

# 中南建设(000961.SZ)

## 锐意生长，悄然绽放

公司深耕建筑、地产行业 30 余年，主要布局长三角二三线城市。近年销售高增，战略模式、管理团队、经营水平均发生了非常积极的变化。当前阶段核心城市群二三线城市高周转可创造阿尔法，公司是该逻辑优质标的，销售增速有望继续领跑。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 15.2 元。

**周转优势：求贤若渴，战略升级，“六先六快”促回款。** 1. 运营战略全面升级：大盘囤地转向高周转。2. 激励放权求贤若渴，人心所向志在必得。引进专业的经理人团队，到 18 年 4 月，中南置地基本完成了管理团队的更新。今年公司再次实行股票期权激励计划，受众更广，业务骨干更受益。3. “六先六快”运营模式，拿地到开盘平均用时 7 个月领跑行业。存货周转率显著提升，从 2015 年的 0.37 逐年提升至 18 年 1.14。

**土储优势：布局基本面良好且周转较快的核心城市群二三线城市。** 1. 整体布局：公司 2019 年 H1 权益口径未竣工土储总货值为 4339 亿元，其中 91% 分布在 19 大城市群，其中七大城市群占比 74%，十二大城市占比 15%。2. 存量土储一二线面积占比 37%。新增投资看，一二线拿地占比提升至 43%。3. 总量可售土储充沛，可覆盖 2020 年预测销售面积 1.4 倍。

**盈利能力显著改善且可持续，经营杠杆高，有息负债减少。** 1. 三四线城市房价大幅上涨，带动盈利修复。公司当前 2016 年以前获取未结算的尚有 2106 亿货值，占比 28.9%，该部分货值毛利率为 39%。2. 调仓核心城市群二三线，新增项目毛利率 23%，盈利能力可持续。3. 净有息负债率持续下降，公司经营杠杆 2018 年末 67%，高于龙头平均水平 58.4%。

**盈利预测与估值。** 2019 年三季度末公司预收账款 1279 亿元，覆盖当年房地产业务营业收入 4.49 倍，业绩高增有保障。预计 19-21 年公司归母净利润为 43.0、77.5、97.8 亿元，增速 96.2%、80%、26.3%。公司是高成长性公司，当前股价对应 2020 年 eps 的 PE 为 4.5 倍，估值水平较低。叠加未来“一城一策”和融资端边际放松，估值有望修复。公司 NAV 估值法每股净资产 21.23 元，当前折价 55%。

**风险提示：** 房地产调控政策超预期收严。房企融资政策超预期收严。城市群二三线城市人口流入度不及预期。销售去化率大幅下滑。NAV 测算的销售价格为周边项目均价计算得出。毛利率低于预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,552	40,110	69,020	101,884	119,210
增长率 yoy(%)	-11.3	31.3	72.1	47.6	17.0
归母净利润(百万元)	603	2,193	4,303	7,746	9,779
增长率 yoy(%)	47.8	263.9	96.2	80.0	26.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.16	0.59	1.15	2.08	2.62
净资产收益率(%)	3.2	11.8	19.1	28.6	27.6
P/E(倍)	57.5	15.8	8.0	4.5	3.5
P/B(倍)	2.5	2.0	1.6	1.2	1.0

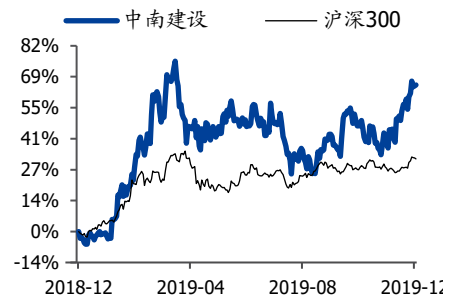
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	房地产开发
最新收盘价	9.60
总市值(百万元)	35,785.32
总股本(百万股)	3,727.64
其中自由流通股(%)	99.73
30 日日均成交量(百万股)	22.65

#### 股价走势



#### 作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	164,913,211	895,271	998,391	1,095,252	493
现金	14,270	20,417	20,928	30,909	46,421
应收账款	7,332	8,565	14,442	16,907	19,773
其他应收款	15,458	28,556	47,290	80,064	118,618
预付账款	10,549	8,648	17,898	21,288	24,562
存货	110,985	135,003	156,603	219,244	285,017
其他流动资产	6,318	10,708	14,836	22,697	31,101
<b>非流动资产</b>	10,091	23,799	40,385	60,823	88,175
长期投资	1,530	6,893	14,506	26,499	42,137
固定投资	3,199	3,069	2,814	2,558	2,301
无形资产	602	599	673	811	1,022
其他非流动资产	4,760	13,237	22,393	30,955	42,715
<b>资产总计</b>	<b>175,004,235</b>	<b>694,312</b>	<b>384,451</b>	<b>932,613</b>	<b>668</b>
<b>流动负债</b>	117,809	175,117	243,371	369,848	519,202
短期借款	7,193	10,687	11,756	15,870	20,631
应付账款	11,941	16,005	20,697	31,498	29,665
其他流动负债	98,675	148,425	210,919	322,480	468,906
<b>非流动负债</b>	40,597	40,984	45,309	50,415	53,920
长期借款	39,851	39,928	44,054	48,769	52,071
其他非流动负债	745	1,056	1,255	1,646	1,849
<b>负债合计</b>	<b>158,406,216</b>	<b>101,288</b>	<b>681,420</b>	<b>2,635,73</b>	<b>1,122</b>
少数股东权益	2,546	2,195	2,429	3,726	5,146
股本	3,710	3,710	3,728	3,728	3,728
资本公积	2,646	2,474	2,474	2,474	2,474
留存收益	7,649	10,053	13,456	19,786	27,625
归属母公司股东收益	14,052	17,398	21,274	27,944	35,399
<b>负债和股东权益</b>	<b>175,004,235</b>	<b>694,312</b>	<b>384,451</b>	<b>932,613</b>	<b>668</b>

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-2,938	19,432	12,849	19,068	33,332
净利润	538	2,313	4,537	9,043	11,199
折旧摊销	360	422	721	1,095	1,150
财务费用	342	416	818	941	966
投资损失	-614	-579	-1,510	-2,963	-3,818
营运资金变动	-3,606	16,998	9,047	11,820	24,310
其他经营现金流	43	-137	-763	-869	-476
<b>投资活动净现金流</b>	-3,734	-12,650	-14,660	-17,277	-23,984
资本支出	3,269	6,081	-170	-470	-0
长期投资	115	-5,513	-7,612	-10,249	-15,637
其他投资现金流	-349	-12,081	-22,442	-27,995	-39,621
<b>筹资活动净现金流</b>	9,890	-4,042	2,323	8,190	6,164
短期借款	3,766	3,494	1,069	4,114	4,761
长期借款	8,975	77	4,126	4,714	3,303
普通股增加	0	0	18	0	0
资本公积增加	-8	-172	0	0	0
其他筹资现金流	-2,843	-7,441	-2,890	-639	-1,899
<b>现金净增加额</b>	<b>3,235</b>	<b>2,735</b>	<b>511</b>	<b>9,981</b>	<b>15,512</b>

**利润表(百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	30,552	40,110	69,020	101,884	119,210
营业成本	25,570	32,265	55,052	78,292	91,744
营业税金及附加	1,546	1,454	3,041	5,043	3,568
营业费用	724	966	2,734	4,069	5,967
管理费用	1,778	2,391	2,929	3,815	4,973
财务费用	342	416	818	941	966
资产减值损失	256	206	-242	400	600
公允价值变动收益	-0	53	35	41	39
投资净收益	614	579	1,510	2,963	3,818
<b>营业利润</b>	<b>1,050</b>	<b>3,156</b>	<b>6,232</b>	<b>12,328</b>	<b>15,249</b>
营业外收入	33	64	109	161	189
营业外支出	162	170	293	432	505
<b>利润总额</b>	<b>921</b>	<b>3,050</b>	<b>6,049</b>	<b>12,057</b>	<b>14,932</b>
所得税	383	737	1,512	3,014	3,733
<b>净利润</b>	<b>538</b>	<b>2,313</b>	<b>4,537</b>	<b>9,043</b>	<b>11,199</b>
少数股东收益	-65	119	234	1,297	1,420
<b>归属母公司净利润</b>	<b>603</b>	<b>2,193</b>	<b>4,303</b>	<b>7,746</b>	<b>9,779</b>
EBITDA	4,599	3,462	7,397	13,847	16,727
EPS(元/股)	0.16	0.59	1.15	2.08	2.62

