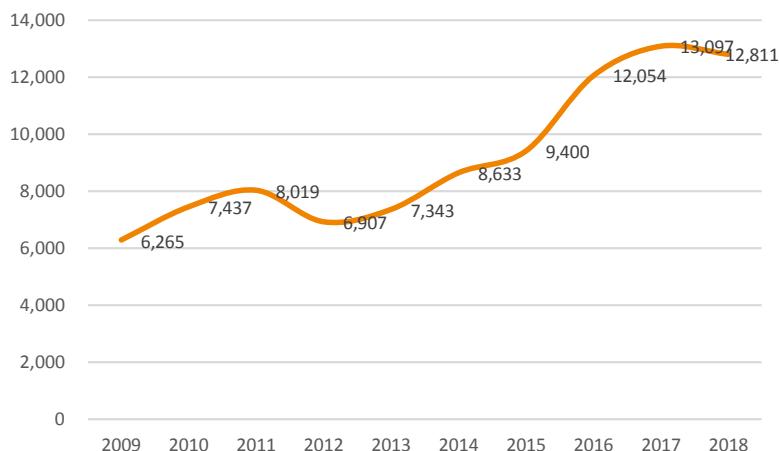
公司结转毛利率受 2-3 年前的销售单价波动的影响明显。2015 年公司毛利率大幅下滑，而 12 年公司销售单价为 6907 元/平，比 11 年的 8019 元/平米大幅下滑。从单个项目的毛利率情况来看，2016、17 年结转项目中，毛利率超过 20% 的项目分别为 12 个、12 个，占当年结转总项目比重分别为 33%、32%，平均毛利率分别为 33%、37.3%，上升幅度明显，与公司 13、14 年的销售均价分别为 7343 元/平、8633 元/平相对应。

表 2：公司 2016、17 年结算项目毛利率超过 20% 的项目及数量占比

2016 结算	项目毛利率	2017 结算	项目毛利率
常熟中南世纪城	55.14%	常熟中南世纪城	54.11%
文昌森海湾	47.48%	海门锦尚名苑	53.65%
南通中南花城	41.82%	泰安中南财源门	53.65%
常熟中南锦城	37.51%	青岛海湾新城	44.13%
海门中南世纪城	35.20%	文昌中南森海湾	41.85%
南通中南世纪城	33.75%	淮安中南世纪城	39.56%
安庆中南世纪城	27.92%	南通中南世纪花城	35.78%
青岛中南世纪城	25.18%	万宁中南芭提亚	27.54%
泰安中南世纪城	25.06%	南京中南锦苑	26.88%
昆山中南世纪城	23.12%	青岛中南世纪城	25.05%
儋州中南世纪城	22.92%	太仓中南世纪城	24.07%
盐城中南世纪城	20.54%	苏州中南雅苑	21.64%
平均毛利率	33%		37.3%
20%以上毛利项目占比	33%		32%

资料来源：Wind，天风证券研究所

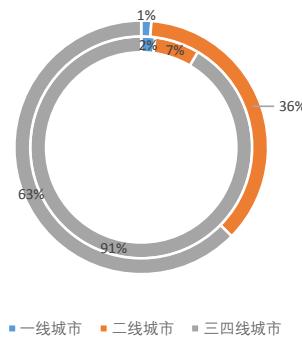
15 年后销售单价大幅上涨，步入结转期公司业绩将大幅释放。受益于 15 年之后的全国房价步入新一轮的涨价周期，公司的销售均价出现的大幅跳涨，16、17 年单位面积均价分别同比上涨 22%、8%，主因公司大多数土地布局在三四线城市，而三四线城市受益于棚改货币化政策激励，住房价格大幅上涨，伴随这部分销售额步入结转阶段，我们判断公司营收、毛利率都将出现明显上涨。2018 年公司实现销售收入 1466 亿元，完成年初承诺的 167%。

图 18：房屋销售均价（元/m²）

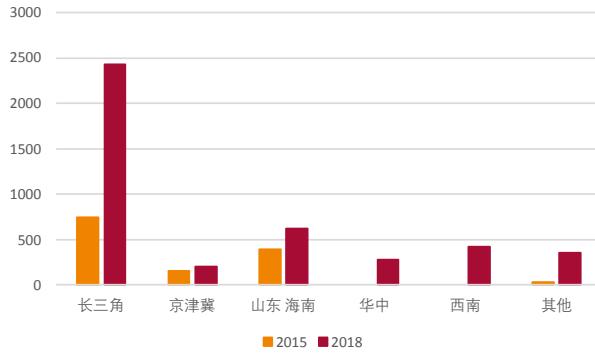
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 广积粮，土储向一二线城市倾斜

