

“变革”引擎全开，业绩释放进行时

——中南建设（000961）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ **房地产业务：积极变革，成绩再上新台阶。**公司凭借建筑施工起家，后借助房地产业务实现发展提速。2015 年受行业影响，增速出现下滑。近几年，公司积极求“变”，在行业下行阶段实现逆势高速增长。我们认为主要受益于三大变革：**(1) 淡化家族式企业属性，引进职业经理人，并实施市场化的股权激励，增加核心团队凝聚力；(2) 淡化大盘开发，新增单项目规模小型化，从土储端为实现高周转做准备。“跟投机制+短平快组织架构”提升项目执行效率，助力销售规模再提升；(3) 区域深耕，巩固都市圈布局，加强核心城市周边强三线渗透率。**公司避开热点城市的竞争，提前布局具备升值潜力的都市圈及核心城市周边卫星城，借助良好的市场基础，实现项目的快速去化。

❖ **建筑施工：业务转型已现成效。**经过 31 年的发展，公司在建筑施工业务领域积累了丰富的经验。在资质水平、业务范围、专利技术等方面具备充足的竞争优势。2017 年荣获中国建筑企业 500 强第 8 名，ERN2018 年全球最大 250 家工程承包商第 38 名。2015 年业务受挫后，公司积极进行业务转型。2018 年，建筑施工业务实现营业收入 152.4 亿元，同比增长 30.1%，同期建筑新增合同额 367 亿元，同比增加 24%。随着业务构成的持续优化，预计建筑施工板块毛利率将逐步企稳。

❖ **负债结构与成本持续优化，杠杆水平下行。**为配合业务发展，近几年公司的负债规模有所增加。但值得注意的是，2016 年之前，公司有息负债规模的提升带来了净负债率的攀升，2017 年净负债率达 233.3%。但自 2018 年至今，随着有息负债规模的增加，净负债率出现持续改善的迹象。截至 2019Q3，公司净负债率降至 175.7%。究其原因，我们认为主要来源于公司对现金流的管控能力不断增强及净资产规模有所提升。货币资金对短期债务覆盖倍数由 2014 年的 0.43 倍增加至 2019Q3 的 1.59 倍，偿债能力明显增强。预计公司未来负债结构将得到进一步优化。

❖ 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.09、1.86、2.37 元/股，相对当前股价 PE 为 8.2、4.8、3.8 倍。首次覆盖予以“增持”评级。

❖ **风险提示：**销量不达预期，资金端超预期收紧，杠杆水平提升等。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	40110	54389	83977	114881
+/-%	31%	36%	54%	37%
净利润(百万)	2193	4053	6914	8780
+/-%	219%	85%	71%	27%
EPS(元)	0.59	1.09	1.86	2.37
PE	15.2	8.2	4.8	3.8

资料来源：公司 2019 年三季度报告，盈利预测时间 2019 年 12 月 12 日，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	房地产
报告时间	2019/12/13
前收盘价	8.97 元
公司评级	增持评级

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

联系人

王洪岩

证书编号：S1100119110001
021-68416608
wanghongyan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、中南建设：建家·筑城·启未来.....	5
1. 发展历程.....	5
2. 业务格局.....	5
3. 股权结构.....	7
二、房地产业务：积极变革，实现弯道超车.....	8
1. 求贤若渴铸人才优势，同舟共济强激励机制.....	8
2. “高周转”促进销量大幅提升.....	10
3. 区域深耕，巩固长三角，辐射强三线.....	17
三、建筑施工：新签订单提升，盈利水平有望改善.....	22
四、净负债率改善，盈利水平向好.....	25
1. 净负债率如期回落，短偿能力明显增强.....	25
2. 融资结构持续优化，综合成本实现下行.....	27
3. 预收账款增强锁定性，盈利水平持续修复.....	29
五、估值与盈利预测.....	32
5.1 相对估值.....	32
5.2 盈利预测.....	32
风险提示.....	33
盈利预测.....	34

图表目录

图 1:	公司发展历程大事件梳理.....	5
图 2:	中南集团业务版图.....	6
图 3:	公司营业收入构成.....	7
图 4:	房地产毛利贡献占比提升.....	7
图 5:	公司股权结构.....	7
图 6:	公司销售金额及其同比.....	10
图 7:	公司销售面积及其同比.....	10
图 8:	主流房企 2015-2018 年销售面积复合增速.....	10
图 9:	主流房企 2015-2018 年销售金额复合增速.....	11
图 10:	公司排名持续提升 (按销售金额).....	11
图 11:	2014-2019Q3 累计销售均价 (元/平).....	12
图 12:	近六个月累计、单月销售均价 (元/平).....	12
图 13:	新增单项目规模逐步小型化 (万方).....	13
图 14:	“三三制”经营模式.....	13
图 15:	总部-战区-项目的三级组织架构 (以江苏区域为例).....	15
图 16:	主流房企拿地到预售时长.....	15
图 17:	2018 年销售面积构成 (按城市能级).....	16
图 18:	2018 年销售金额构成 (按城市能级).....	16
图 19:	2018 年销售面积构成 (按省份).....	16
图 20:	2018 年销售金额构成 (按省份).....	16
图 21:	未结货值构成 (按城市能级).....	17
图 22:	未结货值构成 (按区域).....	17
图 23:	未结建面占比前五的城市 (万方).....	18
图 24:	新增土储建筑面积及其同比.....	18
图 25:	新增土储建面/同期销售面积.....	18
图 26:	2016-2019Q3 公司新进城市多为核心一二线及周边卫星城.....	19
图 27:	历年新增土储建面构成.....	20
图 28:	不同城市能级楼面价 (2019.1-11).....	20
图 29:	2019.1-11 新增土储构成 (按建面).....	20
图 30:	2019.1-11 新增土储构成 (按金额).....	20
图 31:	2018 年新增土储明细.....	21
图 32:	新增土储构成 (按都市圈分布).....	22
图 33:	新增土储中江苏省内、省外占比.....	22
图 34:	建筑施工业务营收及其增速.....	24
图 35:	建筑施工业务毛利率水平.....	24
图 36:	新增合同金额及其同比.....	25
图 37:	2018 年末未完工构成 (按金额).....	25
图 38:	东阿县环城水系生态治理 PPP 项目.....	25
图 39:	宁波大学科学技术学院迁建工程.....	25
图 40:	资产负债率.....	26
图 41:	净负债率.....	26

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42:	有息负债规模	26
图 43:	货币资金规模	26
图 44:	长短期债务占比	27
图 45:	现金对短期债务覆盖倍数	27
图 46:	截至 2019H1 公司债务构成	28
图 47:	各融资方式的成本区间	28
图 48:	融资成本持续改善	28
图 49:	公司营业收入及其同比	30
图 50:	归母净利润及其同比	30
图 51:	毛利率水平（分业务）	30
图 52:	预收账款及其同比	31
图 53:	预收账款对营收覆盖倍数	31
图 54:	可比公司预收账款对近一年营收覆盖倍数（2019Q3）	31
图 55:	可比公司估值表	32

表格 1.	两大主营业务负责人简介	8
表格 2.	两次员工持股计划梳理	9
表格 3.	2018、2019 股权激励内容梳理	9
表格 4.	跟投项目内容梳理（2018.12）	13
表格 5.	2018 年公司销售金额最高的 5 个员工跟投项目情况	14
表格 6.	公司近两年新进部分城市竞争情况	21
表格 7.	公司斩获的荣誉及行业排名	22
表格 8.	公司业务结构的历年规划	23
表格 9.	近期公司新增 PPP 及政府、社会资本合作项目明细	24
表格 10.	2015 至今公司发债明细	28

一、中南建设：建家·筑城·启未来

1. 发展历程

江苏中南建设集团股份有限公司（简称“中南建设”）成立于1988年，隶属于中南集团。公司依托集团十大产业链优势资源，以城市更新、投资建造业务为发展方向，致力于构建一个面向城市全面发展的多领域、多业态的综合运营平台。2009年6月，通过借壳大连金牛成功登陆资本市场，股票代码000961.SZ。目前，公司业务以房地产开发及建筑施工为主。截至2018年末，公司已布局101个城市，开发项目集中于长三角、珠三角、京津冀等主要都市圈以及西安、武汉、成都、重庆等核心城市。2018年公司实现合同销售金额1466亿元，合同销售面积1144万方，同比分别增长52%、32%，位列当年克而瑞销售排行榜第18位，2019Q3进一步提升至第16位。2015-2018年销量复合增速达68.4%，居行业前列。

图 1：公司发展历程大事件梳理



资料来源：公司官网，川财证券研究所

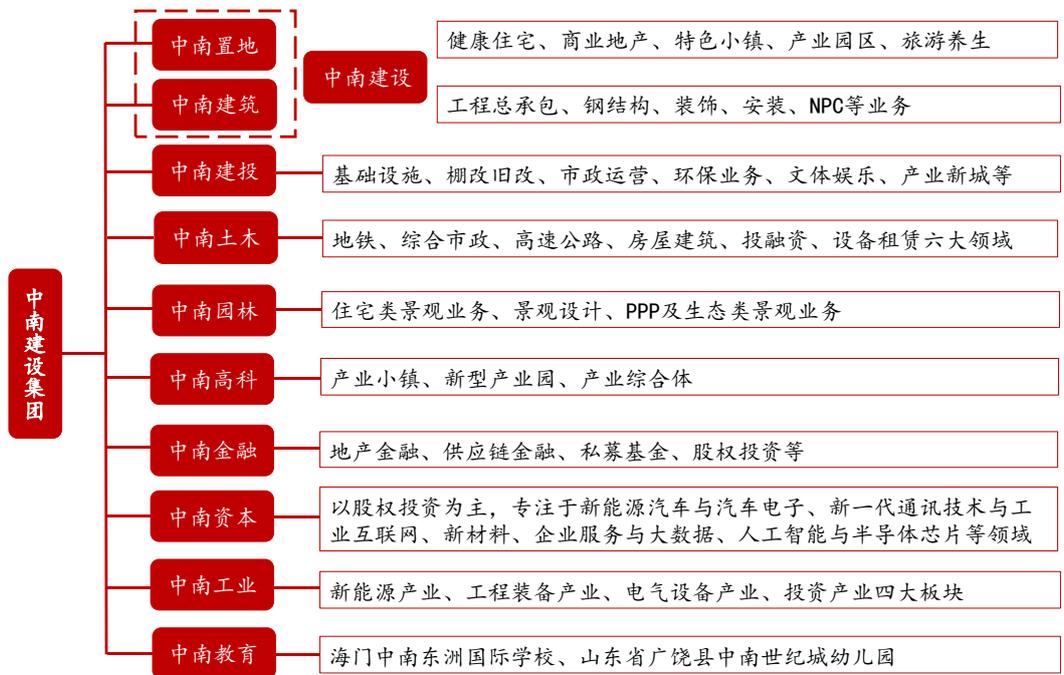
2. 业务格局

中南建设以建筑施工起家，凭借对时代发展脉搏的准确把握，将主营业务由单一的建工板块扩展为“**房地产开发+建筑施工**”双主业。公司凭借在住宅开发，商业、酒店管理，工程总承包，建筑安装等领域的丰富经验，和集团其他业务板块构建了完整产业格局，实现良性互动，在项目获取上较其他单一类型企业拥有突出的优势。截至 2018 年，集团业务布局全国 26 个省、160 多个城市

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

及澳大利亚、阿尔及利亚等海外市场。

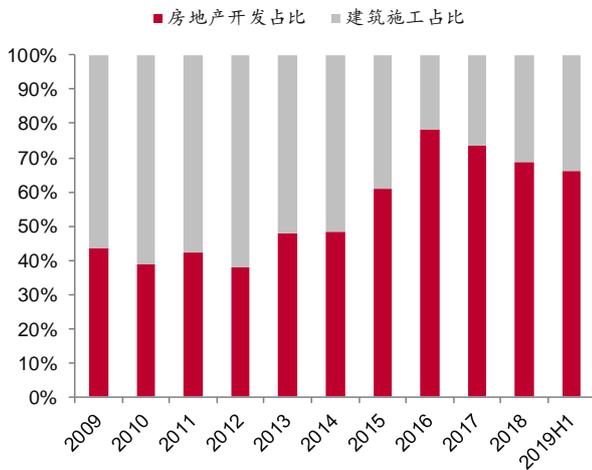
图 2: 中南集团业务版图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