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-11.3	31.3	72.1	47.6	17.0
营业利润(%)	48.8	200.6	97.4	97.8	23.7
归属母公司净利润(%)	47.8	263.9	96.2	80.0	26.3
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	16.3	19.6	20.2	23.2	23.0
净利率(%)	2.0	5.5	6.2	7.6	8.2
ROE(%)	3.2	11.8	19.1	28.6	27.6
ROIC(%)	3.7	3.0	6.0	9.5	10.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	90.5	91.7	92.4	93.0	93.4
净负债比率(%)	233.2	191.5	171.9	129.5	86.3
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.21	0.20	0.25	0.27	0.22
应收账款周转率	4.4	5.0	6.0	6.5	6.5
应付账款周转率	2.4	2.3	3.0	3.0	3.0
<b>每股指标(元/股)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.59	1.15	2.08	2.62
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.94	3.82	3.45	5.12	8.94
每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.67	5.71	7.50	9.50
<b>估值指标(倍)</b>					
P/E	57.5	15.8	8.0	4.5	3.5
P/B	2.5	2.0	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	16.7	21.6	10.6	5.8	4.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1.概况：中南建设公司介绍	7
1.1 深耕建筑行业三十载，打造南通首个千亿企业	7
1.2 股权结构集中，机构资金持续进入	8
1.3 房地产业务：销售5年10倍铸就成长龙头	10
1.4 建筑业务：在手订单充足，PPP模式项目占比提升	13
2.行业：在核心城市群二三线城市高周转可以创造阿尔法	14
2.1 全国需求增速拐点到来、房价增速放缓	14
2.2 城镇化和人口流入，驱动核心城市群的高线城市住房需求继续稳增长	14
2.2.1 世界人口迁移规律：从城市化到大都市圈化	14
2.2.2 七大城市群中的高线城市，新房需求将稳健增长	15
2.3 稳房价稳杠杆时代，高周转至关重要	19
2.3.1 当下阶段高周转型龙头房企ROE好于独特拿地型龙头房企	19
2.3.2 需求稳健叠加政策相对宽松，在核心城市群二三线城市高周可转创造阿尔法	20
3.公司：中南置地如何做到规模高增	23
3.1 周转优势：求贤若渴，战略升级，“六先六快”促回款	23
3.1.1 运营战略全面升级：大盘囤地转向高周转	23
3.1.2 激励放权求贤若渴，人心所向志在必得	25
3.1.3 “六先六快”运营模式，拿地到开盘平均用时7个月	27
3.2 土储优势：布局基本面良好且周转较快的核心城市群二三线城市	29
3.2.1 整体布局：深耕核心城市群二三线城市，深度受益长三角一体化	30
3.2.2 单体项目：转向招拍挂，规模小型化，适合快周转	32
3.2.3 总量可售土储充沛，可覆盖2020年销售面积1.4倍	33
4.盈利能力显著改善且可持续，经营杠杆高，有息负债减少	35
4.1 三四线城市房价大幅上涨，带动盈利修复	35
4.2 调仓核心城市群二三线，盈利能力可持续	36
4.3 净有息负债率持续下降，经营杠杆高，偿债能力提升	37
5.盈利预测与估值	40
5.1 NAV估值法	40
5.1.1 NAV计算	40
5.1.2 敏感性分析	41
5.2 相对估值法	42
5.2.1 业绩预测	42
5.2.2 估值	43
5.2.3 敏感性分析	45
风险提示	46

## 图表目录

图表 1: 中南置地大事记	7
图表 2: 中南控股集团产业版图	8
图表 3: 中南建设股权结构(更新至2019年11月)	9
图表 4: 非公开发行配售股东持股情况	9
图表 5: 中南置地业务布局	10
图表 6: 中南建设销售额及增速	11

图表 7: 中南建设销售面积及增速	11
图表 8: top20 房企 2013-2018 年销售金额复合增速排名	11
图表 9: 中南置地销售金额(操盘口径)排名变化图	12
图表 10: 公司 2019 年上半年销售金额区域分布(按省)	12
图表 11: 公司 2019 年上半年销售金额区域分布(按城市群)	12
图表 12: 建筑业务新增合同金额及 PPP 合同占比	13
图表 13: 建筑业务营收规模及占比	13
图表 14: 建筑业务毛利率变化趋势	13
图表 15: 商品住房销售面积预测	14
图表 16: 百城房价同比增速	14
图表 17: 商品住房需求测算	14
图表 18: 美国不同人口的大都市圈人口占比变化	15
图表 19: 日本人口向三大都市圈集聚	15
图表 20: 中国 19 个城市群空间分布示意图	16
图表 21: 中国人口的城镇化进程	16
图表 22: 全国新增城镇人口来源占比(单位: %)	16
图表 23: 分城市群地域城镇人口预测	17
图表 24: 全国总人口与七大城市群城镇常住人口	17
图表 25: 七大城市群新增城镇人口来源	17
图表 26: 分线城市常住人口增速	18
图表 27: 分线城市户籍人口增速	18
图表 28: 省会和计划单列市平均每年常住人口增速(黄色为华中、西北、西南地区城市)	18
图表 29: 各地区省份平均常住人口增速	19
图表 30: 各地区核心城市常住人口增速	19
图表 31: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的 ROE	20
图表 32: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的权益乘数	20
图表 33: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的资产周转率	20
图表 34: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的净利率	20
图表 35: 流入型和流出型城市人口增速与房价涨幅对比(一线城市)	21
图表 36: 流入型和流出型城市人口增速与房价涨幅对比(二线城市)	21
图表 37: 不同周转速度带来的规模与利润增长效率差异	21
图表 38: 不同等级的城市预售证达售量化要求	22
图表 39: 重点房企规模增长效率排名	23
图表 40: 中南建设 201 年销售规模增长来源	23
图表 41: 公司土储所在地级市数量	24
图表 42: 公司新进城市数量	24
图表 43: 公司单城市销售金额变化	24
图表 44: 行业龙头企业单城市销售金额变化	24
图表 45: 公司年度投资布局策略和拿地策略	25
图表 46: 中南建设董事及高管团队变更及背景	26
图表 47: 中南置地董事长陈凯履历	26
图表 48: 公司 2019 年股票期权激励计划条件	27
图表 49: 公司 2018、2019 年股票期权激励计划	27
图表 50: 公司“六先六快”要求	28
图表 51: 公司周转标杆项目的快速开盘得益于“六先六快”	28
图表 52: 中南建设重要节点距离拿地的时间要求	28
图表 53: 中南置地拿地到开盘时间处于最快梯队(单位: 月)	29

图表 54: 主流房企经调整存货周转率 1 .....	29
图表 55: 主流房企经调整存货周转率 2 .....	29
图表 56: 2019H1 权益未结土储面积分布 .....	30
图表 57: 2019H1 权益未结土储货值分布 .....	30
图表 58: 公司权益口径未竣工土储面积分布变化 .....	30
图表 59: 公司权益口径未竣工土储货值分布 .....	30
图表 60: 公司新增土储中一二线面积占比提升至 43%.....	31
图表 61: 公司历年权益口径未竣工土储面积分布变化趋势 .....	31
图表 62: 公司权益未结土储货值和面积分布 .....	31
图表 63: 地产项目现金流示意图.....	33
图表 64: 公司历年获取项目的单盘平均规模(单位: 万方).....	33
图表 65: 19 年新增土储面积有所下滑.....	33
图表 66: 公司 19 年新增全口径土地金额有所下降 .....	33
图表 67: 权益占比大幅回升 .....	34
图表 68: 19 年 1-10 月拿地均价提高 25.7%.....	34
图表 69: 权益拿地面积同比略降.....	34
图表 70: 一二线布局增多带动权益拿地金额增长 28%.....	34
图表 71: 可售面积增速 19 年处于低位 .....	35
图表 72: 可售面积/销售面积比例处于近年低位 .....	35
图表 73: 中南建设整体毛利率及地产结算毛利率 .....	35
图表 74: 中南建设归母净利润及净利润率 .....	35
图表 75: 一二三线城市百城价格指数.....	36
图表 76: 中南建设历年结算均价.....	36
图表 77: 中南建设历年获取项目的整体毛利率.....	36
图表 78: 公司不同年份获取项目的未结算货值(百万元).....	36
图表 79: 中南建设房地产业务毛利率及预测 .....	37
图表 80: 中南建设房地产业务净利率及预测 .....	37
图表 81: 公司销售、管理、财务费用率(收入口径).....	37
图表 82: 公司销售、管理、财务费用率(销售口径).....	37
图表 83: 资产负债率和扣除预收账款的.....	38
图表 84: 行业扣除预收账款的资产负债率(2019H1) .....	38
图表 85: 公司净有息负债率降低.....	38
图表 86: 龙头公司净有息负债率(2019H1).....	38
图表 87: 公司经营杠杆与财务杠杆比例(除以总资产) .....	38
图表 88: 2019 年 H1 公司权益乘数与经营杠杆占比 .....	38
图表 89: 公司有息负债规模及综合融资成本 .....	39
图表 90: 公司货币资金与短期待偿有息债务 .....	39
图表 91: NAV 测算关键假设.....	40
图表 92: 不同年份拿地的项目贡献的 2019 年折现权益现金流价值(百万元).....	41
图表 93: 中南建设 NAV 测算.....	41
图表 94: 中南建设每股 NAV 价值敏感性分析.....	42
图表 95: 中南建设每股 NAV 折价率敏感性分析 .....	42
图表 96: 中南建设预收账款及增速 .....	42
图表 97: 中南建设预收账款覆盖房地产业务营收倍数.....	42
图表 98: 公司营业收入预测(单位: 百万元).....	43
图表 99: 主流房企预测 PE(一致预期), 股价截止 2019 年 12 月 19 日 .....	44
图表 100: 中南建设 PE(TTM).....	44