公司 15 年开始的深耕战略下土储范围向核心区域收敛。重视在已进入城市市场份额的提升，收缩江苏省外非核心项目的规模，加强以南通为中心向周边苏州、南京等城市拿地节奏，同时公司在邻省山东布局，土储范围向核心区域聚敛。另一方面也加强了采取多元化方式拿地，通过招拍挂、投资并购、合资合作等方式大举进入一线及热点二线城市，15-18 年公司加大在原有长三角、山东海南等地的拿地力度，同时大举进入华中、西南等多地的省会城市，土储结构持续改善，截至 2018 年，公司一二线城市土储面积占比接约 37%（公司口径 39%），相比 2015 年的 9%大幅提升。

图 19：公司未结土地储备能级变动情况

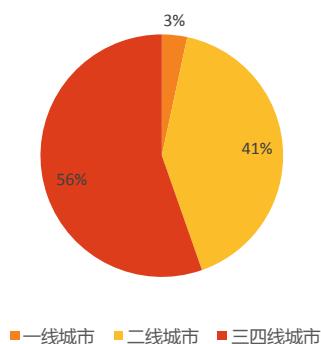
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：内环为 2015 年，外环为 2018H）

图 20：公司土地储备分布向核心区域聚敛

资料来源：Wind，天风证券研究所

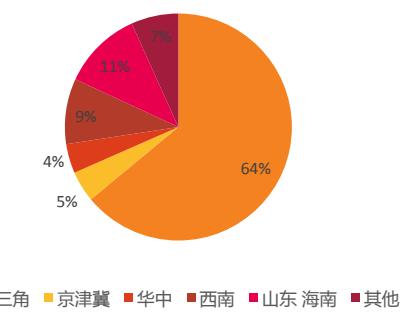
在手货值充裕，看好公司 19 年的销售情况。预计公司未结货值总计约 5700 亿元，其中一线&二线城市货值占比达到 44%，三四线城市占比 56%，表明公司的深耕战略取得了一定的效果，但如果以地域划分，长三角地区占比达到 64%，西南、山东、海南区域的货值也大幅提升，表明公司对以南通为核心的区域深耕效果也十分显著。19 年以来我们观察到全国销售增速、拿地增速出现普遍下降，但从结构来看一二线和环一线的强三线仍然存在结构性的机会，公司主要布局的长三角地区，以上海、杭州、南京普遍呈现出经济增速较高、人均可支配收入高、人口净流入的状态，升值潜力较高，而在长三角地区之外，公司的土地储备仍然以一二线城市为主，具备较强的增值保值能力。

图 21：公司末结货值中一二线合计占比达到 44%



资料来源：Wind，天风证券研究所

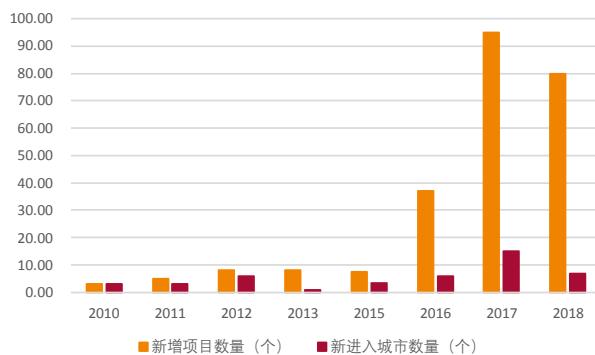
图 22：公司末结货值中长三角地区占比 64%



资料来源：Wind，天风证券研究所

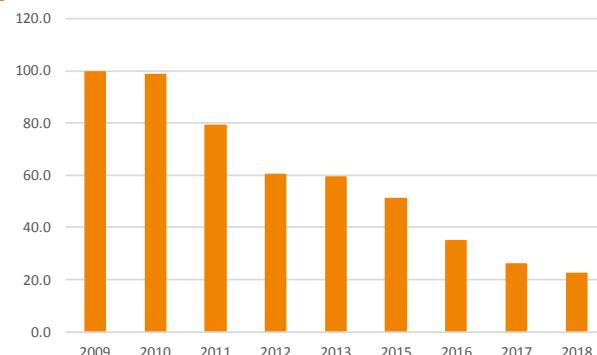
高周转、快运营模式下，项目平均规模得到控制。在 16 年开始，新增建设项目增速远超过新进入城市的数量，表明公司在深化对现有城市的布局，提升已有市场份额的效果十分显著，16 年已有 57% 的项目在当地市占率超过 20%。同时在公司高周转策略之下，控制单个项目平均面积持续下降，2018 年平均项目面积仅为 22.3 万平，约为 09 年的五分之一，公司运营效率得到快速的提升。