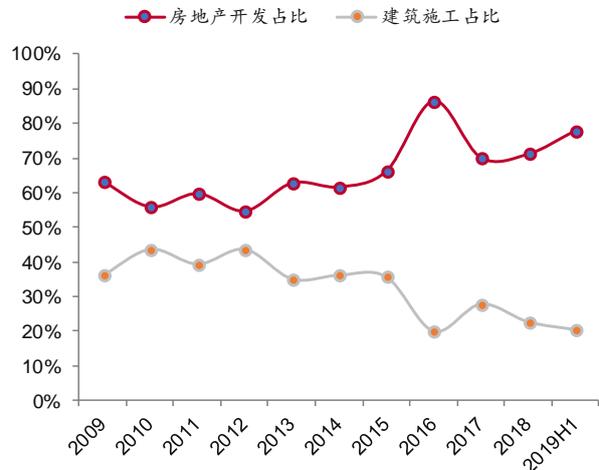
中南建设主要涵盖中南置地和中南建筑的业务内容，以房地产开发及建筑施工为主，以物业管理为辅。从营业收入构成来看：2012、2015年可以作为公司两大主营业务贡献占比变更的重要时间节点：（1）2012年之前，建筑施工业务营收贡献比大致维持在六成左右，地产业务仅四成，且2012年地产贡献比降至38.1%；（2）2012年之后，公司地产业务开始发力，2015年地产业务营收贡献占比首次超五成，达60.7%，近几年稳定在70%左右。从毛利贡献来看：房地产开发占比自2012年开始逐步上行，2016年达到峰值86.4%，后虽有所回落，但基本维持在70%以上，2019H1回升至78%。可以看出公司在双主营业务下，地产板块表现强劲，后续有望获得公司资源倾斜，业务规模进一步提升可期。

图 3: 公司营业收入构成



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 4: 房地产毛利贡献占比提升

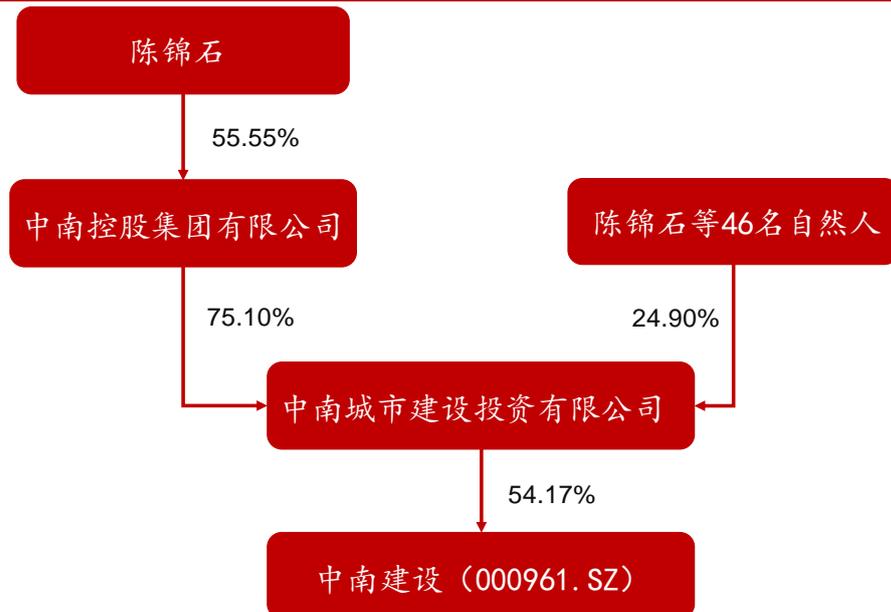


资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

3. 股权结构

截至 2019 年三季度末, 公司实际控制人为陈锦石先生, 控股股东为中南城市建设投资有限公司, 控股股东持股比例为 54.17%。较为集中的股权结构有助于提升公司决策的高效性及发展的稳定性。

图 5: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

二、房地产业务：积极变革，实现弯道超车

1. 求贤若渴铸人才优势，同舟共济强激励机制

1988年，陈锦石先生带着28个人组成的队伍创立了最初的中南。在地产开启快速发展之际，公司准确把握时代发展脉搏，积极布局房地产业务。但在最开始的成长过程中，伴随着行业蓬勃发展，公司愈发显示出家族式企业管理属性。“囤地盈利”的模式渐行渐远后，公司应如何保持核心竞争力成为亟待解决的问题。近几年，公司大力度实行人才引进策略，吸引了一大批行业知名职业经理人的加入，包括陈凯先生、刘畋先生等。

表格 1. 两大主营业务负责人简介

姓名	职位	简介
陈凯	中南控股集团董事局副主席兼中南置地董事长	曾先后任职华润置地有限公司执行董事，华润置地有限公司上海公司总经理、龙湖地产有限公司执行董事、运营总经理、复星地产控股有限公司总裁、阳光城总裁。
刘畋	中南建筑董事长	高级工程师。现任江苏中南建设集团股份有限公司下属中南建筑董事长，曾任中建五局局长助理，中建五局一公司董事长，总经理，中建五局直属公司，东北公司总经理，中建五局北京公司党委书记，总经理。曾获黑龙江五一劳动模范称号。

资料来源：公司官网，wind，川财证券研究所

公司在外积极招贤纳士，在内逐步完善培养体系，实现真正意义上的“内外兼修”。同时，公司于2015、2017年先后通过两次员工持股计划。从覆盖人员来看，第一次包括股份公司部门负责人、股份公司下属房地产子公司经理层、建筑产业经理层及其他员工，意向参与人数138人，设立时资金总额上限为25000万元。2017年第二次员工持股计划将持有人范围扩至公司及下属子公司的在职员工，合计不超过450人，资金上限提升至30000万元。较为市场化的员工持股计划，成为职工与公司所有者实现利益共享的纽带，有效提升公司的凝聚力和稳定性。

表格 2. 两次员工持股计划梳理

	2015	2017
实施方式	方略德合代表中南方略 1 号基金与国信证券签订股票收益权互换协议	委托中海信托管理，并将全额认购由中海信托设立的“中海信托-中南建设员工持股计划集合资金信托计划”
存续期	不超过 18 个月	不超过 24 个月
锁定期	12 个月	12 个月
持有人范围	股份公司部门负责人、股份公司下属房地产子公司经理层、建筑产业经理层及其他员工	公司及下属子公司的在职员工
参与人数	138 人	不超过 450 人
设立时资金总额上限	25000 万元	30000 万元
托底保证	保证员工自有资金收益率不低于 10%/年	保证员工自有资金收益率不低于 8%/年

资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

继两次员工持股计划后，公司于 2018 年 8 月和 2019 年 7 月发布股票期权激励计划。其中，2018 年共授予 23260 万股，占当时总股本的 6.26%，期权初始行权价格为 6.33 元。2019 年，激励总数为 13837 万股，占当时总股本的 3.73%，行权价格为 8.37 元。两次股票激励均设立行权特别条件，包括以 2017 年归母净利润为基数，2019-2020 年，增速不低于 560%、1060%，2019 年的股票期权进一步设定第三个行权期净利润增速相对 2017 年不低于 1408%。对应 2019-2021 年的归母净利润不低于 39.6 亿元、69.6 亿元和 90.48 亿元。较高的行权条件，充分彰显了管理层及员工对公司未来发展的信心。

表格 3. 2018、2019 股权激励内容梳理

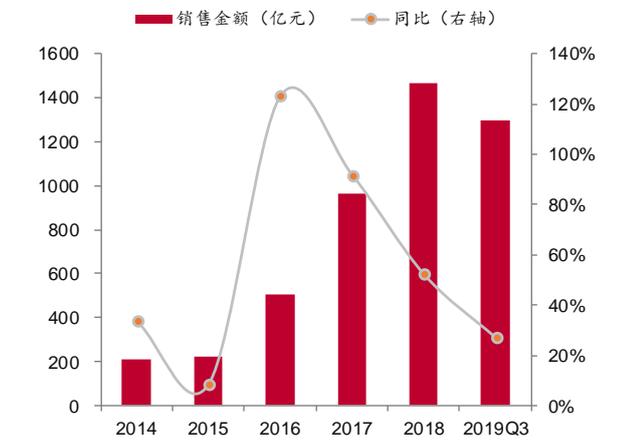
	2018	2019
激励总数（万股/万份）	23260	13837
激励总数占当时总股本比例（%）	6.2699	3.7299
期权初始行权价格（元）	6.33	8.37
有效期（年）	4	5
行权特别条件	对应业绩考核目标分别为考核年度公司归属上市公司股东净利润相对 2017 年的增长幅度分别不低于 240%、560%和 1060%	三个行权期的归属上市公司股东净利润相对 2017 年的增长幅度分别不低于 560%、1060%和 1408%

资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

2. “高周转”促进销量大幅提升

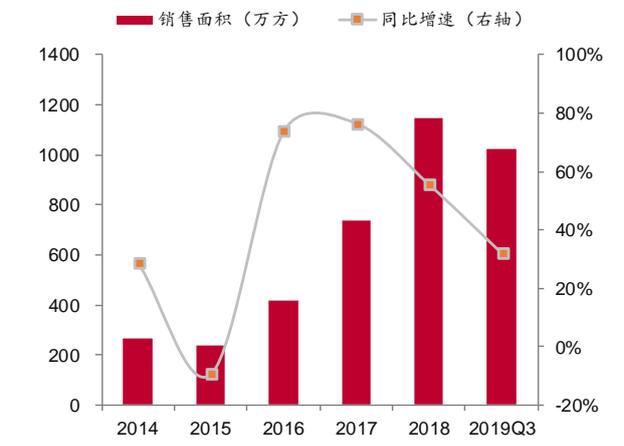
2005年2月，公司获得南通新城核心区整体打包项目，总建筑面积约250万方（包括中央商务区、体育会展中心、花城），标志着中南房地产业务进入大盘时代。随着行业盈利模式的转变，企业对现金流的管控能力、项目周转速度逐渐成为新生竞争力。为应对市场变化，公司积极调整经营策略，坚持小地块开发，快速回款。通过“高周转”实现销售规模的迅速提升。2018年以1466亿元的销售金额迈入千亿房企行列。2015-2018年销量复合增速达68.4%，处于行业前列。