图表 101: 19 年与新房市场直接相关的政策 .....	45
图表 102: 土地价款累计同比 19 年全年在负值区间 .....	45
图表 103: 2019 年地产业务毛利率对归母净利润和 eps 敏感性分析.....	45
图表 104: 2019 年地产业务毛利率对归母净利润和 eps 敏感性分析.....	45
图表 105: 公司目标价测算.....	46

## 1.概况：中南建设公司介绍

### 1.1 深耕建筑地产行业三十载，打造南通首个千亿企业

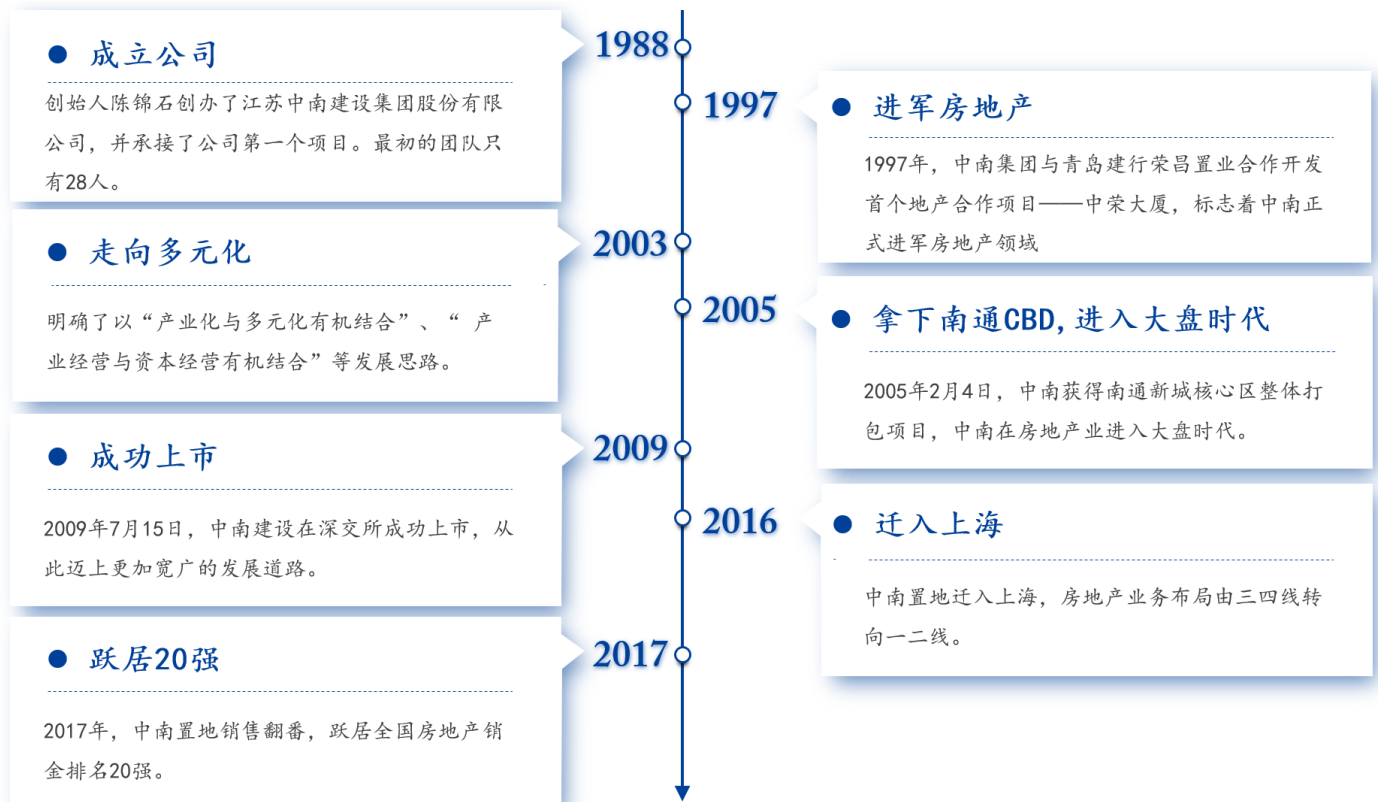
**开始创业：**公司起家于南通海门，1988年，创始人陈锦石创办了江苏中南建设集团股份有限公司，并承接了公司第一个总包工程项目——东营农工商办公楼。最初的团队只有28人。

**进军地产：**1997年中南集团与青岛建行荣昌置业合作开发首个地产合作项目——中荣大厦，标志着中南正式进军房地产领域。公司经营地产、建筑双主业，2001年收购南通总承包公司，获得国家一级资质和施工总承包特级资质。

**地产大盘时代：**2005年2月4日，中南凭借南通总承的优势，获得南通新城核心区整体打包项目，中南的房地产业务进入大盘时代。随后，开发了海门中南世纪城、镇江中南世纪城、常熟中南世纪城、寿光中南世纪城等多个大盘项目，充分享受了房地产业的发展红利。

**快周转时代：**2013年，公司顺应地产行业的发展形势，经营理念开始向高周转方向转型，减少大盘勾地、增加招拍挂拿地、高周转型项目的比例。2013年至2018年实现年均复合增速58%的优异成绩。2017年进入行业前20名，总营收达1535亿元，成为南通市首个综合总营收超千亿的企业。

图表1：中南置地大事记



资料来源：公司官网，国盛证券研究所整理

中南控股集团下设中南置地、中南建筑、中南建投、中南土木、中南园林、中南高科、中南金融、中南资本、中南工业、中南教育十个板块，业务涵盖房地产开发、工程总承包、海绵城市建设、地下管廊建造、市政工程、轨交、安装、装饰、能源、工程装备业、矿产、金融投资、商业运营等领域。业务遍布全国 26 个省，160 多个城市及澳大利亚、阿尔及利亚等海外市场。

公司作为中南控股集团旗下的上市平台，包含了中南置地和中南建筑两个发展最早、贡献利润最多的板块。

图表 2: 中南控股集团产业版图



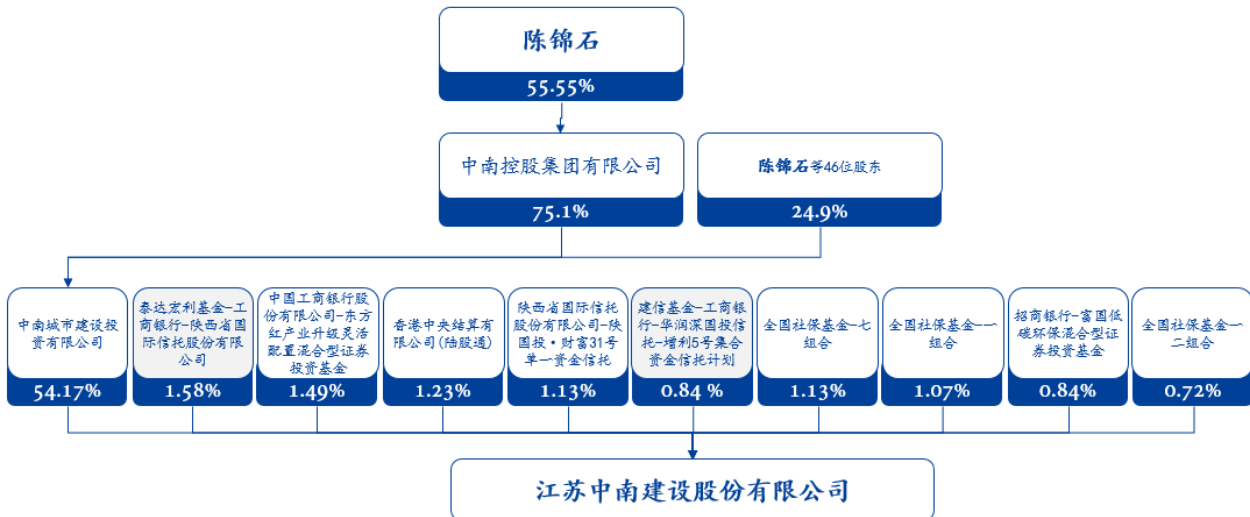
资料来源：公司官网，国盛证券研究所整理

## 1.2 股权结构集中，机构资金持续进入

截至 2019 年 11 月，公司第一大股东为中南城市建设投资有限公司，持有本公司 2,019,190,975 股普通股，持股比例为 54.17%，实际控制人为公司董事长陈锦石，股权结构较为集中。



图表3: 中南建设股权结构(更新至2019年11月)