图 23：公司新增项目数量增速明显快于新进入城市个数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：公司单项目面积逐年下降（万平米）

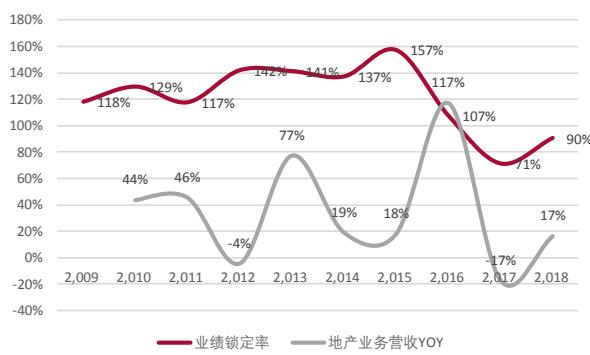


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 业绩实现能力较强，管理运营持续改善

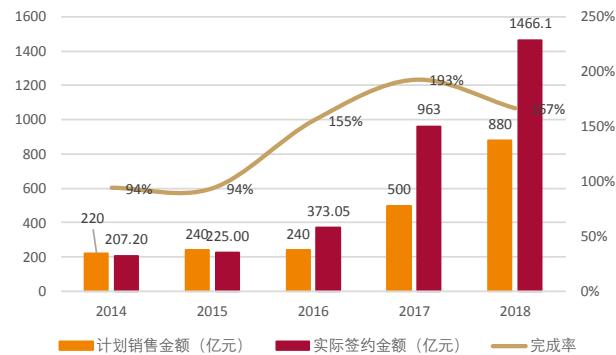
我们发现公司业绩锁定率领先地产业务结转收入，表现出公司具有较强的结转收入控制力，反映了公司扎实的业务水平与管理能力。2018 年公司业绩锁定率大幅回升至 90%，我们预计公司能够在短期内进行快速的业务提升。另一方面，2016 年开始公司每年初制定的目标销售金额，都能在年末大幅超额实现，也印证了公司较强的业务能力与预期管理能力。

图 25：公司业绩锁定率大幅上升



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

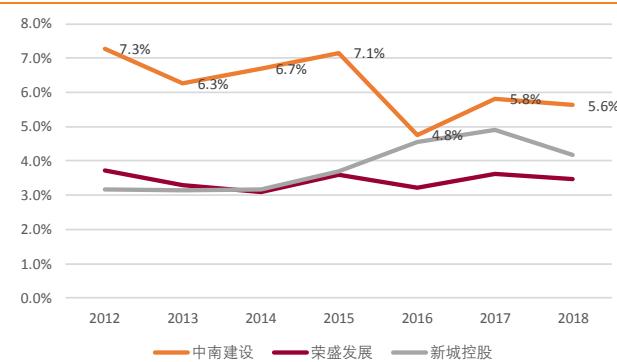
图 26：业绩实现程度保持高位



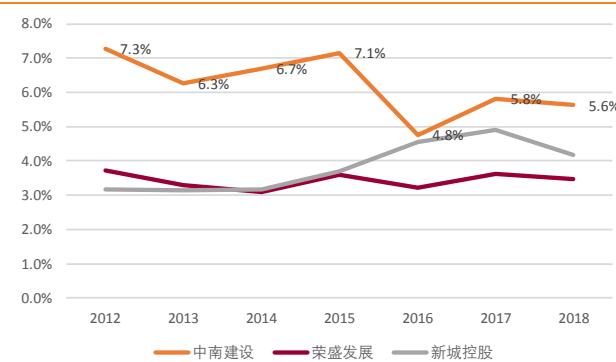
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