图 6： 公司销售金额及其同比



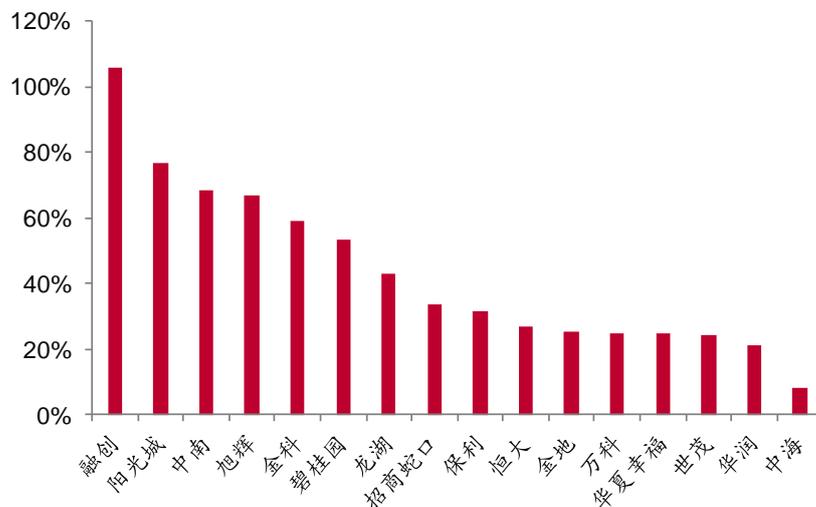
资料来源：公司公告，克而瑞，川财证券研究所

图 7： 公司销售面积及其同比



资料来源：公司公告，克而瑞，川财证券研究所

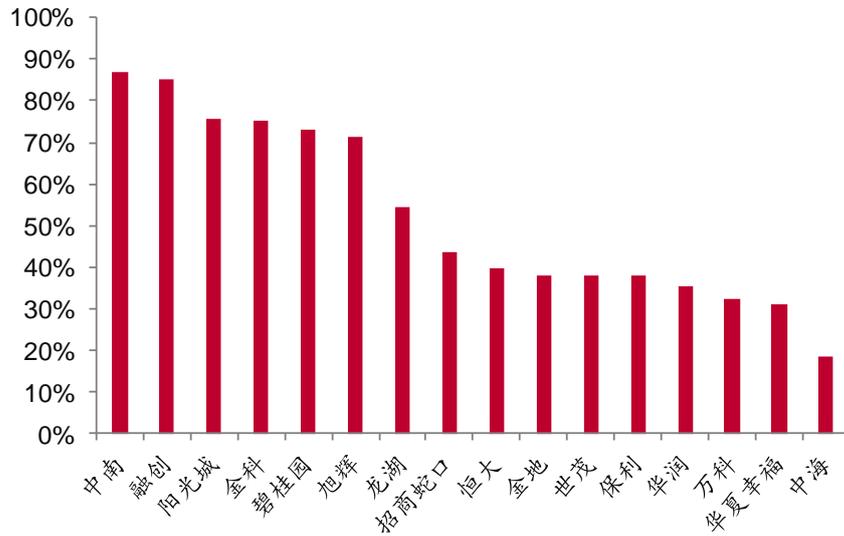
图 8： 主流房企 2015-2018 年销售面积复合增速



资料来源：公司公告，克而瑞，川财证券研究所

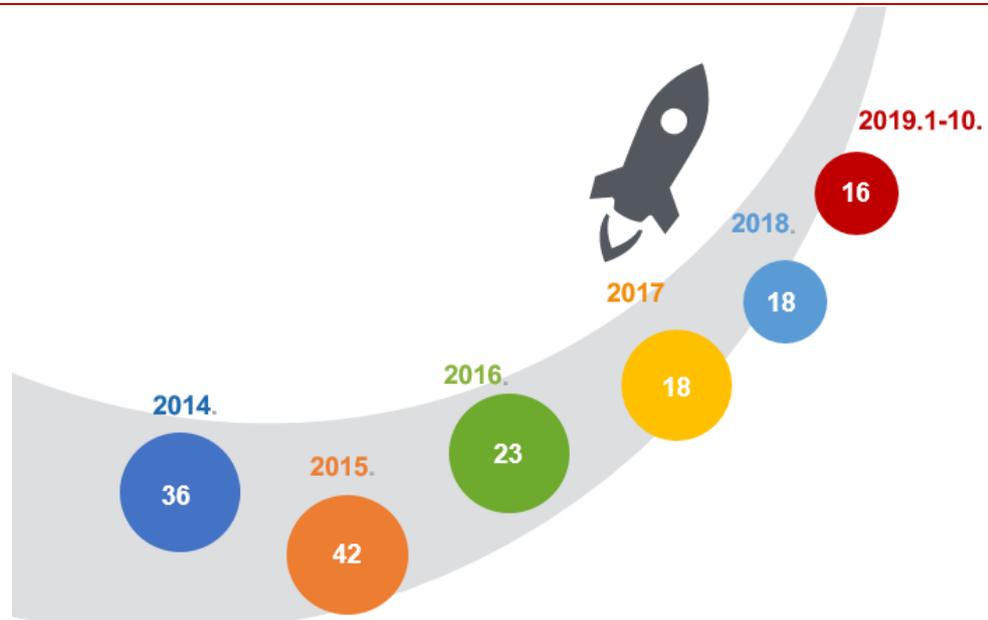
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 9: 主流房企 2015-2018 年销售金额复合增速



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

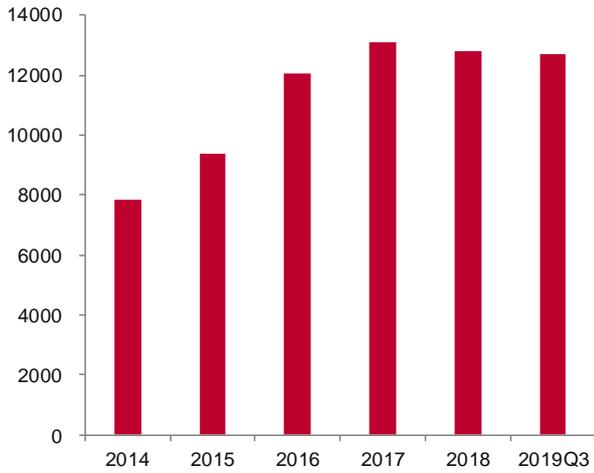
图 10: 公司排名持续提升 (按销售金额)



资料来源: 克而瑞, 川财证券研究所

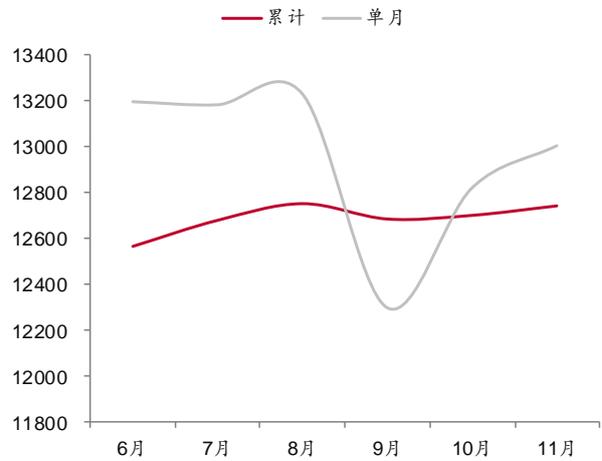
公司销售均价自 2014 年的 7847 元/平提升至 2018 年的 12815 元/平。2019 年 1-11 月累计销售均价为 12744 元/平, 11 月单月销售均价为 13006 元/平。

图 11: 2014-2019Q3 累计销售均价 (元/平)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 12: 近六个月累计、单月销售均价 (元/平)



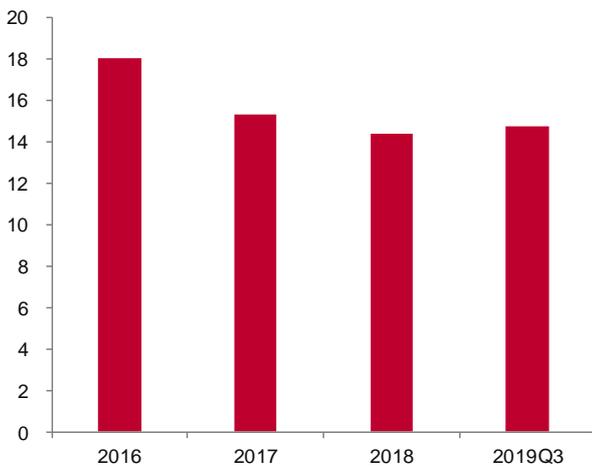
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

我们认为公司主要借助以下变革实现高周转:

(一) 项目规模小型化, 去化提速。公司 2014 年以前, 重视大盘开发能力的提升。从 2005 年开始建设南通中央商务区 250 万方的城市综合体以来, 同时开发百万平方米以上的大盘 10 余个, 通过积累大盘开发的经验, 公司形成了“三先六快”、“三三制”、“七个结合”等一系列经营理念。2014 年后, 公司注意到市场的变化并及时对开发模式进行调整, 由“大盘开发”逐步向“快周转”过渡, 并对先前的经营理念进行优化。

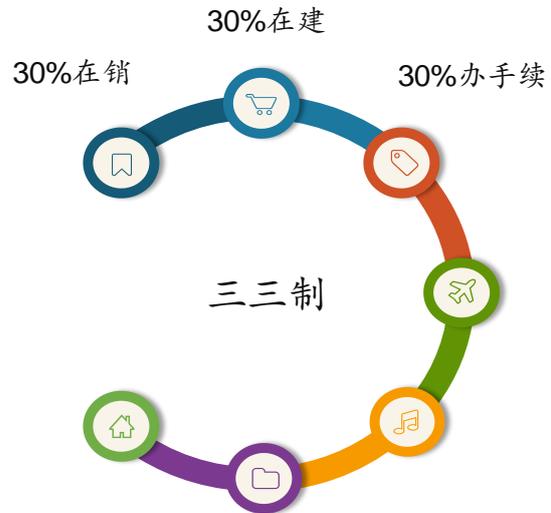
我们认为公司在发展的初期, 选择大盘模式主要考虑到: (1) 行业处于快速发展期, 大盘项目可以保障开发的连续性, 降低多项目带来的开发不确定风险; (2) 大盘开发减少资源分散, 有利于管控水平的提升; (3) 大规模的土地项目往往拿地价格具备一定的优势。但随着行业的逐步发展, 大盘开发模式的弊端逐渐显现: (1) 人口的快速流动, 对于单个城市内的需求波动性带来了一定的影响。大盘开发周期过长, 不易于把握单个城市的市场节奏; (2) 行业融资端的收紧, 增加了大盘项目前期开发投资带来的现金流压力, 不适合当下房企对于现金流管控能力的提升。因此, 公司在 2014 年后经营模式开始向小盘转变。在 2017 年引入职业经理人后, 经营转型提速。从新增项目规模来看: 2016 年, 公司新增 27 个项目, 规划建面合计 488 万方, 单个项目规模约 18.2 万方, 2019Q3 新增项目的单个项目规模进一步降至 14.7 万方。

图 13: 新增单项目规模逐步小型化 (万方)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 14: “三三制”经营模式



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

(二) 项目跟投助力执行效率提升, 周转提速。公司于 2016 年试点跟投, 实现风险共担、收益共赢。2018 年公司新增 81 个项目引入跟投机制, 员工跟投本金总额 2.36 亿元, 占跟投资项目资金峰值的 2.59%。2018 年 12 月发布房地产业务跟投管理制度, 明确跟投人员分为必须跟投和自愿跟投两种。跟投资项目为 2017 年 1 月 1 日以后获得的独立开发销售类项目和负责操盘的合作项目, 各房地产业务区域成立有限合伙企业方式作为员工跟投平台, 较为市场化的跟投机制有望进一步提升公司项目执行效率及保证新增项目的质量水平。

表格 4. 跟投资项目内容梳理 (2018.12)

项目	内容
跟投人员	必需跟投人员包括房地产业务总部、区域公司和项目核心管理人员, 入职满 3 个月的房地产业务其他人员为自愿跟投人员。
跟投范围	(1) 跟投人员可以投资公司 2017 年 1 月 1 日以后获取的独资开发销售类项目和负责操盘的合作项目, 含可售商业和办公楼项目。特色小镇、城市更新项目及自持类项目, 可单独讨论决定是否跟投。 (2) 区域人员只能在所在区域范围内进行跟投, 项目人员可在项目所在整个区域范围内进行跟投, 不可跨区域跟投。
跟投金额上下限 (万元/人)	1、必需跟投: (1) 总部: 董事长、总裁、副总裁 (2.4-6); 中心负责人 (0.8-4); 投资相关负责人 (1.6-4); (2) 区域公司: 区域负责人 (8-30); 区域部门负责人 (1.6-4); 项目负责人 (16-40); 项目专业负责人 (3.2-8)。2、自愿跟投 (0.33-6.67)
跟投方式	各房地产业务区域成立有限合伙企业方式作为员工跟投平台, 跟投人员可以采取不违反法律法规要求的方式通过跟投平台参与跟投。跟投具体事宜由有限合伙企业自行确定。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