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

备注: 图中灰色背景的股东代表非公开发行配售股东。

**配售股东未来减持压力已不大。**公司于2016年4月实施非公开发行,发行价格14.68元/股,增发规模为3.16亿股。经过2016年资本转公积金(每10股转增15股)后,转增规模为7.9亿股,占总股本的21.3%。本次非公开发行限售期为1年,于2017年4月解锁。截止2019年6月,方正富邦基金-平安财富-汇泰186号单一资金信托与华融证券-华融兴盛1-20号集合资产管理计划均已退出前十股东(由于华融资管计划分20只产品,无法得知其总量是否仍在前十股东),而泰达宏利基金-工商银行-陕西省国际信托股份有限公司、建信基金-工商银行-华润深国投信托-增利5号集合资金信托计划、华安未来资产-宁波银行-中国民生信托-中国民生信托·大家风范002号单一信托则分别有65.3%、75.3%、70.0%的减持,目前分别持股1.59%、1.14%、0.98%,合计持股3.71%。

图表4: 非公开发行配售股东持股情况(截至2019H1)

	配售股数 (亿)	目前持股 (亿)	减持比例	目前持股占 比
方正富邦基金-平安财富-汇泰186号单一资金信托	1.70		已退出前十股东,未披露	
泰达宏利基金-工商银行-陕西省国际信托股份有限公司	1.70	0.59	65.3%	1.59%
建信基金-工商银行-华润深国投信托-增利5号集合资金信托计划	1.70	0.42	75.3%	1.14%
华安未来资产-宁波银行-中国民生信托-中国民生信托·大家风范002号单一信托	1.19	0.36	70.0%	0.98%
华融证券-华融兴盛1-20号集合资产管理计划	0.64		已退出前十股东,未披露	

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

2019年上半年,公司前十大股东新进了四只基金:全国社保基金七组合、全国社保基金一组合、中国工商银行-汇添富美丽30混合型证券投资基金、汇添富基金-建设银行-中国人寿-中国人寿委托汇添富基金公司股票型组合。分别持股0.98%、0.98%、0.57%、

0.57%。其中国寿委外基金系一季报进入前十大股东，中报未出现在前十大股东，无法得知其减持情况，另外三只基金分别在最新前十大股东中排名第7、8、10位。另有一只基金持续增持：中国工商银行股份有限公司-东方红产业升级灵活配置混合型证券投资基金分别于一季报期和中报期增持了96.8万股、1453.8万股，最新持股比例1.38%，由2018年末的第九大股东跃升为2019年中报公司第三大股东。

### 1.3 房地产业务：销售5年10倍铸就成长龙头

公司已完成全国化布局。公司房地产业务目前已进入内地106个城市，覆盖全国400毫米等降水线以东多数人口密集省份，开发项目主要集中在长三角区域(上海、江苏、浙江、安徽)和山东，在珠三角区域、福建、湖南、河南、京津冀区域以及沈阳、西安、武汉、成都、重庆、昆明、贵阳、南宁等中心城市亦有项目。

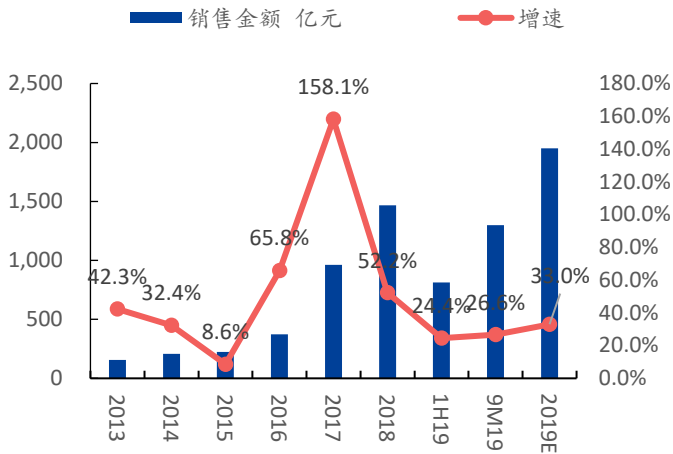
图表5：中南置地业务布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

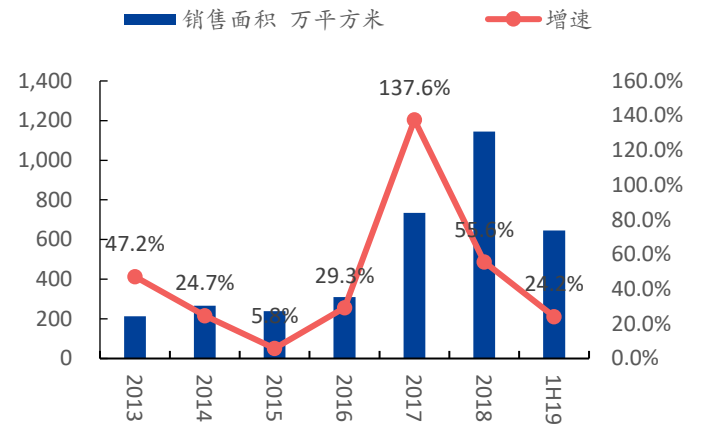
公司近年销售高增，5年10倍。公司销售金额2013-2018年始终保持高速增长，增幅在30%以上，2016-2018年增速尤为亮眼，在52.2%-158%之间，主要是受益于三四线去库存政策及房价上涨。2019年全行业增速有所放缓，公司19H1销售增速24.4%，下半年销售进度加快，截至9月，同比增速33%。全年销售目标1900亿元，同比增速30%，有望超额完成，全年增速仍处于行业前列。

图表6: 中南建设销售额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

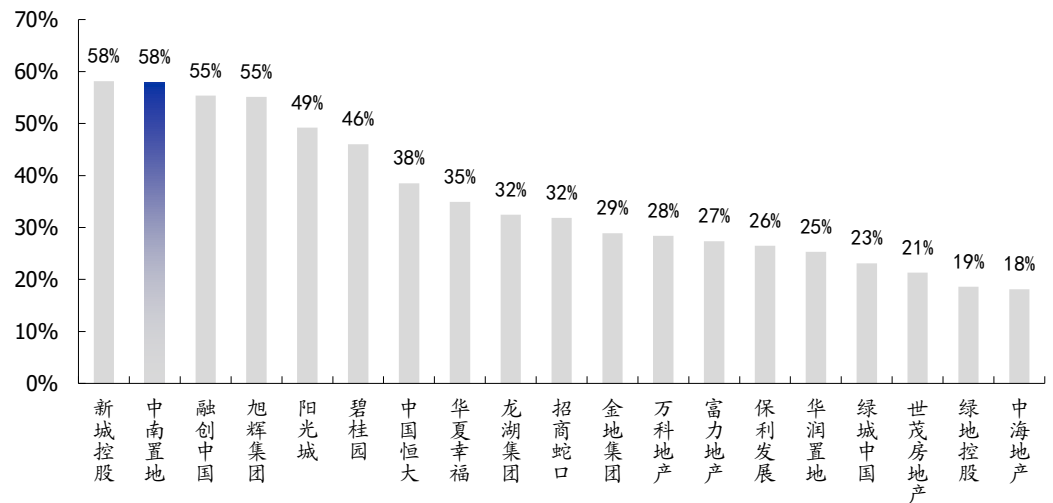
图表7: 中南建设销售面积及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司销售金额排名猛增至**16**位。公司2013年销售金额155亿元, 2018年销售金额1520.5亿元, 为前者的9.8倍, 年均复合增速58%, 在top20房企中排名第二。在销售额排行榜上亦从2013年的44名, 跃升至5年后的第18名, 2019年1-9月销金排名更是激流勇进, 再次前进2位至16名。

图表8: top20 房企2013-2018年销售金额复合增速排名



资料来源: 克尔瑞, 国盛证券研究所

从top40房企销售金额排名表可以看出, 2014-2019年中, 除2015年外, 每一年中南置地的销售额增速都高于其所在排名段位的门槛值增速。以2016年为例, 进入排行榜前30名的门槛由前一年的295.1亿元增至455.2亿元, 增幅54%, 而中南置地销售金额增幅119%, 远超前者, 实现了2016年由top50到top30的大幅跃升。

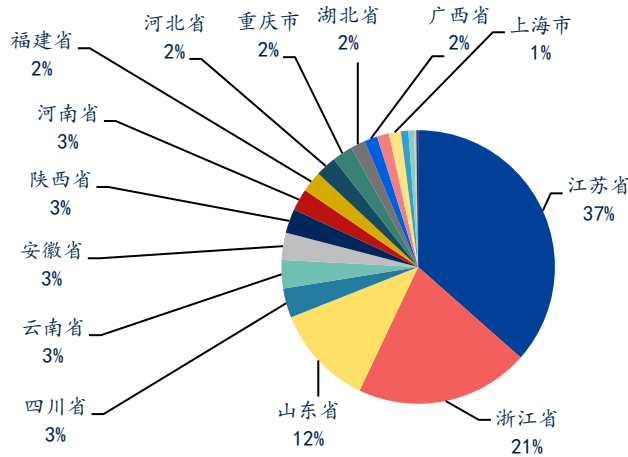
图表 9: 中南置地销售金额(操盘口径)排名变化图

2014	销售金额 (亿元)	门槛变化	2015	销售金额 (亿元)	门槛变化	2016	销售金额 (亿元)	门槛变化	2017	销售金额 (亿元)	门槛变化	2018	销售金额 (亿元)	门槛变化	2019 M1-9	销售金额 (亿元)	门槛变化
第10名	658.0	19%	第10名	725.1	10%	第10名	1100.2	52%	第10名	1512.0	37%	第10名	2006.7	33%	第10名	1413.5	1%
第20名	288.0	-12%	第20名	358.0	24%	第20名	646.7	81%	第18名 中南置地	963.2	92%	第18名 中南置地	1520.5	58%	第16名 中南置地	1173.2	14%
第30名	223.0	3%	第30名	295.1	32%	第23名 中南置地	502.3	119%	第20名	910.2	41%	第20名	1303.4	43%	第20名	972.0	2%
第36名 中南集团	207.0	34%	第40名	233.1	25%	第30名	455.2	54%	第30名	689.1	51%	第30名	1005.1	46%	第30名	653.8	-5%
第40名	187.1	13%	第42名 中南集团	229.0	11%	第40名	336.8	44%	第40名	455.9	35%	第40名	753.0	65%	第40名	478.8	-1%