一直以来公司发展以董事长陈锦石为核心的管理团队，更擅长以大盘模式为主的管理方式，为公司的发展奠定了坚实的基础。17 年开始，打造以陈凯为核心的新中南地产团队。新团队推行阳光文化，重视成本管控与有效激励等现代房企运营管理体系，推动公司规模与利润双改善。同可比公司相比，我们发现公司管理费率、销售费用率相对高于可比公司，由于公司在 11、12 年快速扩张下平均单城市项目数量较少，公司的销售及管理费用大幅提升，15 年公司实施深耕模式后，业务向核心区区域收敛，同时，随着 17 年明星经理人及管理团队的引入，公司销售费率、管理费率继续改善。

图 27：公司及可比公司销售费用率


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：公司管理费率明显高于可比公司


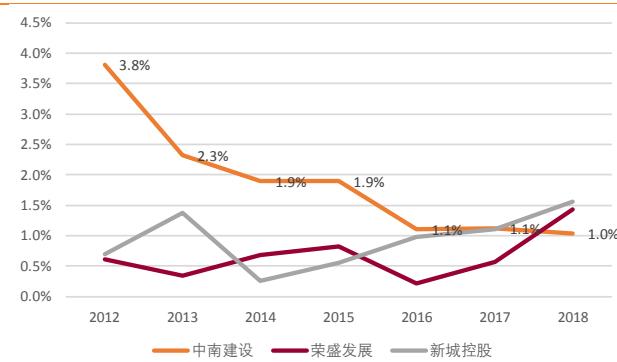
资料来源：Wind，天风证券研究所

跟投制度进一步激励员工积极性。为了提高组织效能，激发员工主动性，建立公司与员工风险共担、利益共享的机制，公司经股东大会同意设立员工跟投制度。2018 年公司共有新 81 个项目引入跟投机制，员工跟投本金总额 2.36 亿元，占跟投项目资金峰值的 2.59%。

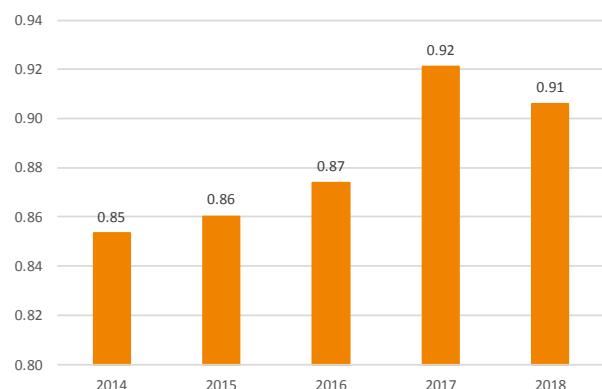
4. 融资成本得到控制，杠杆水平持续改善

4.1. 财务成本明显改善，融资成本得到控制

18 年公司融资成本有所提升，降低财务费率同时盈利能力持续改善。过去公司财务费率下降主要由资本化利息比重提升导致，公司财务费率明显高于可比公司，近年来逐渐下降，16、17 年稳定在 1.1%附近，18 年公司财务费用率、资本化利息占利息支出比重双双下调，表明公司利息支出有所减少。另一方面由于公司的综合融资成本持续下降，2016 年公司综合融资仅为 6%，同比下降 5PCT，2018 综合融资成本为 7%，同比去年有所上升，但低于 14、15 年高点，仍然反映出公司融资结构的持续改善，利息支出有所控制。此外 16 年开始公司资本化利息/存货占比有所下降，对毛利率的拖累效果也有所减弱，这与前文结论一致。