跟投收益分配	每个项目在分配收益时，跟投人员根据实际投资金额按照一定的合伙人乘数，计算权益比例，分享项目收益或分担项目风险。其中必需跟投人员合伙人乘数为 5，自愿跟投人员合伙人乘数为 3。
跟投总额上限	每个项目包含合伙人乘数之后的跟投总额须同时符合以下两个条件： 1) 跟投总额≤10% 全项目资金峰值 2) 跟投总额≤20% 跟投前公司权益比例 全项目资金峰值

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 5. 2018 年公司销售金额最高的 5 个员工跟投项目情况

项目名称	投资方	实际投资金额 (万元)	权益占比	累计销售金额 (亿元)	累计成本 (亿元)	退出情况
临沂樾府项目	公司	41843.3	54.18%	32.33	21.44	
	跟投主体	633.2	0.82%			
	合作方	34,753.50	45.00%			
	合计	77,230.00	100%			
西安春溪集项目	公司	38,666.58	83.85%	26.4	7.24	
	跟投主体	617.20	1.34%			
	合作方	6,831.24	14.81%			
	合计	46,115.02	100%			
西安紫云集项目	公司	68,451.80	85.10%	25.72	8.66	无
	跟投主体	561.55	0.70%			
	合作方	11,420.19	14.20%			
	合计	80,433.54	100%			
西安樾府项目	公司	10,620.03	95%	23.47	5.49	
	跟投主体	558.97	5%			
	合计	11,179.00	100%			
海门上悦城项目	公司	25,338.04	47.53%	23.43	5.84	
	跟投主体	1,847.00	3.47%			
	合作方	26,118.96	49.00%			
	合计	53,304.00	100%			

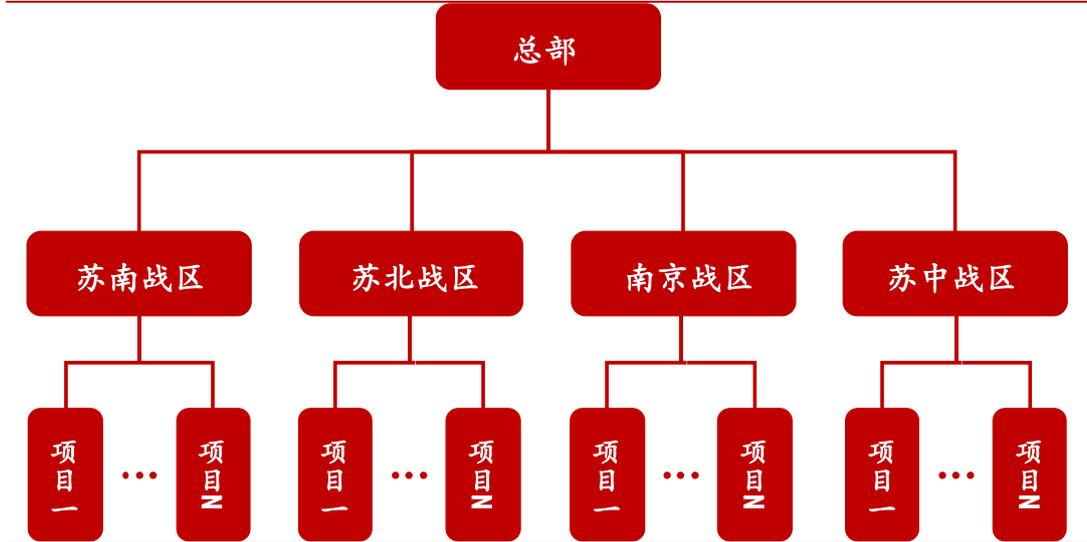
资料来源：公司公告，川财证券研究所

(三) 短平快的组织架构，更适合公司自身发展需求。不同于其他规模房企通过设立“总部-区域-城市-项目”四级及以上的管理模式实现广撒网、多落子的布局策略。中南根据自身发展需求，以实现深度布局三大都市圈，同时深耕成都、西安、郑州、长沙等具备发展前景的区域中心城市及开拓周边 1-3 个资源丰富的“粮仓”为布局目标，坚持“总部-战区-项目”的短平快管控体系。尽可能缩短上下级间隔，达到高效传递的效果。公司的战区与战区之间在地缘性划分的项目上存在独立运营的关系，在特定项目上又存在竞争的可能性。我们认为战区内部竞争可以为公司自发性的增速提效注入活力，战区裂变则利于公司对

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

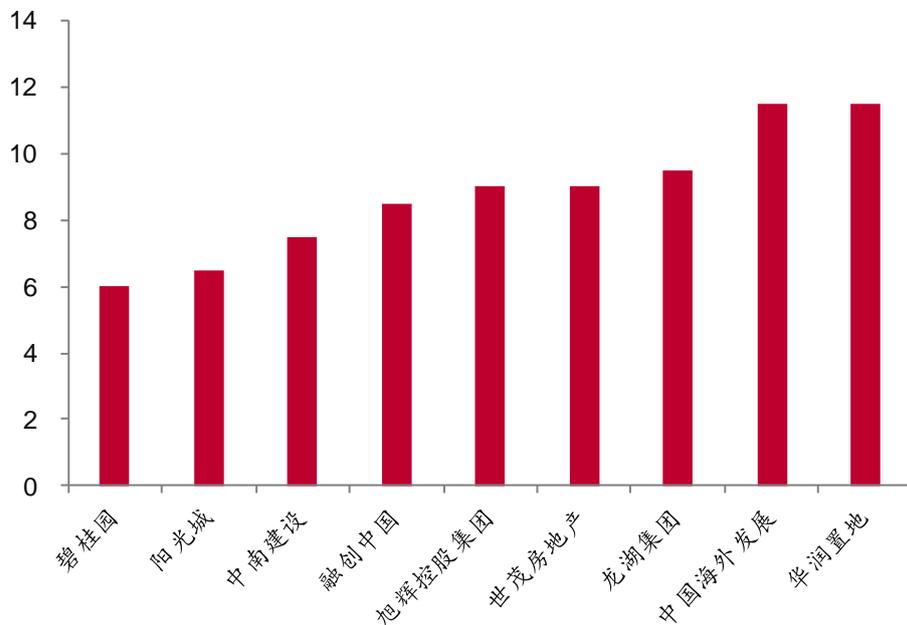
区域内核心城市及其卫星城的渗透。与规模化的组织架构相比，短平化的组织模式更适合“项目高周转”的中南。

图 15: 总部-战区-项目的三级组织架构 (以江苏区域为例)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 川财证券研究所

图 16: 主流房企拿地到预售时长

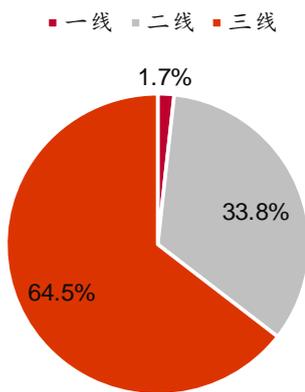


资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

巩固大本营的同时，销售更趋均衡。公司通过在强三线深耕细作，积累了丰富

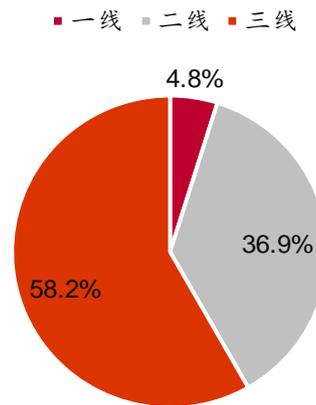
的市场经验、树立了良好的品牌口碑。2018年销售面积中一二线合计占比35.5%，三线占比64.5%；销售金额方面，一二线占比41.8%，三线占比58.2%。强三线依然是公司销售贡献的主要力量，随着土储布局持续优化，未来销售布局有望更趋均衡。

图 17: 2018 年销售面积构成 (按城市能级)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

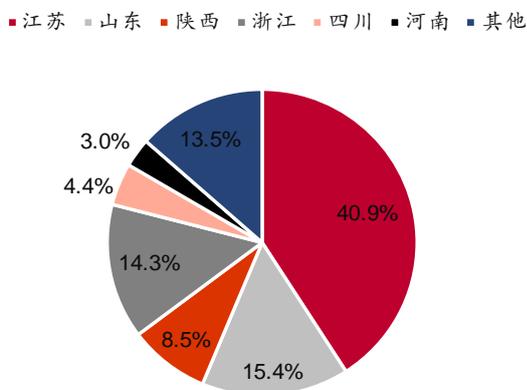
图 18: 2018 年销售金额构成 (按城市能级)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

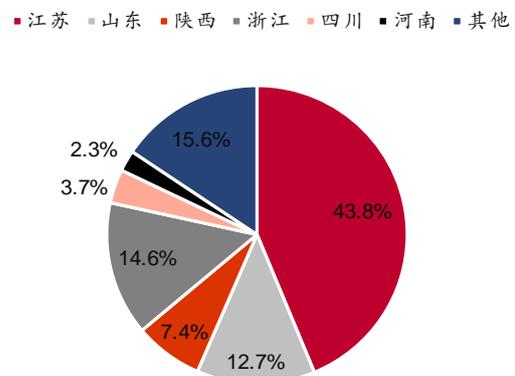
从销售区域来看, 占比在 5% 以上的省份有江苏 40.9%、山东 15.4%、浙江 14.3%、陕西 8.5%, 其中长三角区域 (江浙沪) 销售面积合计占比 56.9%、销售金额合计占比 63.2%。公司在巩固江苏大本营的同时, 深耕核心都市圈, 省外拓展稳步推进。

图 19: 2018 年销售面积构成 (按省份)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 20: 2018 年销售金额构成 (按省份)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

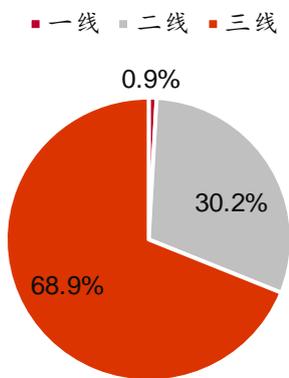
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3. 区域深耕，巩固长三角，辐射强三线

土储货值充裕，销量规模提升可期。截至 2019Q3，公司共有 349 个项目，在建待建面积合计约 4755 万方。考虑到公司合并报表范围内已售未结算资源金额 1278.8 亿元，保守估计公司可售土储建面超 3000 万方，充裕货值可以满足公司未来 2-3 年的发展。虽然公司土地储备中有大量的资源来自于三线城市，但考虑到区域性及城市独立周期的发展进程，结合公司布局的三线城市多处于三大都市圈内且普遍为核心一二线城市的卫星城，因此具备良好的市场基础，去化水平存在韧性。

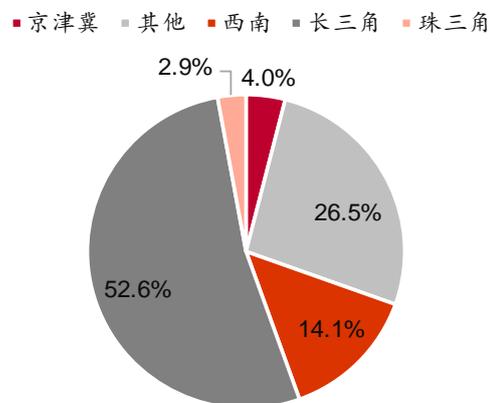
截至 2019H1，公司未结算货值中：（1）按城市能级分布：一线、二线、三线占比分别为 0.9%、30.2%、68.9%；（2）按经济区域分布：作为公司大本营的长三角区域占比超五成，达 52.6%。西南区域占比 14.1%，京津冀占比 4%，珠三角占比 2.9%。其他区域中，山东省占比达 14.0%。