资料来源: 克尔瑞, 国盛证券研究所整理

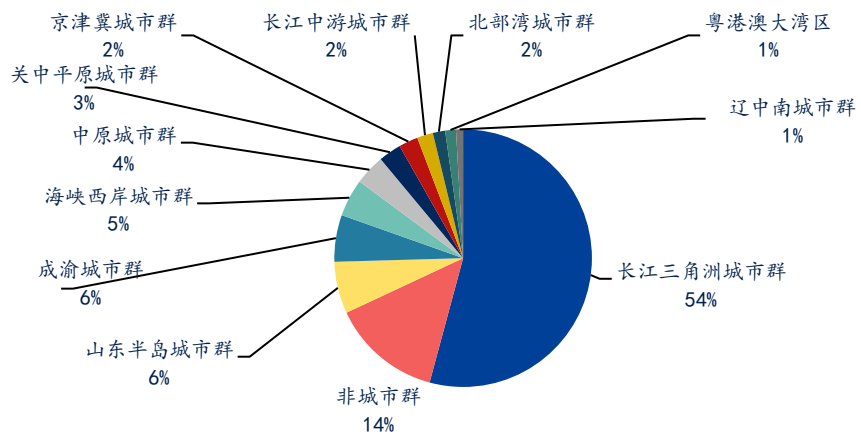
销售结构中苏浙鲁及城市群贡献大。公司 2019 年上半年销售额主要来自江苏、浙江、山东等经济强省, 三者合计销售额贡献占比 70%。从城市群来看, 公司上半年 86% 的销售金额来自全国十九大城市群中的十二个, 仅有 14% 的项目来自非城市群的城市, 如昆明、贵阳等省会城市, 或淮安、连云港、临沂等江苏、山东、安徽的已经形成品牌美誉度的老牌布局城市。

图表 10: 公司 2019 年上半年销售金额区域分布(按省)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司 2019 年上半年销售金额区域分布(按城市群)

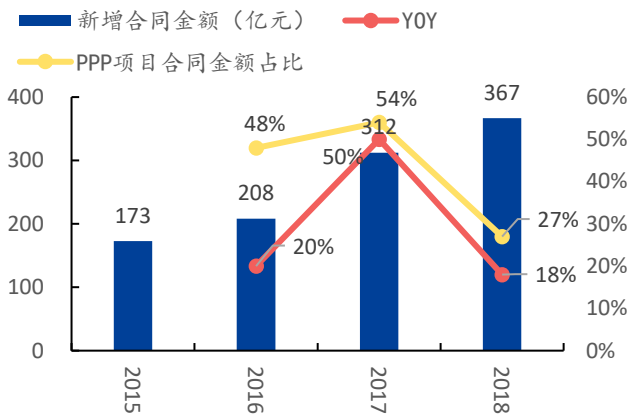


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.4 建筑业务：在手订单充足，PPP 模式项目占比提升

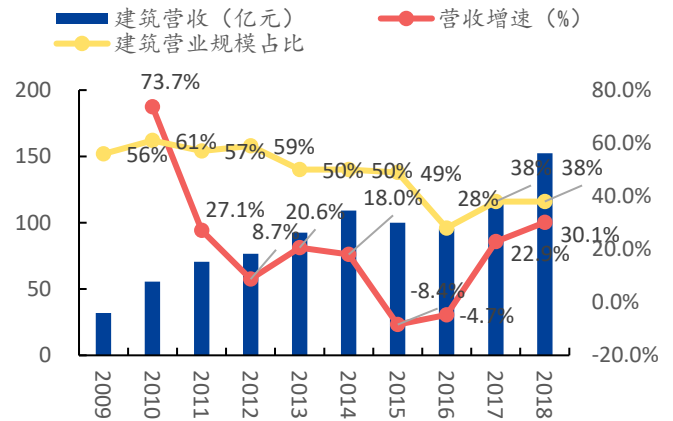
建筑业务核心主体江苏中南建筑产业集团有限责任公司是国家首批授予的特一级资质企业，还拥有建筑装饰装饰一级、机电设备安装一级等资质，累计获得国家专利 130 余项。公司注重大型公共建筑和知名业主民用建筑的承接，参与了北京鸟巢、国家大剧院、首都机场 T3 航站楼等项目的建设。近年来公司业务模式从单一的施工总承包向 PPP 等方面升级。2018 年建筑新增合同额 367 亿元，同比上升 24%。18 年营收占比 38%，随着地产业务营收高增，建筑业务营收占比将相对减小。

图表 12: 建筑业务新增合同金额及 PPP 合同占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

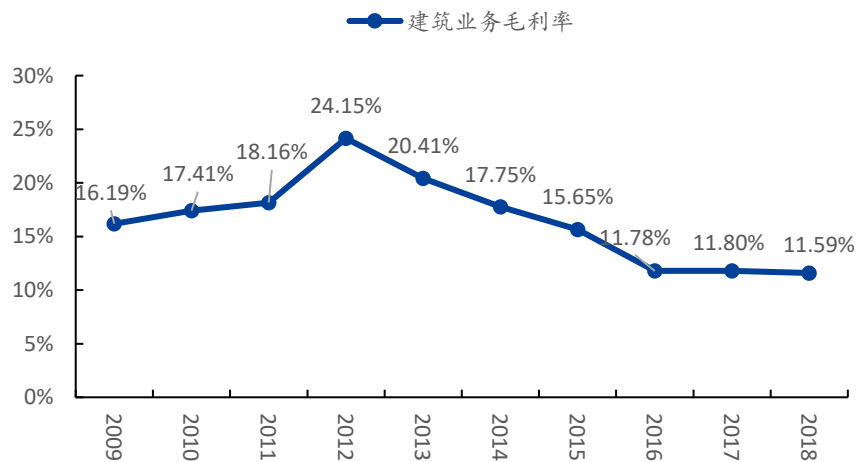
图表 13: 建筑业务营收规模及占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司建筑业务毛利率自 2012 年来有所下滑，至 2016 年后稳定在 11%-12% 左右。预计未来毛利率水平可保持稳定。

图表 14: 建筑业务毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

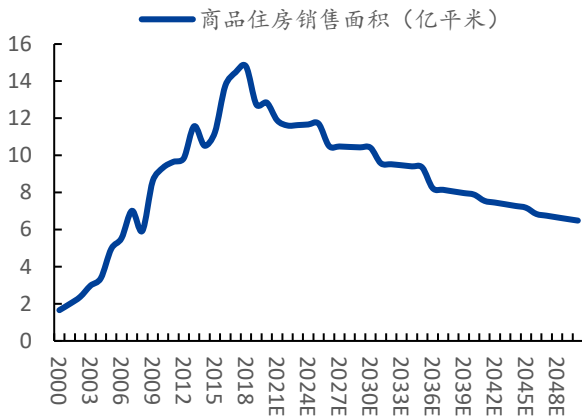


## 2.行业：在核心城市群二三线城市高周转可以创造阿尔法

### 2.1 全国需求增速拐点到来、房价增速放缓

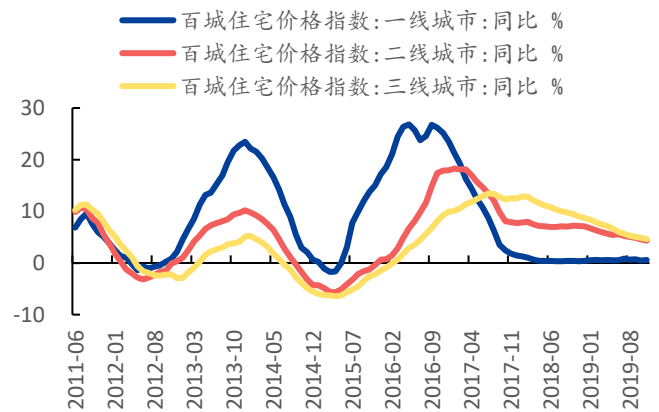
2019年中国房地产新房市场峰值拐点到来，预计全年住宅销售面积约17.3亿方，同比增速1.7%，预测20年销售面积-2.1%。将城市商品住房需求拆解成城镇人口增长带来的需求、人均住房面积增长带来的需求和城市更新带来的需求进行测算，我们预测2019-2025年平均每年仍能有12亿平方米的需求，2025-2030年下降至10.5亿平米/年。房价方面，一二三线城市房价自15、16年开始回暖，而后一线城市率先趋稳，二三线在持续了4年的上涨趋势后，到2019年11月同比增速回落至4.3%、4.6%，预计明年房价涨幅将继续收窄，进入平稳时代。