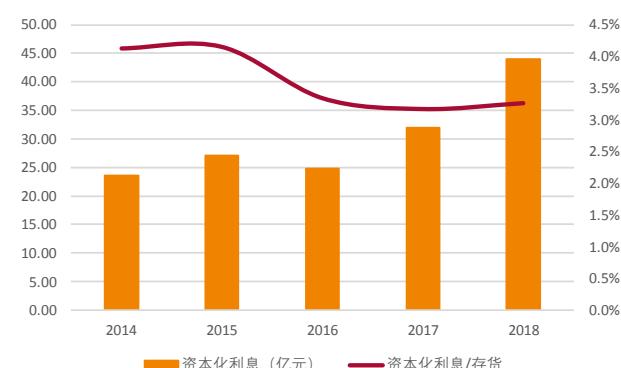
图 29：公司财务费率逐渐下降


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：资本化利息占利息支出比重有所控制


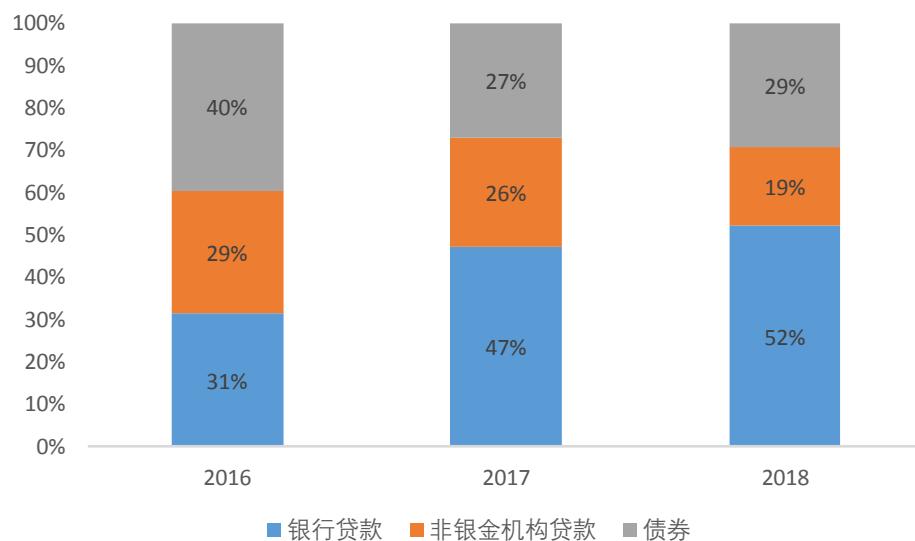
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：公司资本化利息/存货占比


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司通过提升低息银行贷款的比重，降低综合贷款成本。从融资结构来看，2018 年公司融资结构中银行贷款、非银贷款、债券类债务占比分别为 52%、19%、29%，与 2016、17 年相比，银行贷款占比不断提升，非银贷款、债券占比明显减少，而银行贷款利息相对低于其余二者，反应出公司良好的授信水平。我们认为随公司负债率改善，有望提升银行授信额度获得更多的低息贷款，公司融资成本或将进一步下降。

图 33：近年来公司融资结构变动情况


资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：公司融资利率情况

	2016	2017	2018
银行贷款	3.915%-7.86%	3.2%-7.86%	4.07%-10%
非银金融机构贷款	6.1%-12%	6.1%-9.8%	7.27%-13.5%
债券类	5%-7.8%	5%-7.8%	6.0%-7.99%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：公司近年来发行公司债情况

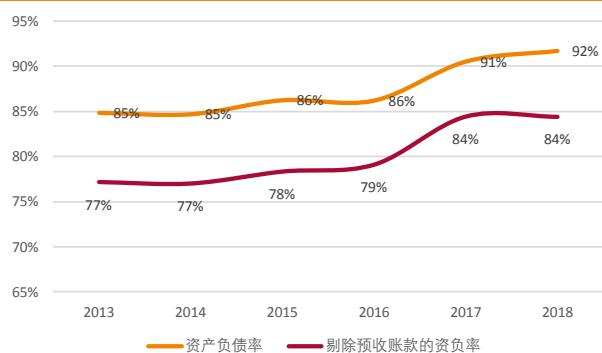
债券简称	债券代码	发行日	到期日	利率	债券余额 (万元)
15 中南 01	118345.SZ	2015.08.25	2018.08.25	7.80%	29000
15 中南 02	118387.SZ	2015.10.20	2020.10.20	7.80%	150000
15 中南 03	118443.SZ	2015.12.10	2020.12.10	7.80%	150000
16 中南 01	112325.SZ	2016.01.22	2021.01.22	6.50%	100000
16 中建 01	118649.SZ	2016.04.26	2019.04.26	6.50%	91000
16 中南 02	112418.SZ	2016.07.27	2021.07.27	6.00%	120000
16 中南 03	118899.SZ	2016.09.29	2021.09.29	6.50%	70000
16 中筑 01	136792.SH	2016.11.07	2021.11.07	6.48%	100000
17 中南 01	112619.SZ	2017.12.14	2022.12.14	7.50%	100000
17 中南 02	112630.SZ	2017.12.28	2021.12.28	7.20%	50000
18 中南 01	114412.SZ	2018 .12.04	2021.12.04	7.99%	200000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 实际负债水平改善，偿债能力明显提升