图 21：未结货值构成（按城市能级）



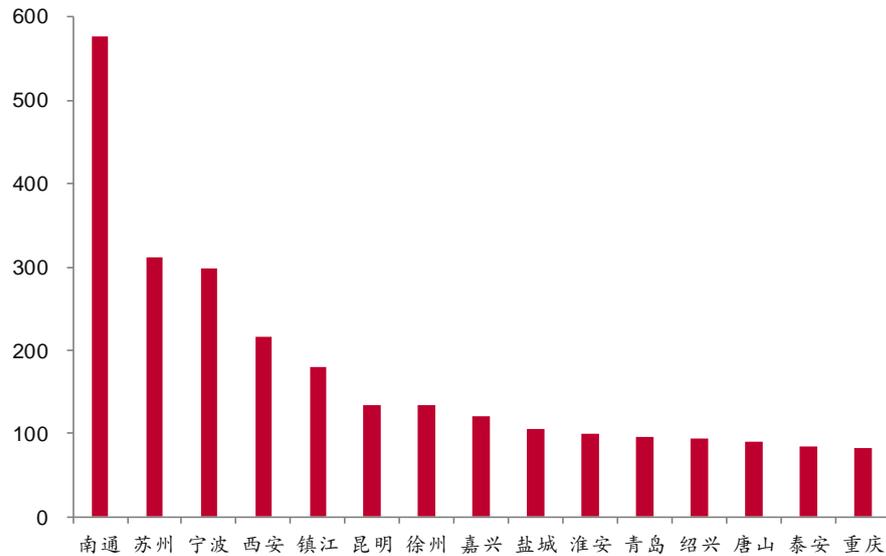
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：未结货值构成（按区域）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23: 未结建面占比前五的城市 (万方)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

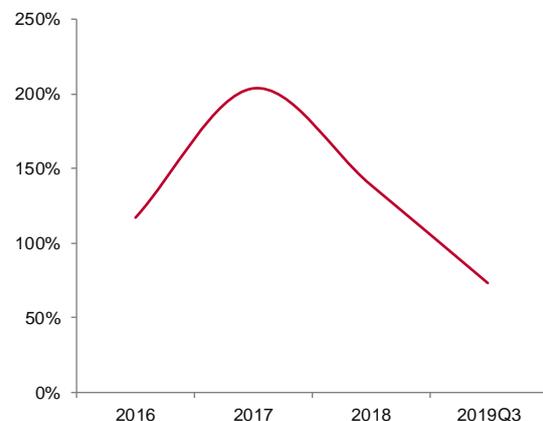
自主掌握拿地节奏, 土储布局持续优化。经过 2014-2016 年行业销售带动土地市场持续升温后, 2017 年土地溢价率开始回落。公司抓住市场冷静期, 持续加码土地投资。2017 年新增土储项目共计 98 个, 合计新增计容面积 1499 万方, 同比大幅提升 207.2%; 对应总地价款 627 亿元, 占当年销售金额的 65%。2018 年收获 111 个土地项目, 合计新增土储建面 1595 万方, 是同期销售面积的 1.4 倍。2019Q3, 公司投资力度不减, 拿地投资合计 415.9 亿元, 新增建面占同期销售面积的 73%。公司在新增土储获取上除了考虑行业因素外, 更注重结合自身发展, 掌握土地投资节奏。

图 24: 新增土储建筑面积及其同比



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 25: 新增土储建面/同期销售面积



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

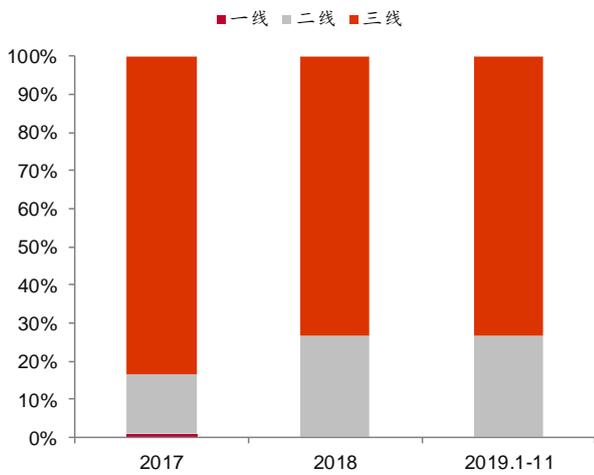
图 26: 2016-2019Q3 公司新进城市多为核心一二线及周边卫星城



资料来源：公司公告，川财证券研究所

增量土储一二线占比有所提升，加强都市圈渗透力。我们根据公司的月度拿地公告进行统计，截至 2019 年 11 月，公司新增 68 个土地项目，合计新增土储建面 893 万方，对应拿地总价 482 亿元。我们从两个方面对新增土储进行分析以便更清晰地看到公司布局的变化：(1) 从城市能级来看，我们以 100 大中城市的分类标准对新增土储城市能级进行统计：2019 年 1-11 月，累计新增土储建面中一二线合计占比 26.6%，较 2018 年持平，较 2017 年提升 10.1 个百分点，新增土储拿地金额中一二线占比达 41.3%，印证了公司以强三线为主、加大一二线布局力度的拿地趋势。但是，考虑到近两年公司布局的持续优化，新增土储楼面价有所提升，2019Q3 拿地楼面价/销售均价为 44%。

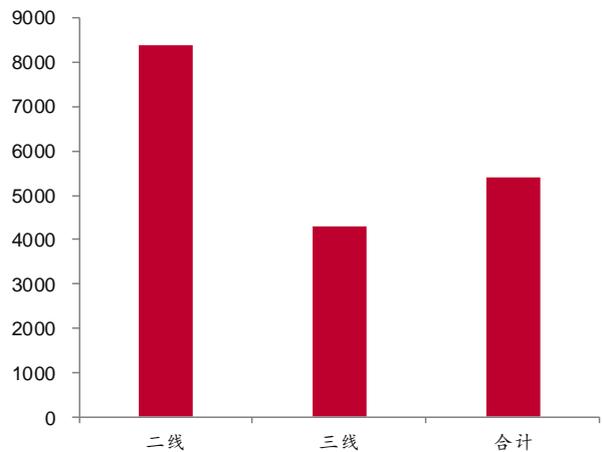
图 27: 历年新增土储建面构成



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

注: 一线城市: 北京、上海、广州、深圳; 二线城市: 天津、重庆、杭州、南京、武汉、长沙、济南、青岛、宁波、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、合肥、沈阳、大连、长春、哈尔滨、成都、西安、太原、石家庄、珠海、兰州、呼和浩特; 其余为三线

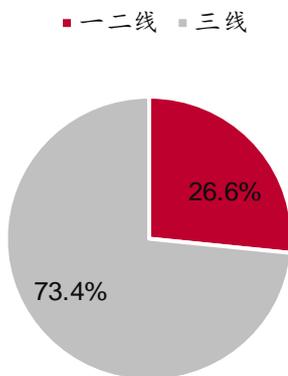
图 28: 不同城市能级楼面价 (2019.1-11)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

注: 一线城市: 北京、上海、广州、深圳; 二线城市: 天津、重庆、杭州、南京、武汉、长沙、济南、青岛、宁波、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、合肥、沈阳、大连、长春、哈尔滨、成都、西安、太原、石家庄、珠海、兰州、呼和浩特; 其余为三线

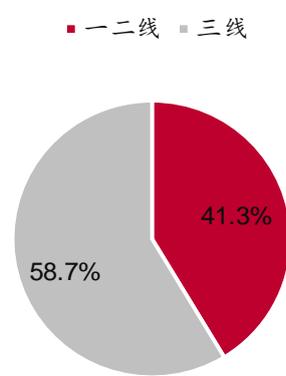
图 29: 2019.1-11 新增土储构成 (按建面)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

注: 一线城市: 北京、上海、广州、深圳; 二线城市: 天津、重庆、杭州、南京、武汉、长沙、济南、青岛、宁波、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、合肥、沈阳、大连、长春、哈尔滨、成都、西安、太原、石家庄、珠海、兰州、呼和浩特; 其余为三线

图 30: 2019.1-11 新增土储构成 (按金额)

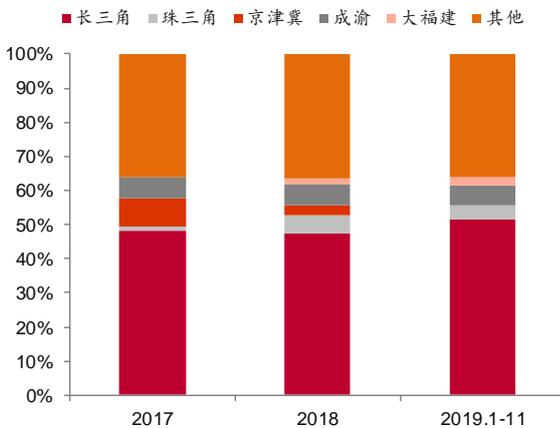


资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

注: 一线城市: 北京、上海、广州、深圳; 二线城市: 天津、重庆、杭州、南京、武汉、长沙、济南、青岛、宁波、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、合肥、沈阳、大连、长春、哈尔滨、成都、西安、太原、石家庄、珠海、兰州、呼和浩特; 其余为三线

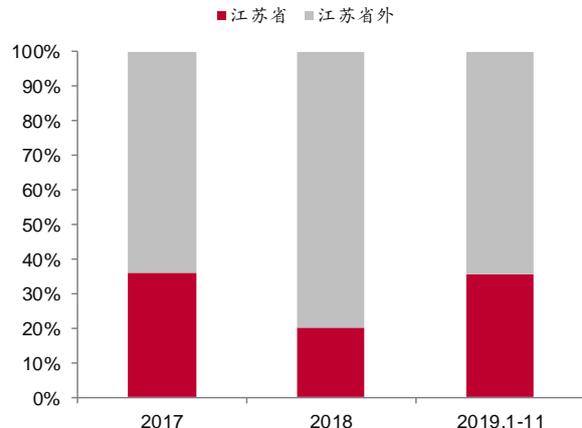
我们认为公司选择温和落子核心城市, 并未直接大幅加码的原因在于: 本轮周期, 核心城市的调控较三线更为严格, 市场竞争更为激烈。在政策调整下, 一

图 32: 新增土储构成 (按都市圈分布)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 33: 新增土储中江苏省内、省外占比



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

三、建筑施工: 新签订单提升, 盈利水平有望改善

中南建筑屡获殊荣, 业务布局广、资质水平高。中南建设是以建筑施工业务起家, 2012 年 3 月获得建筑部颁发的特一级资质。截至目前, 拥有 135 项国家授权专利, ENR2018 年全球工程承包商第 38 名。业务内容主要涉及: 高精尖业务、工程总承包业务、钢结构业务、装饰业务、安装业务、NPC 业务、设计业务、海外项目业务和 PPP 业务。

表格 7. 公司斩获的荣誉及行业排名

斩获荣誉	
全国优秀施工企业	
中国建筑业竞争力百强单位	
江苏省建筑业百强企业 (综合实力类)	
江苏省建筑业竞争力百强单位	
江苏省建筑产业现代化年度突出贡献单位	
科技先进和科技创新企业	
重合同、守信用企业	
全国建筑业 AAA 级信用企业	
企业信用评价 AAA 级信用企业	
行业排名	
2017 年荣获中国建筑企业 500 强第 8 名	
中国 50 家最佳建筑承包商第 6 名	
ENR2018 年全球最大 250 家工程承包商第 38 名	

资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

业务转型成功，业绩修复可期。公司在房地产行业蓬勃发展的初期，将建筑业务与房地产板块充分结合，这样的发展模式在公司发展的过程中带来了双面效应：(1)房地产业务的快速成长为建筑施工板块带来规模的提升，实现“1+1>2”的协同效应；(2)随着行业步入下行周期，公司 2015 年房地产销售金额、销售面积同比增速降至 2012 年以来最低水平，分别为 8.7%、-9.3%。房地产业务增速放缓直接导致建筑施工业务的收缩。公司在经过 2015 年建筑板块业绩大幅下滑后，意识到建筑施工板块与房地产业务协同发展的同时，也应保有独立运营的部分。于是，开始探索由单一的施工总承包向 PPP 等方面升级的发展模式。