图表 15: 商品住房销售面积预测



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 百城房价同比增速



资料来源: CREIS, 国盛证券研究所

图表 17: 商品住房销售面积测算

年份	平均每年商品住房需求(亿平方米)
2019-2025E	12.0
2025-2030E	10.5
2031-2040E	8.8
2041-2050E	7.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2 城镇化和人口流入，驱动核心城市群的高线城市住房需求继续稳增

#### 2.2.1 世界人口迁移规律：从城市化到大都市圈化

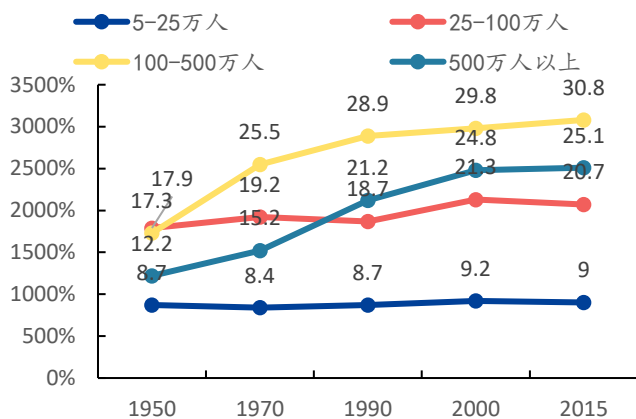
从美国和日本的经验看，人口迁移在城市化中后期有从乡村和中小城市向大都市圈迁移的特点。即城镇化进程出现城市分化的特点，都市圈的人口集中度将提升，而中小城市的人口占比不再提升。

美国城市化率在1910年达51.2%，1940年达56.5%，与中国当前接近，1970年达73.6%，与中国2030年目标接近，2010年达80.7%。1910-2010年，美国都会区人口比重从28.4%增至83.7%，其中人口向大都会区集聚态势明显。特别是在1970-2010年，城市化进程迈向75%的后期，500万人以上都会区人口比重增加9.4个百分点，远高于

100-500万、25-100万、5-25万人都会区的4.0、1、0.3个百分点。

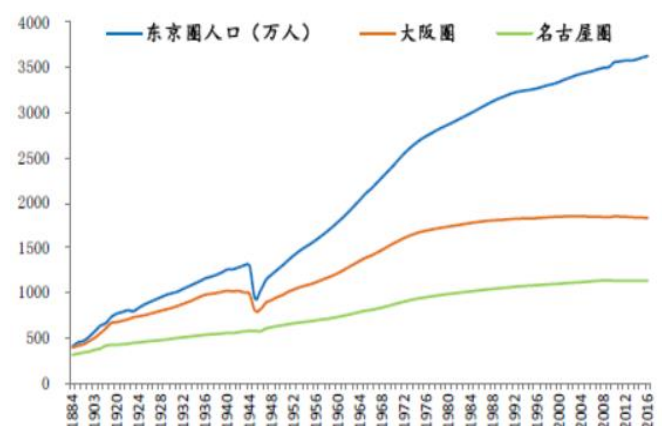
在日本城市化进程中，1973年后从向东京圈、大阪圈、名古屋圈“三核”集聚转为向东京圈“一极”集聚。1955年东京圈、大阪圈、名古屋圈GDP占全国份额分别为23.8%、15.3%、8.6%，人口占比分别为17.3%、12.3%、7.3%，到1970年，三大都市圈GDP占比分别增至29.3%、17.5%、9.5%。1973年至今东京圈的人口集中度有独立提升趋势。名古屋圈人口略有迁入，大阪圈人口基本处于净迁出状态。即日本城镇化在后期由三核增长变为单极增长。日本的启示是，在城市群发展的初期，各个城市群人口占比将同步提升，而到后期，可能只有最核心的城市群依旧能保持人口集聚度提升。

图表 18: 美国不同人口的大都市圈人口占比变化



资料来源: 美国人口调查局, 国盛证券研究所

图表 19: 日本人口向三大都市圈集聚



资料来源: 日本总务省统计局, 恒大研究院, 国盛证券研究所

### 2.2.2 七大城市群中的高线城市，新房需求将稳健增长

我国 2014 年《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》及“十三五”规划要求建设长三角、珠三角、京津冀、长江中游、成渝、山东半岛、海峡西岸、哈长、辽中南、中原、关中平原、北部湾、山西中部、呼包鄂榆、黔中、滇中、兰州-西宁、天山北坡、宁夏沿黄等 19 个城市群。

2018 年这 19 个城市群以 25%的土地集聚了 75%的人口，创造了 88%的 GDP。城镇人口方面，有 77%分布在 19 大城市群。按人口排名，前七大城市群为长三角、长江中游、京津冀、山东半岛、成渝、中原、珠三角城市群，人口总量占全国 52%，贡献了全国 67%的 GDP。

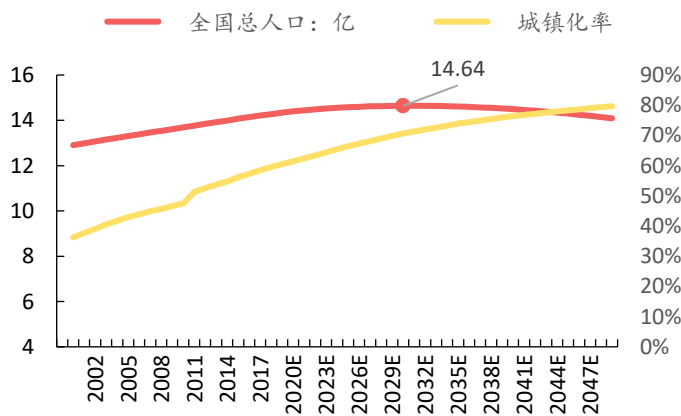
图表 20: 中国 19 个城市群空间分布示意图



资料来源:《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》, 国盛证券研究所

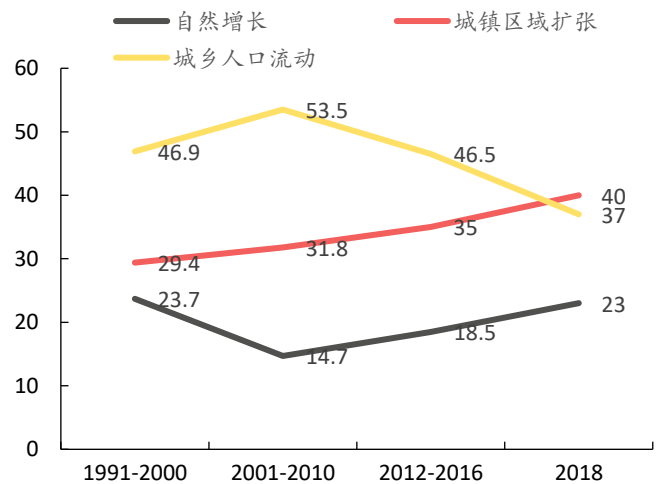
根据联合国《世界城市化展望 2018》预测, 中国城市化率(常住人口口径)将在 2030 年达 70.6%, 即城镇人口达 10.3 亿, 较 2018 年末 8.3 亿城镇人口增长 2 亿人。城镇人口增长主要有三大来源: 城乡人口流动(农民工进城务工、农村户籍学生落户城市)、城镇人口自然增长、城镇区域扩张(行政区划变动, 乡村升级为城镇)。其中自然增长和城镇区域扩张贡献的城镇人口占比自 2001 年来有所提升, 据国务院发展研究中心的数据, 至 2018 年, 城镇化人口来自自然增长、城镇区域扩张、城乡人口流动的比例将分别达到 23%、40%、37%。其中自然增长和城镇区域扩张的贡献占比自 2001 年来有提升的趋势。

图表 21: 中国人口的城镇化进程



资料来源: 联合国, 国盛证券研究所

图表 22: 全国新增城镇人口来源占比(单位: %)



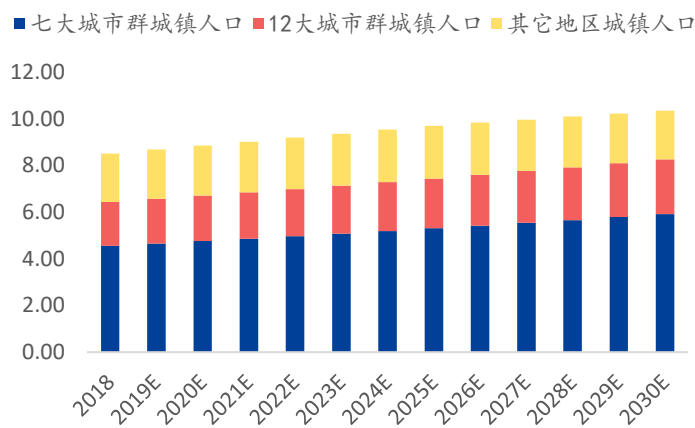
资料来源: 国务院发展研究中心, 复旦大学人口研究所, 恒大研究院, 国盛证券研究所