公司资产负债水平持续提升，2018 年 Q3 资产负债率达 89.9%，主要由于公司在 17 年，18 年公司杠杆率在高位保持。剔除预收账款的资产负债率保持在 80%上下，在 2018 年 Q3 有所下滑。在 15 年业务收缩后小幅下降，16、17 年由于拿地加快出现上升，且在 18Q3 出现明显下滑，主要由于公司货币资金增加，部分财务费用资本化转入存货减少负债。

公司净负债率在 17 年及之前保持高位，并于 17 年快速上升，18 年公司货币资产增加、账务减少，公司净负债率明显改善，由 17 年末的 258.3%降至 156.3%。

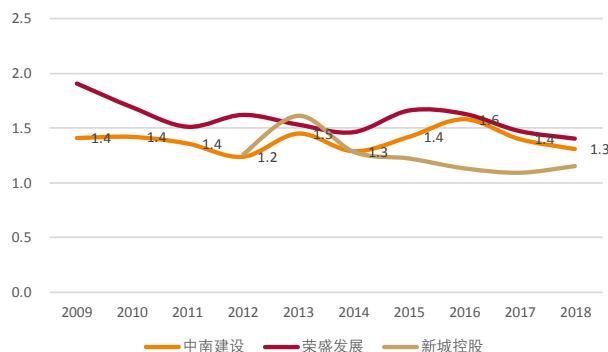
图 34：公司资产负债率水平边际改善

资料来源：Wind，天风证券研究所

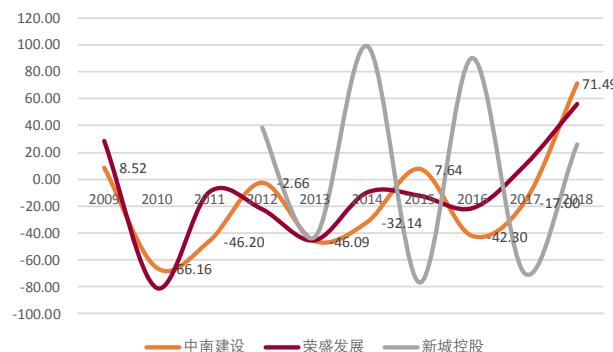
图 35：公司净负债率边际改善

资料来源：Wind，天风证券研究所

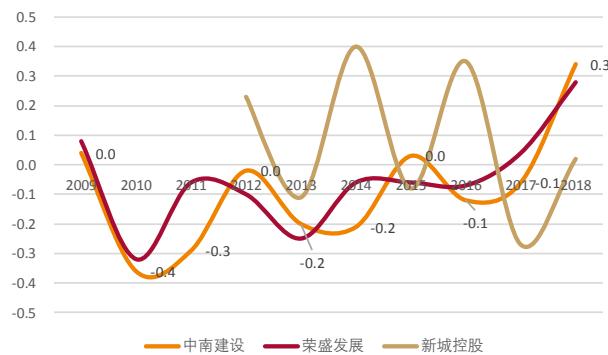
公司现金偿债能力不断提升，现金流、EBITDA 对债务的覆盖程度 18 年均有好转。公司流动比率处于中等水平，现金到期债务比值 18 年大幅回升，从 -42.8 上升至 71.5，明显超过同行公司，表现出公司在手现金不断积累。同时公司经营性现金流不断好转，2018 年公司的经营性现金流/有息负债比值波动上升，在 2017 年为 -0.1，18 年上升到 0.3，EBITDA/有息负债由 17 年的 0.03 上升至 0.07。

图 36：公司与可比公司流动比率

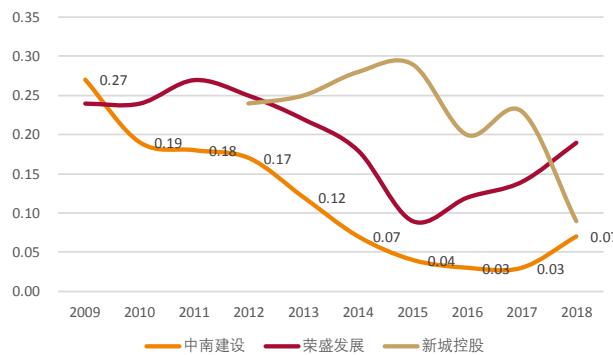
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：公司与可比公司现金到期债务比

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：公司与可比公司经营性现金流净额/有息负债有所改善

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：公司与可比公司 EBITDA/有息负债比较

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

营收增速：

目前公司在手货值丰富，未结货值总计 5700 亿元，其中一线&二线城市货值占比达到 44%，三四线城市占比 56%，在长三角地区之外，公司的土地储备仍然以一二线城市为主，具备较强的增值保值增值能力。