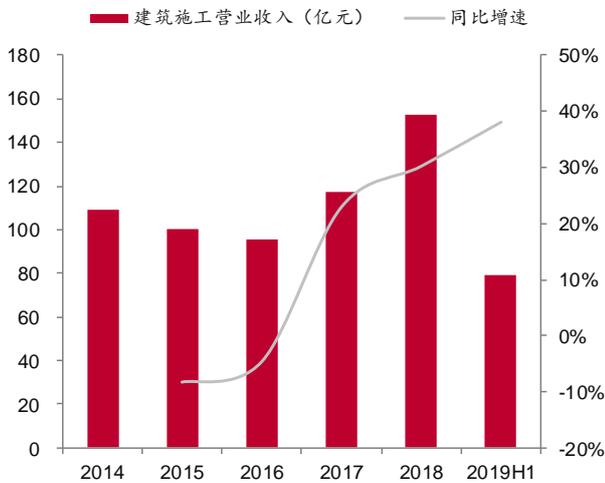
表格 8. 公司业务结构的历年规划

时间	结构调整内容
2015	建筑产业公司要抓住 NPC 技术领先优势，实现传统施工向建筑现代化转型，确保 NPC 方式承接外部业务不少于 20 亿元，并组建新商业模式项目小组，加快在 BT、PPP 商业模式承接工程上有突破。
2016	建筑产业公司通过建筑产业链金融、集成商平台融资，建立 PPP 基金，重点以 PPP 模式承接综合体、大型场馆等大型公建项目，促进 PPP 项目的投资和运营。
2017	建筑产业主要是完成公司项目小微化改革落地，员工主动性，激发公司发展内生力的源泉。
2018	中南建筑新承接合同订单 400 亿元，业务结构逐步向常规业务类、基础设施与投融资业务类和 EPC 与公共建筑投资类之间 5:3:2 的比例优化
2019	建筑业务将继续发挥自身优势，充分借助政策机会，保持平稳增长。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

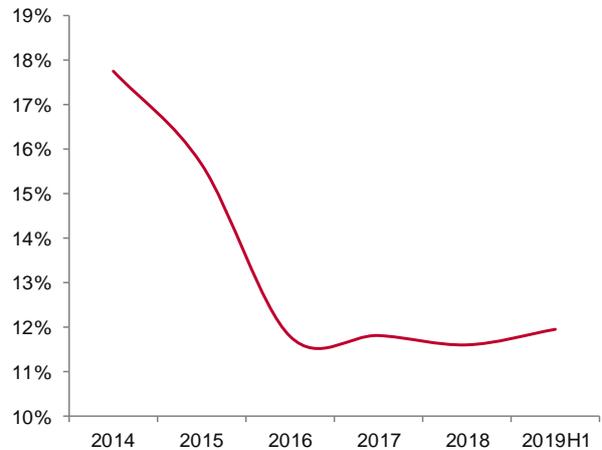
2017、2018 年，建筑施工业务分别实现营业收入 117.1 亿元、152.4 亿元，同比增速分别为 22.9%、30.1%。营收规模大幅提升的同时，建筑业务的毛利率在 2014 年达到 17.75%后，一路下行至 2016 年的 11.78%并企稳，2019H1 略有回升至 11.94%。我们认为毛利率并未跟随营收实现大幅提升的原因在于公司建筑施工业务的承接项目中低毛利率的房屋建筑占比较大，拖累了整体毛利率水平。随着公司业务结构的调整，非房屋建筑业务的提升或将带来建筑施工业务盈利水平的修复。

图 34: 建筑施工业务营收及其增速



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 35: 建筑施工业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

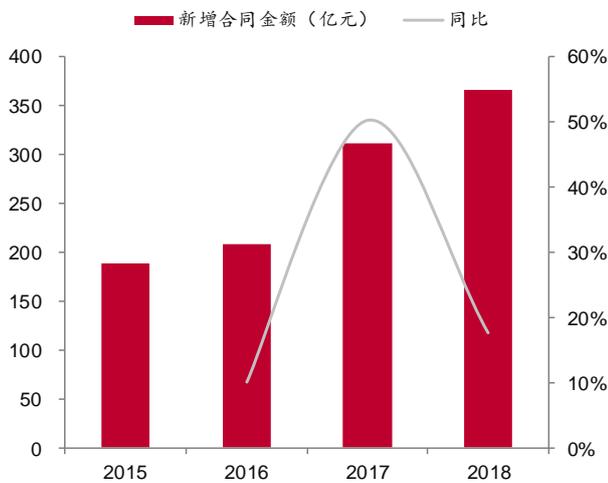
单项目规模有所提升, PPP 表现亮眼。随着公司建筑业务结构调整的持续推进, 公司新增订单在业务类型及单项目规模上均取得了一定的突破。(1) 从业务结构上来看: 2018 年建筑新增合同额 367 亿元, 同比增加 24%。截至 2018 年末, 公司建筑施工业务合同金额 1078.9 亿元, 未完成部分金额 413.6 亿元。其中, PPP 项目未完工金额 115.2 亿元, 占比 27.9%; 住宅项目 225.7 亿元, 占比 54.6%。公司 2019 年新增淮南南部次中心起步区基础设施 PPP 项目, 及洛阳“四河同治”工程涧河治理工程、章贡区学校建设项目等政府和社会资本合作项目。(2) 从单项目规模来看: 2019 年新增项目中, 新承接 (中标) 预计合同额在 1 亿元以上的项目共有 42 个。我们预计, 随着公司承接的 PPP 及其他非房屋建造项目的陆续完工, 建筑施工业务的盈利水平有望进一步修复。

表格 9. 近期公司新增 PPP 及政府、社会资本合作项目明细

时间	项目名称	预计总投资额 (亿元)	合作期限
2018.07	慈溪市新城河区块一期改造 PPP 项目	44.65	建设期 3 年+运营期 12 年
2018.09	江苏省徐州市睢宁县睢河街道拆迁安置房 PPP 项目	24.41	建设期 3 年+运营期 10 年
2019.02	淮南南部次中心起步区基础设施 PPP 项目	26.3	建设期 3 年+运营期 18 年
2019.08	洛阳“四河同治”工程涧河治理工程	12.1	建设期 2 年+运营期 15 年
2019.11	章贡区学校建设项目	8.35	建设期 2 年+运营期 13 年

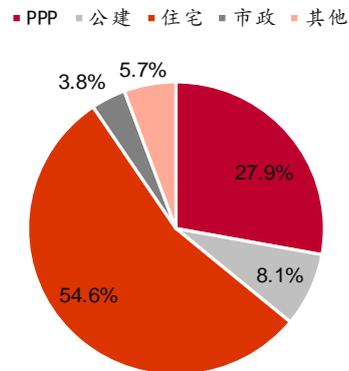
资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 36: 新增合同金额及其同比



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 37: 2018 年末未完工构成 (按金额)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 38: 东阿县环城水系生态治理 PPP 项目



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

图 39: 宁波大学科学技术学院迁建工程



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

四、净负债率改善，盈利水平向好

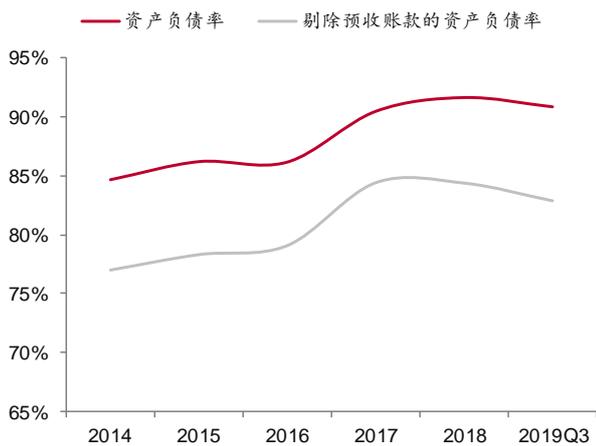
1. 净负债率如期回落，短偿能力明显增强

为了配合业务的发展，公司自 2016 年有息负债有所提升。截至 2019 年三季度末，有息负债规模合计 690.7 亿元，较 2018 年末增加 111.2 亿元。剔除货币资金后，2019Q3 末的有息负债规模为 436.2 亿元。2016 年前，公司有息负债规模的提升推动净负债率水平的攀升，2017 年净负债率达 233.3%。值得注意的是，自 2018 以来，随着有息负债规模的增加，净负债率出现持续改善

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

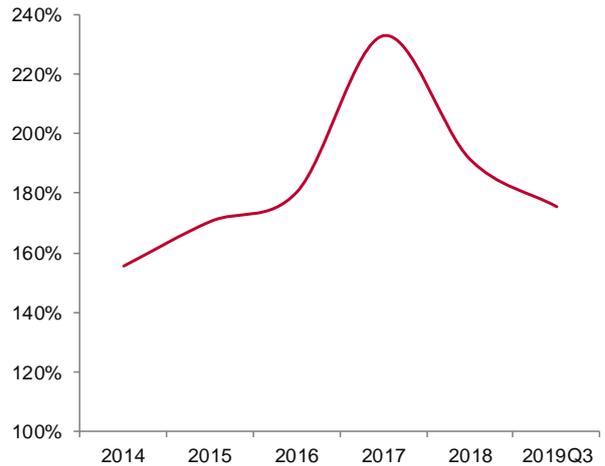
的迹象。截至 2019Q3，公司的净负债率降至 175.7%。究其原因，我们认为主要来源于公司对于现金流的管控能力不断增强及净资产规模有所提升。2019Q3 货币资金达 254.5 亿元，较 2018 年底增加 50.3 亿元，在手资金规模连续四年增长。

图 40: 资产负债率



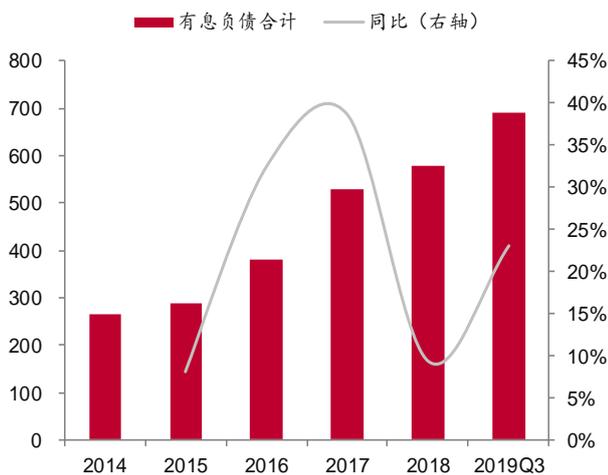
资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 41: 净负债率



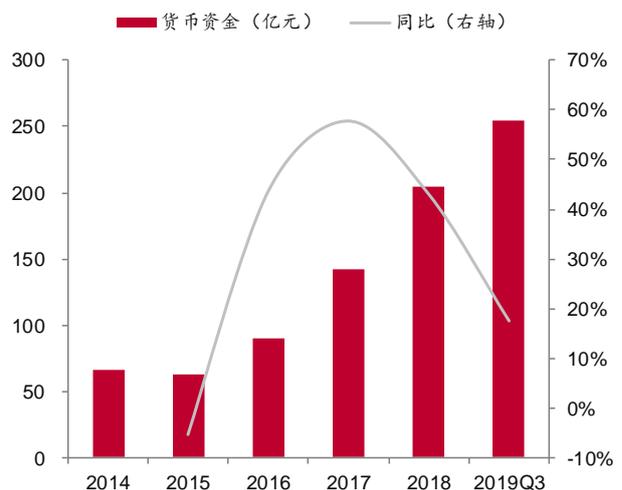
资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 42: 有息负债规模