我们假设七大城市群常住人口年均复合增速 11%, 自然增长率 4.5%, 其它 12 个城市群常住人口年均复合增速 9%, 自然增长率 4.5%。假设 2018-2030 年间城镇化人口中自然增长、城镇区域扩张、城乡人口流动贡献占比分别为 25%、45%、30%。

经测算，2018年-2030年，全国总人口复合年均增速**0.21%**，全国城镇常住人口复合年均增速**1.8%**。而**七大城市群、十二大城市群、其它地区的城镇常住人口复合年均增速分别为2.2%、1.9%和0.82%**。需要注意的是，由于预测口径是城镇常住人口，其它地区的城镇人口增速仍高于人口自然增长率的原因是仍有行政区划变动，将村民“变为”城镇居民，并非外地人口流入。而**19个城市群城镇人口增速超过全国水平的原因，是有其它地区的人口流入该地区。**

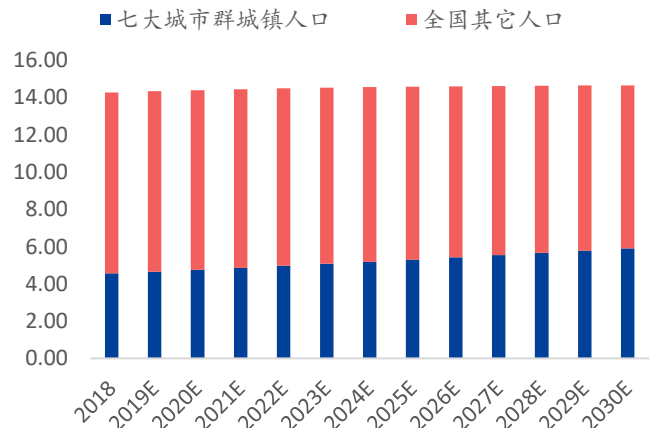
尽管全国人口总量已进入峰值时代，增速放缓，至2031年达到拐点后进入人口总量下行区间。而城市群化将驱动核心城市群城市的城镇常住人口持续增加。其中七大城市群城镇人口将由2018年的4.55亿人增加至2030年的5.91亿人。增加的1.35亿城镇人口来自城乡迁移、城际迁移、城镇区域扩张、自然人口增长的数量分别为3150万、3000万、4700万、2600万人，占比分别为23%、23%、35%、19%。核心城市群城镇人口的增长为房地产市场提供了坚实的人口基础。

图表 23: 分城市群地域城镇人口预测 (单位: 亿人)



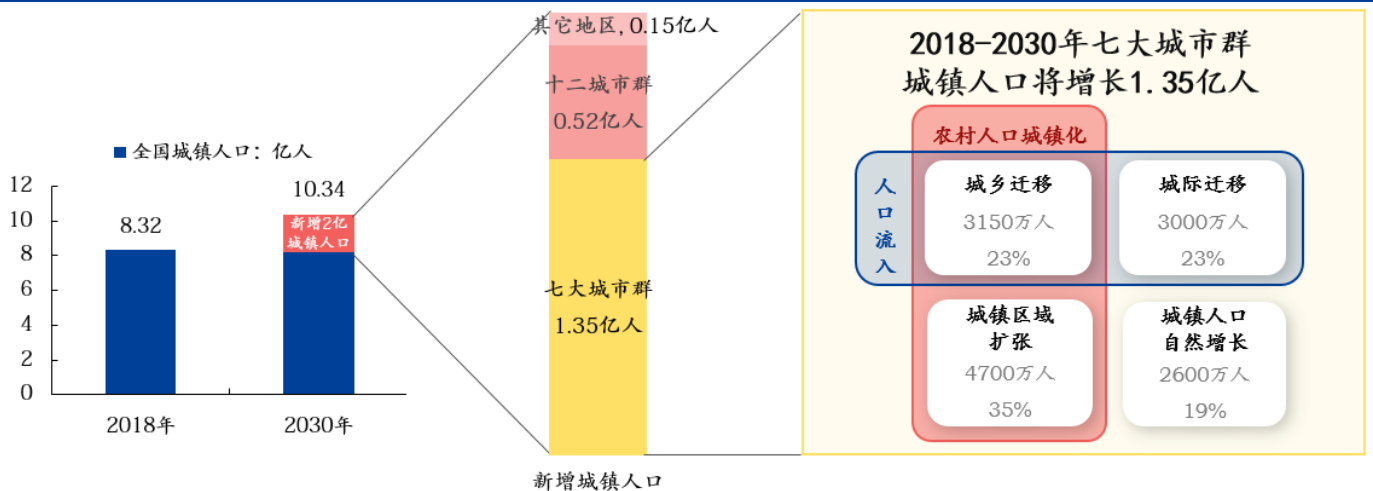
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 24: 全国总人口与七大城市群城镇常住人口 (单位: 亿人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 25: 七大城市群新增城镇人口来源



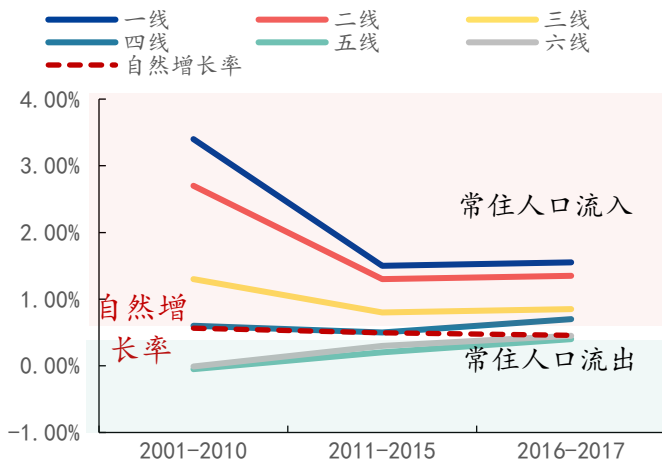
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

一二三线城市常住、户籍人口均保持流入，五六线均流出。高线城市基本面更好。将全国地级市的市区、县级市和县用GDP的标准划分为一二三四五六线城市。其中一线城市为北上广深四个城市，二线城市为多数省会城市、计划单列市及少数发达地级市辖区，共33个，GDP多在4000亿元以上。三线城市为GDP多在1100亿元以上的弱小省会城

市和部分较强的地级市辖区，以及少数实力突出的县级市，共74个。四线、五线、六线城市分别为GDP在420亿元以上、160亿元以上、160亿元以下的其他城市，主要是较弱小的地级市辖区、县级市及县，个数分别为256、607、1203个。

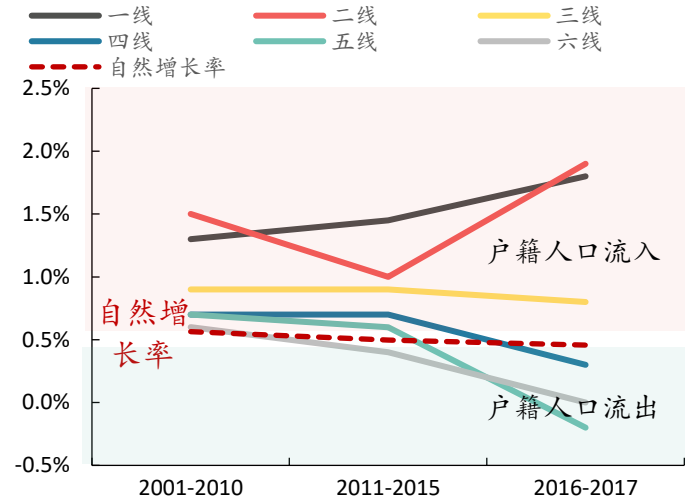
计算各线城市的人口增速。可以看出，不论是常住人口还是户籍人口，一二三线城市的人口增速都高于自然增长率，即人口流入，而四线城市常住人口流入、户籍人口流出。五六线城市常住、户籍人口均为流出。