17 年结转收入已经基本消纳 15 年销售额的增速低区间，随公司运营速度加快，19、20 年公司有望加快结转 16-18 年所售住房，16、17 年受益于棚改货币化以及公司向核心城市群及外围一二线城市的聚焦，公司 19、20 年的结转业绩值得期待。

毛利率方面：我们认为后续公司地产业务毛利率上涨可期，随公司 15 年之前大盘项目逐渐出清，16 年后，公司土地储备结构占比较高的三四线房价的上涨逐渐步入结转周期；另一方面，随公司资产负债率水平改善，公司融资成本有望明显得到控制，毛利率水平提升可期。

6. 投资建议

公司坚持快周转模式，销售规模、业绩水平均处于快速增长阶段。公司坚持城市深耕战略，重视在已进入城市市场份额的提升，并且重视对一二线城市的布局，土储结构持续改善；公司在手货值充裕，其中一线&二线城市货值占比达到 44%，而三四线城市的布局则以长

三角为主，升值潜力较高；公司在保持高速增长的同时，调整融资结构，降低融资成本，预计随公司杠杆水平改善，盈利能力有望进一步提升。基于以上观点，我们预计公司 19-20 年归母净利润分别为 40.6 亿、70.7 亿，对应 EPS 为 1.10、1.91 元，对应 PE 分别为 7.83X、4.50X，但由于预计公司业绩增速将明显高于可比公司，我们给与公司 2019 年 8.6 倍 PE，对应目标价位 9.46 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司业绩增速及一致性预期 PE

	2019 年业绩增速 一致性预期	2019E	2020E	2021E
新城控股	29.37%	6.13	4.77	3.78
万科	21.56%	7.54	6.39	5.46
招商蛇口	26.47%	8.61	7.11	6.05
可比公司平均 PE		7.43	6.09	5.10

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,269.94	20,416.92	37,846.84	61,145.35	88,734.13
应收票据及应收账款	8,225.57	9,656.11	17,193.28	22,847.83	35,259.83
预付账款	10,548.95	8,647.82	27,383.83	35,188.06	50,150.25
存货	110,985.42	135,002.59	182,567.79	260,737.30	299,333.31
其他	20,878.90	38,161.59	55,376.73	83,678.30	114,426.02
流动资产合计	164,908.78	211,885.02	320,368.47	463,596.84	587,903.53
长期股权投资	1,530.33	6,893.43	6,893.43	6,893.43	6,893.43
固定资产	3,199.35	3,068.89	2,949.41	2,842.01	2,728.84
在建工程	59.53	46.54	63.92	86.35	81.81
无形资产	601.72	599.40	574.74	550.07	525.40
其他	4,700.50	13,190.81	4,760.51	4,655.70	7,275.17
非流动资产合计	10,091.43	23,799.07	15,242.01	15,027.55	17,504.65
资产总计	175,004.09	235,694.09	335,629.71	478,643.62	605,424.33
短期借款	7,193.24	10,686.89	16,898.08	24,119.49	27,780.75
应付票据及应付账款	16,096.04	25,170.77	39,639.51	54,236.87	81,996.53
其他	94,519.97	139,259.26	239,743.48	350,828.32	437,171.08
流动负债合计	117,809.25	175,116.92	296,281.07	429,184.68	546,948.36
长期借款	26,696.31	30,127.06	6,940.20	12,072.89	11,232.31
应付债券	13,155.06	9,801.08	10,000.00	10,000.00	9,933.69
其他	745.22	1,055.59	221.65	215.20	497.48
非流动负债合计	40,596.58	40,983.73	17,161.85	22,288.09	21,663.48
负债合计	158,405.84	216,100.65	313,442.92	451,472.76	568,611.84
少数股东权益	2,545.84	2,195.10	2,215.52	2,251.05	2,470.71
股本	3,709.79	3,709.79	3,709.79	3,709.79	3,709.79
资本公积	2,645.84	2,473.95	2,144.15	2,144.15	2,144.15
留存收益	10,294.85	12,526.98	16,261.48	21,210.02	30,631.99
其他	(2,598.07)	(1,312.38)	(2,144.15)	(2,144.15)	(2,144.15)
股东权益合计	16,598.25	19,593.43	22,186.79	27,170.86	36,812.49
负债和股东权益总	175,004.09	235,694.09	335,629.71	478,643.62	605,424.33