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 43: 货币资金规模

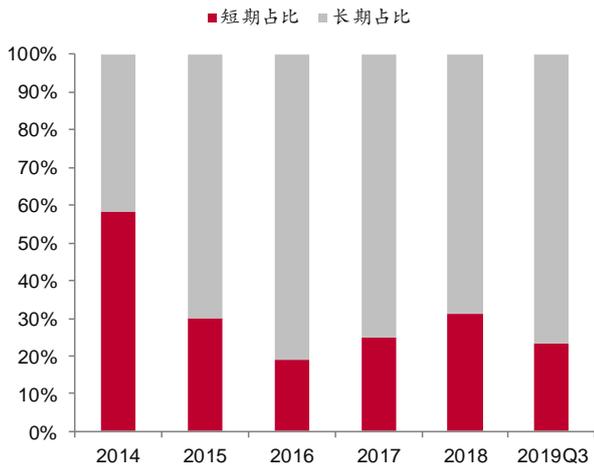


资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

从债务期限来看，公司短期债务占比由 2014 年的 58.3% 下行至 2018 年的 31.1%，2019Q3 进一步下行至 23.2%，相应的长期债务占比有所提升。长短

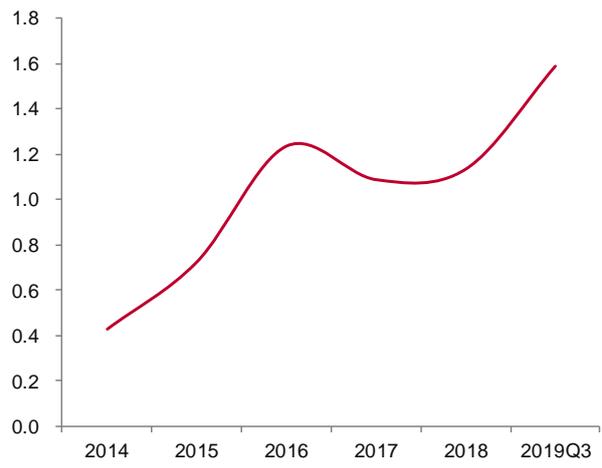
期债务占比的调整，叠加在手资金规模的持续提升，有效的缓解了公司短期偿债压力。货币资金对短期债务覆盖倍数由 2014 年的 0.43 倍增加至 2019Q3 的 1.59 倍，偿债能力明显增强。

图 44: 长短期债务占比



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

图 45: 现金对短期债务覆盖倍数



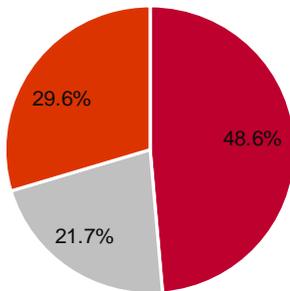
资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

2. 融资结构持续优化，综合成本实现下行

从债务类型来看，截至 2019 中期末，公司债务中银行贷款余额 333.4 亿元，占比 48.6%，较 2018 年底下降 3.5 个百分点，但依然作为公司主要的融资方式。公司债券、票据等债务融资工具融资余额 149 亿元，占比 21.7%；其他借款合计占比 29.6%。公司以低成本的银行贷款作为主要融资方式，一方面对综合融资成本的管控起到了助推作用，另一方面充分彰显公司良好的信用水平。

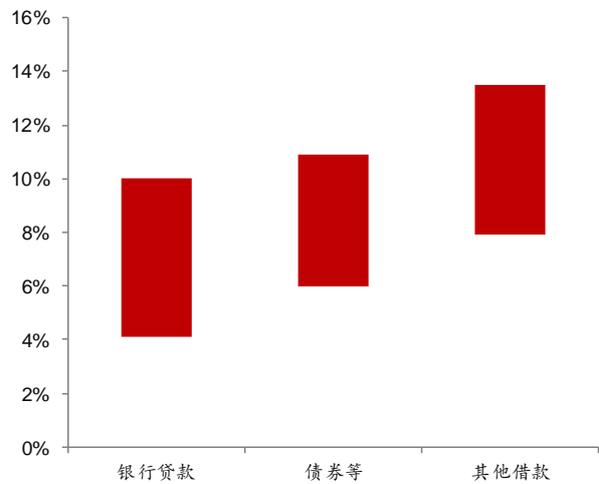
图 46: 截至 2019H1 公司债务构成

■ 银行贷款 ■ 公司债券、票据等债务融资工具 ■ 其他借款



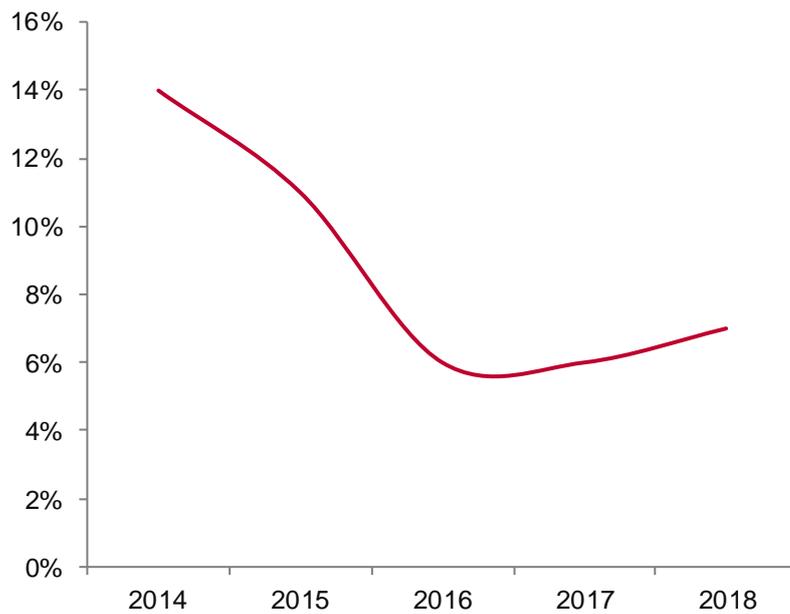
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 47: 各融资方式的成本区间



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 48: 融资成本持续改善



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

表格 10. 2015 至今公司发债明细

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)
031576004.IB	15 中南建设 PPN001	定向工具	2015-06-05	2018-06-05	10.00	7.80
101575007.IB	15 中南建设 MTN001	一般中期票据	2015-06-26	2020-06-26	12.00	7.50
118345.SZ	15 中南 01	私募债	2015-08-25	2018-08-25	25.00	7.80

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

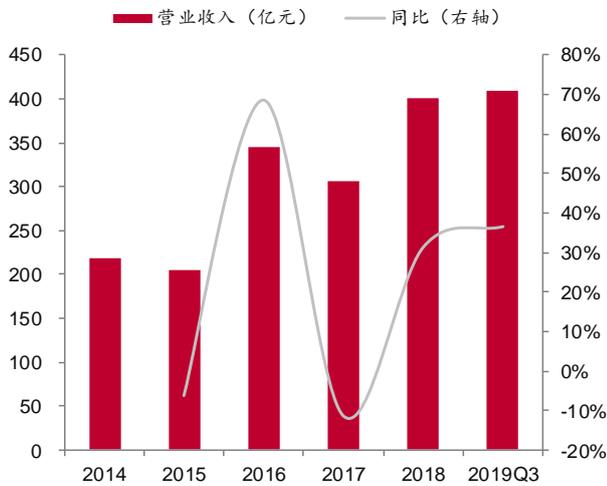
101575013.IB	15 中南建设 MTN002	一般中期票据	2015-08-28	2020-08-28	24.00	7.50
118387.SZ	15 中南 02	私募债	2015-10-20	2020-10-20	15.00	7.80
118443.SZ	15 中南 03	私募债	2015-12-10	2020-12-10	15.00	7.80
116090.SZ	中南 1 优 1	证监会主管 ABS	2015-12-30	2016-11-26	0.90	5.50
116091.SZ	中南 1 优 2	证监会主管 ABS	2015-12-30	2017-11-26	0.95	6.20
116093.SZ	中南 1 优 4	证监会主管 ABS	2015-12-30	2019-11-26	1.05	7.00
116092.SZ	中南 1 优 3	证监会主管 ABS	2015-12-30	2018-11-26	0.95	6.50
116095.SZ	中南 1 次	证监会主管 ABS	2015-12-30	2020-11-26	0.50	0.00
116094.SZ	中南 1 优 5	证监会主管 ABS	2015-12-30	2020-11-26	1.15	7.40
112325.SZ	16 中南 01	一般公司债	2016-01-22	2021-01-22	10.00	7.80
118649.SZ	16 中建 01	私募债	2016-04-26	2019-04-26	15.00	7.50
112418.SZ	16 中南 02	一般公司债	2016-07-27	2021-07-27	12.00	7.30
118899.SZ	16 中南 03	私募债	2016-09-29	2021-09-29	7.00	6.50
112619.SZ	17 中南 01	一般公司债	2017-12-14	2022-12-14	10.00	7.50
112630.SZ	17 中南 02	一般公司债	2017-12-28	2021-12-28	5.00	7.20
031800024.IB	18 中南建设 PPN001	定向工具	2018-01-18	2021-01-18	3.00	7.50
101800495.IB	18 中南建设 MTN001	一般中期票据	2018-04-24	2021-04-24	10.00	7.80
114412.SZ	18 中南 01	私募债	2018-12-04	2021-12-04	20.00	7.99
081900010.IB	19 中南建设 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2019-01-11	2021-01-11	20.00	7.50
081900011.IB	19 中南建设 ABN001 次	交易商协会 ABN	2019-01-11	2021-01-11	2.00	0.00
114506.SZ	19 中南 02	私募债	2019-06-27	2023-06-27	11.80	7.80
112997.SZ	19 中南 03	一般公司债	2019-11-22	2023-11-22	10.00	7.60

资料来源: wind, 川财证券研究所

3. 预收账款增强锁定性，盈利水平持续修复

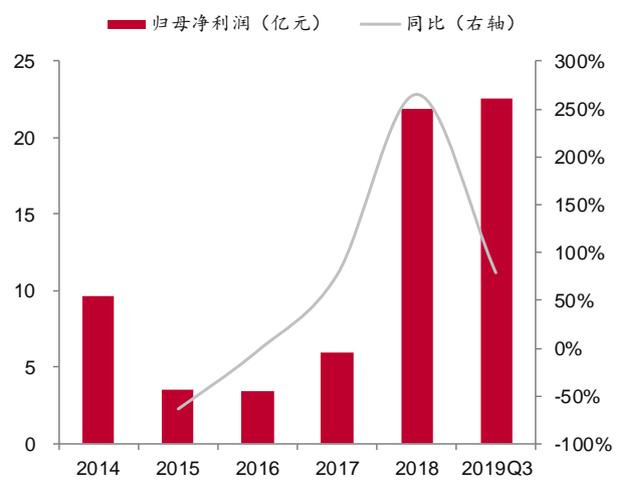
公司营业收入在 2017 年出现负增长，主要原因来自于 2017 年公司房地产项目结算规模受到 2015 年销售水平的影响。2015 年公司销量同比增速为-9.3%，直接导致 2017 年结算规模收缩。自 2016 年起，公司销量大幅提升后，2018、2019Q3 营业收入相应实现快速增长，同比分别为 31.3%、36.5%。归母净利润在经历 2016 年低谷后，于 2017 年开始回升，2017-2019Q3 同比增速分别为 76.5%、265%、78.7%。我们认为归母增速高于营收的原因在于：2018 年结算的项目多来自于 2016 年行业回暖后的销售，房地产业务毛利率的回升带动综合盈利水平持续修复。

图 49: 公司营业收入及其同比



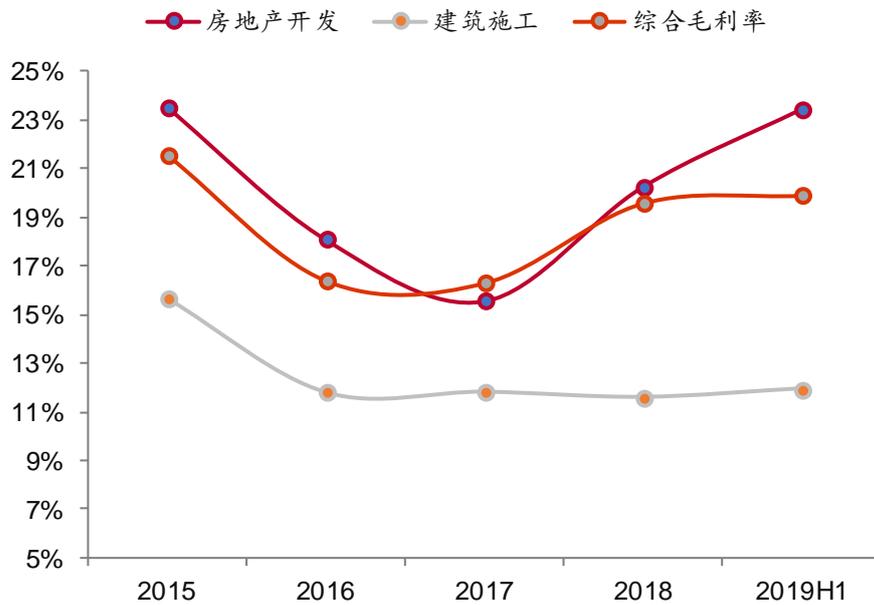
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 50: 归母净利润及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

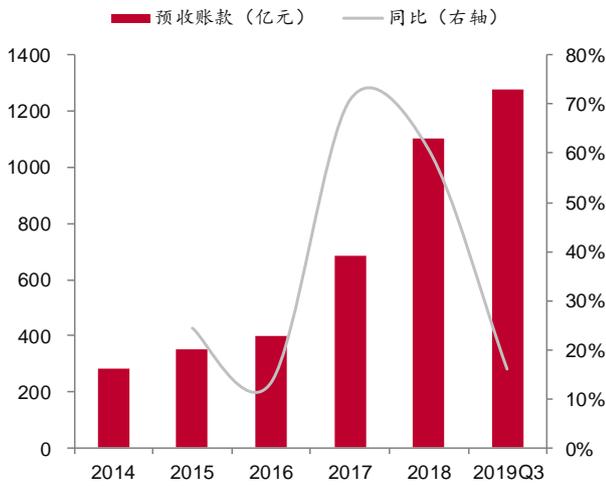
图 51: 毛利率水平 (分业务)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

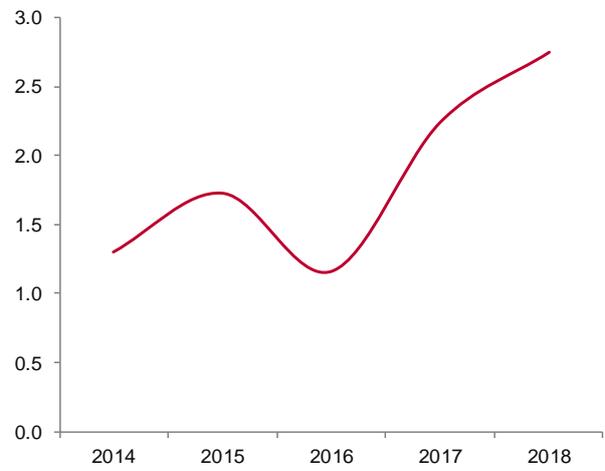
随着公司 2016 年开始商品房销量的大幅提升, 预收账款规模相应大幅增长, 2017 年预收账款达 684.3 亿元, 同比 70.9%; 2018 年大幅增至 1101.2 亿元, 同比 60.9%; 2019Q3 进一步提升至 1278.8 亿元, 覆盖 2018 年营收倍数约 3.2 倍, 处于行业前列, 业绩持续释放可期。

图 52: 预收账款及其同比



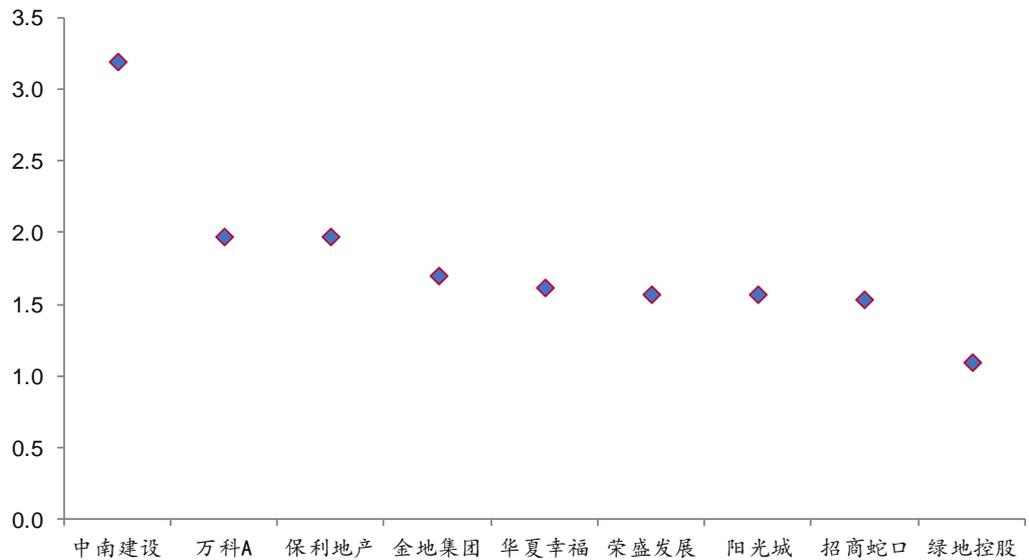
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 53: 预收账款对营收覆盖倍数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 54: 可比公司预收账款对近一年营收覆盖倍数 (2019Q3)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

五、估值与盈利预测

5.1 相对估值

我们将中南建设的发展特点进行归纳总结，并在行业内寻找可比公司进行比较：1、深耕长三角，区域属性较为明显，近两年逐步向外扩张；2、土储以核心都市圈内、热点城市周边的强三线为主；3、项目执行能力强，周转速度快，近两年销售规模大幅提升。通过比较，我们选取阳光城、金科股份、蓝光发展作为可比公司进行相对估值。

图 55：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	市值	EPS (元/股)			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
000961	中南建设	9.23	344.1	1.09	1.86	2.37	8.4	5.0	3.9
000671	阳光城	7.85	317.9	1.03	1.39	1.84	7.6	5.6	4.3
600466	蓝光发展	6.97	209.8	1.13	1.69	2.14	6.2	4.1	3.3
000656	金科股份	7.38	394.1	0.98	1.25	1.54	7.5	5.9	4.8

资料来源：wind，川财证券研究所

注：收盘价及市值为 2019 年 12 月 11 日数据；收盘价单位为元/股，市值单位为亿元

5.2 盈利预测

盈利预测前提假设：

1、2020 年行业销量趋势与今年相仿，大体呈现较为稳定的状态。考虑到当前：

(1) 我国的城镇化进程稳步推进，未来商品房市场需求将逐步回归合理中枢；
 (2) 当前政策调控以“稳”为主，“因城施策”或对低能级城市销量下行产生缓冲效应，同时高能级城市需求韧性依存。预计 2020 年全年商品房销售面积同比将出现个位数下滑，增速在-3.5%左右。公司主要布局的二线城市及强三线城市销量保持定力或小幅收窄。

2、公司凭借土储充裕及项目快周转，房地产业务销售规模稳步提升。我们预计公司 2019 年销售金额有望突破 1900 亿元，且公司积极求变持续推进，2020-2021 年，有望维持 20%以上的销售增速。

3、公司施工强度不减，竣工按部就班。2019-2020 年顺利结算 2017-2018 年所售项目。且房地产业务结算毛利率修复至 24%，建筑施工业务毛利率企稳。

基于以上假设，我们对公司 2019-2021 年的盈利水平进行预测。预计公司

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019-2021 年 EPS 分别为 1.09、1.86、2.37 元/股，对应当前股价 PE 倍数为 8.2、4.8、3.8 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

公司重点布局的城市销量超预期下行。

公司新增土储中一二线占比有所提升，但存量土储中依然以三线城市为主。若重点布局城市销量下行超预期，对公司未来销量及回款造成一定影响。

资金端超预期收紧。

公司目前净负债率明显改善，但相较头部房企依然存在一定的下行空间。若资金端进一步收紧，会给公司在新项目获取及利润水平提升上带来一定的阻碍。

杠杆水平提升带来的风险。

为配合业务规模的提升，公司净负债率在 2017 年达 233.3%。但自 2018 年至今，随着有息负债规模的增加，净负债率出现持续改善的迹象。截至 2019Q3，公司净负债率降至 175.7%。若未来规模扩张提速带来杠杆回升，或对公司资金端产生一定影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	211895	252343	386076	517932	营业收入	40110	54389	83977	114881
现金	20417	33635	37391	39277	营业成本	32265	39041	60903	84960
应收账款	8565	11871	18500	25101	营业税金及附加	1454	2467	3627	4912
其他应收款	28556	30757	50732	69981	营业费用	966	1235	1959	2671
预付账款	8648	12778	19607	26741	管理费用	2391	3102	4873	6658
存货	135003	155069	250072	346161	财务费用	416	2772	2845	3223
其他流动资产	10708	8233	9774	10671	资产减值损失	206	227	225	222
					公允价值变动收				
					益	53	38	43	43
非流动资产	23799	16033	16481	16029	投资净收益	579	482	536	525
长期投资	6893	4042	4574	4783	营业利润	3156	6067	10124	12804
固定资产	3069	2815	2548	2274	营业外收入	64	59	56	58
无形资产	599	581	558	536					
其他非流动资					营业外支出	170	164	166	166
产	13237	8596	8801	8435	利润总额	3050	5963	10015	12696
资产总计	235694	268376	402557	533960	所得税	737	1883	3052	3783
流动负债	175117	195738	317829	435773	净利润	2313	4080	6962	8914
短期借款	10687	8312	8917	9011					
应付账款	16005	17881	28771	40063	少数股东损益	119	27	49	133
其他流动负债	148425	169544	280141	386700	归属母公司净利润	2193	4053	6914	8780
非流动负债	40984	49372	55125	60789					
长期借款	30127	36474	42663	48444	EBITDA	3994	9247	13391	16454
其他非流动负					EPS (元)	0.59	1.09	1.86	2.37
债	10857	12898	12462	12345					
负债合计	216101	245110	372954	496563	主要财务比率				
少数股东权益	2195	2222	2271	2404	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	3710	3710	3710	3710	成长能力				
资本公积	2474	2474	2474	2474	营业收入	31.3%	35.6%	54.4%	36.8%
留存收益	10053	14822	21067	28686	营业利润	171.4%	92.2%	66.9%	26.5%
归属母公司股东权益	17398	21044	27332	34993	归属于母公司净利润	219.1%	84.8%	70.6%	27.0%
负债和股东权益	235694	268376	402557	533960	获利能力				
					毛利率(%)	19.6%	28.2%	27.5%	26.0%
					净利率(%)	5.5%	7.5%	8.2%	7.6%
					ROE(%)	12.6%	19.3%	25.3%	25.1%
					ROIC(%)	6.0%	14.0%	17.7%	18.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	91.7%	91.3%	92.6%	93.0%
					净负债比率(%)	22.28%	20.84%	15.59%	12.90%
					流动比率	1.21	1.29	1.21	1.19
					速动比率	0.44	0.50	0.43	0.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.22	0.25	0.25
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	2.31	2.30	2.61	2.47
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.59	1.09	1.86	2.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	5.24	2.03	0.29	0.07
					每股净资产(最新摊薄)	4.69	5.67	7.37	9.43
					估值比率				
					P/E	15.17	8.21	4.81	3.79
					P/B	1.91	1.58	1.22	0.95
					EV/EBITDA	15	7	5	4

资料来源: 公司 2019 年三季度报告, 盈利预测时间 2019 年 12 月 12 日, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004