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	537.67	2,312.55	4,064.30	7,069.35	10,468.86
折旧摊销	359.53	421.84	186.77	189.64	192.37
财务费用	283.75	445.17	2,092.15	2,900.89	3,490.26
投资损失	(614.03)	(579.01)	(650.00)	(650.00)	(650.00)
营运资金变动	(8,005.66)	8,477.84	33,956.12	5,850.70	14,117.28
其它	4,500.80	8,353.19	(24.90)	35.52	234.77
经营活动现金流	(2,937.93)	19,431.58	39,624.44	15,396.11	27,853.54
资本支出	2,204.19	5,156.01	893.94	86.45	(232.28)
长期投资	1,022.09	5,363.10	0.00	0.00	0.00
其他	(6,959.91)	(23,168.96)	98.40	483.55	808.10
投资活动现金流	(3,733.63)	(12,649.85)	992.34	570.00	575.82
债权融资	52,980.45	57,941.62	38,338.28	50,692.38	54,388.95
股权融资	(243.80)	605.42	(3,504.37)	(2,900.89)	(3,437.50)
其他	(42,846.90)	(62,589.21)	(58,020.77)	(40,459.09)	(51,792.03)
筹资活动现金流	9,889.76	(4,042.17)	(23,186.86)	7,332.41	(840.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,218.19	2,739.56	36,120.33	5,097.70	43,144.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,552.33	40,110.13	74,352.14	120,123.32	174,322.96
营业成本	25,569.70	32,264.88	58,329.25	93,876.37	136,233.39
营业税金及附加	1,545.76	1,453.62	2,694.58	4,353.37	6,317.60
营业费用	724.11	966.40	1,791.41	2,894.20	4,200.06
管理费用	1,778.13	2,390.57	4,431.41	7,159.38	10,389.70
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	341.61	415.63	2,092.15	2,900.89	3,490.26
资产减值损失	256.46	206.20	231.33	218.76	225.05
公允价值变动收益	(0.22)	53.25	(45.33)	0.00	15.11
投资净收益	614.03	579.01	650.00	650.00	650.00
其他	(1,327.21)	(1,375.85)	(1,209.35)	(1,300.00)	(1,330.22)
营业利润	1,049.97	3,156.42	5,386.68	9,370.34	14,132.01
营业外收入	33.22	63.58	2.00	2.00	22.53
营业外支出	162.43	170.07	1.50	2.00	57.86
利润总额	920.76	3,049.93	5,387.18	9,370.34	14,096.68
所得税	383.09	737.38	1,302.46	2,265.47	3,408.16
净利润	537.67	2,312.55	4,064.30	7,104.87	10,688.52
少数股东损益	(64.99)	119.45	20.42	35.52	219.66
归属于母公司净利润	602.66	2,193.10	4,064.30	7,069.35	10,468.86
每股收益(元)	0.16	0.59	1.08	1.90	2.79

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-11.29%	31.28%	85.37%	61.56%	45.12%
营业利润	70.37%	200.62%	70.66%	73.95%	50.82%
归属于母公司净利润	78.00%	263.90%	85.32%	73.94%	48.09%
获利能力					
毛利率	16.31%	19.56%	21.55%	21.85%	21.85%
净利率	1.97%	5.47%	5.47%	5.89%	6.01%
ROE	4.29%	12.61%	20.35%	28.37%	30.48%
ROIC	1.98%	5.35%	12.92%	51.97%	110.91%
偿债能力					
资产负债率	90.52%	91.69%	93.39%	94.32%	93.92%
净负债率	233.22%	191.52%	2.22%	-38.47%	-93.30%
流动比率	1.40	1.21	1.08	1.08	1.07
速动比率	0.46	0.44	0.47	0.47	0.53
营运能力					
应收账款周转率	4.04	4.49	5.54	6.00	6.00
存货周转率	0.33	0.33	0.47	0.54	0.62
总资产周转率	0.21	0.20	0.26	0.30	0.32
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.59	1.10	1.91	2.82
每股经营现金流	-0.79	5.24	10.68	4.15	7.51
每股净资产	3.79	4.69	5.38	6.72	9.26
估值比率					
市盈率	52.82	14.51	7.83	4.50	3.04
市净率	2.27	1.83	1.59	1.28	0.93
EV/EBITDA	37.71	12.75	3.88	1.52	-0.41
EV/EBIT	46.70	13.66	-1.68	3.04	0.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com