图表 26: 分线城市常住人口增速



资料来源: 统计年鉴, 国盛证券研究所

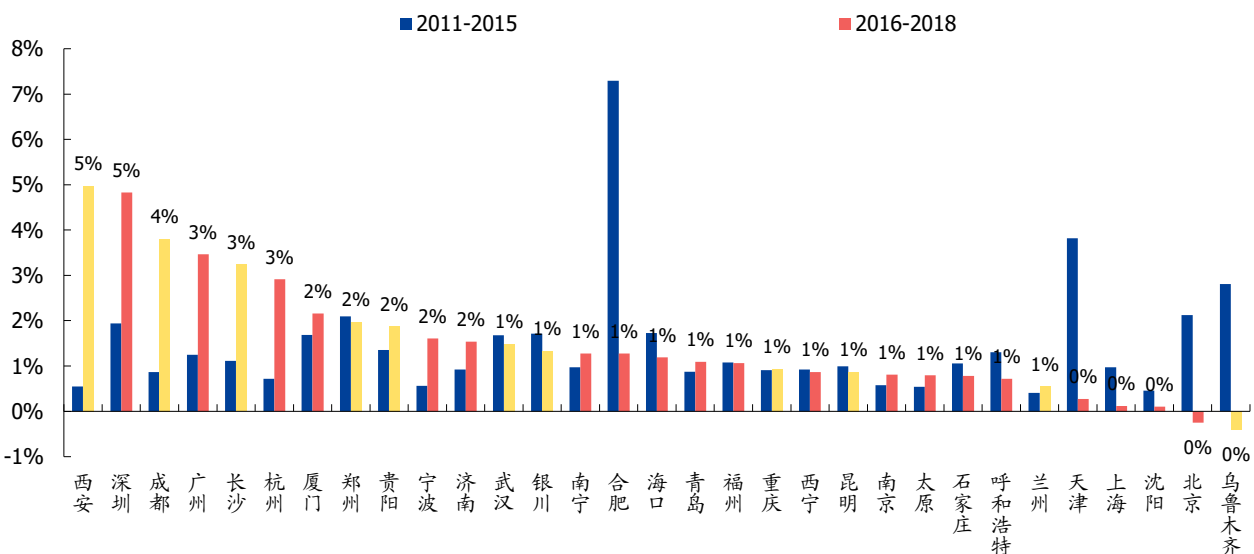
图表 27: 分线城市户籍人口增速



资料来源: 统计年鉴, 国盛证券研究所

**不可忽视的中西部城市: 人口加速回流。**2016年-2018年的人口迁移图景相比于2011-2015年已有较大变化, 主要是户籍制度的放开和城市人才引进政策的放开, 使得城市对人口的吸引力发生变化。表现较为亮眼的是中西部(中、西北、西南地区)的省会和计划单列市。西安、成都、长沙、郑州、贵阳、武汉分别录得平均每年5%、4%、3%、2%、2%、1%的人口增速, 高于北京、上海、天津等传统强市。

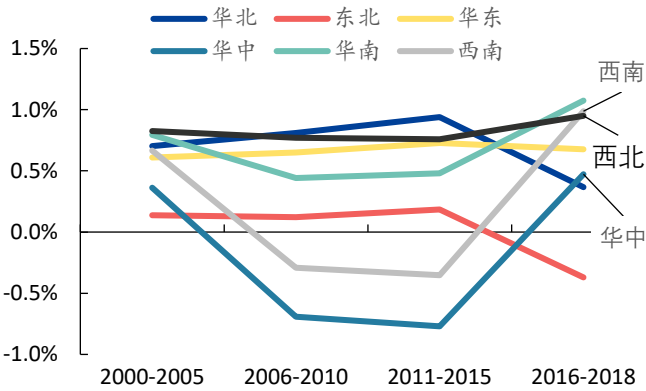
图表 28: 省会和计划单列市平均每年常住人口增速(黄色为华中、西北、西南地区城市)



资料来源: wind, 国盛证券研究所



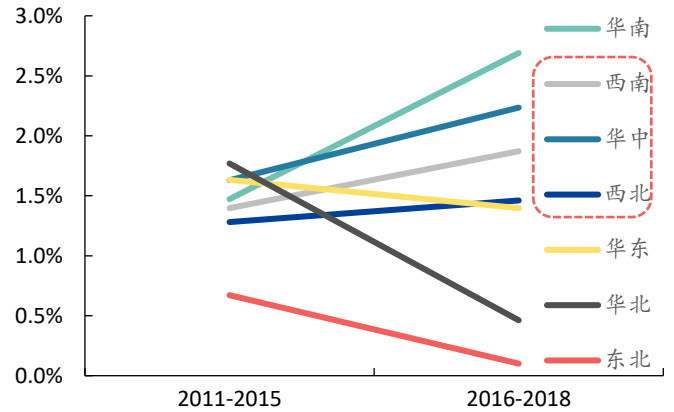
图表 29: 各地区省份平均常住人口增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

备注: 按各地区每省常住人口增速算数平均值计算。

图表 30: 各地区核心城市常住人口增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

各地区核心城市为省会和计划单列市; 含一线城市

结合城市群发展趋势和城市对人口的吸引力来看, 未来一线城市、核心七大城市群的二三线城市将继续保持强劲的人口流入。另一方面, 随着户籍制度改革的深化, 外来人口本地化的趋势正在潜移默化地发生。这些地区的房地产市场基本面仍能十分坚挺, 其需求增速在全国需求下滑背景中仍可保持持续增长。

## 2.3 稳房价稳杠杆时代, 高周转至关重要

### 2.3.1 当下阶段高周转型龙头房企 ROE 好于独特拿地型龙头房企

历史上曾有开发商通过囤地获取了超高回报。如今, 客观条件上, 通过招拍挂方式获取土地并进行囤地的策略已经不可行。2011年12月21日国土资源部发布《闲置土地处置办法(修订草案)》公开征求意见的通知。规定土地闲置满1年的, 报经批准后, 按土地价款的20%征缴土地闲置费。闲置满2年的, 有权无偿收回土地使用权。17年以后国土资源部严打囤地行为。当前阶段要想合法囤地, 只能通过旧改、商业住宅综合体、产业新城等方式获取低价大盘土地。这种资源获取方式的特点是前期与政府、村集体沟通时间较长、可能面临较高的拆迁不确定性, 对周转率的影响较大, 但获取成本相比招拍挂大幅降低, 且操盘能力优秀的企业将大幅提升项目净利润率。

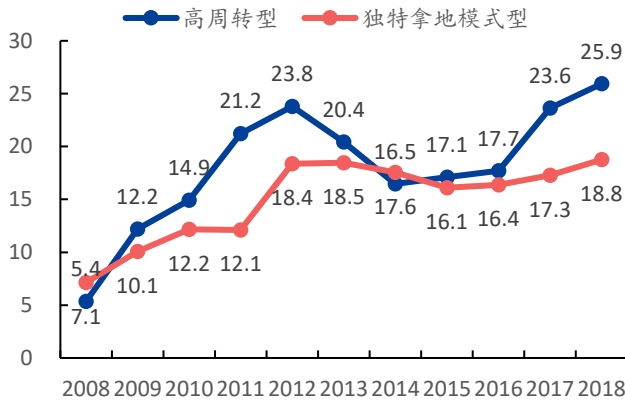
为了探讨在接下来的稳房价、稳杠杆的政策背景下, 高周转和独特拿地模式的 ROE 水平变化, 我们选取了9个在周转速度和拿地模式特殊方面较有代表性的负债率接近的三十强房企, 其中高周转代表房企有新城控股、旭辉、蓝光、荣盛, 独特拿地型企业有华润置地、招商蛇口、华夏幸福、滨江集团、大悦城。

**整体上, 高周转企业的 ROE 高于独特拿地型企业。**在2012-2014年间, 由于全国库存高增, 高周转型企业周转率和利润率共同下降驱动 ROE 降低, 随后“去库存”政策下, 权益乘数与利润率上升共同驱动 ROE 回升, 17年为23.6%, 高于独特拿地型房企。

**短期内权益乘数将继续上升。**18、19 房企融资政策年较为严格, 虽然权益乘数仍在回升, 但其主要是由于销售回款提升带动预收账款提升导致的, 房企的有息负债率实际是下降的。严厉的供给端政策拖累了土地价款增速, 如果政策继续收紧, 1年后将拖累房地产投资, 不利于稳定经济。2020年房企融资政策大概率边际回暖, 房企整体有息杠杆水平有望保持稳定, 资产负债率可能仍将继续提升。而房价上涨趋缓后, 新增项目的毛利率将小于过往项目, 净利率水平将有所回调。而17-18年房企销售高增, 营收滞后, 加大投资补库存, 总资产快速上升, 周转率下降至历史低位, 但下降的原因与12-14年并不

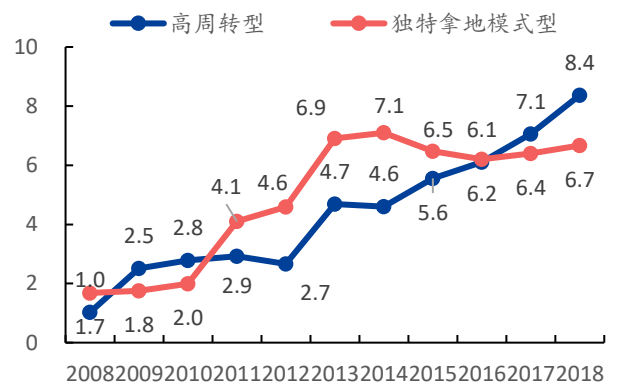
相同。随着房企补库存更加谨慎，以及竣工高峰期到来，预收账款结转确认为营业收入，收入增速将大于资产增速，促使周转率回升，而高周转型房企单盘项目更小更灵活，周转率弹性空间更大、上升的更快，ROE将继续保持对独特拿地型房企的领先。

图表 31: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的 ROE



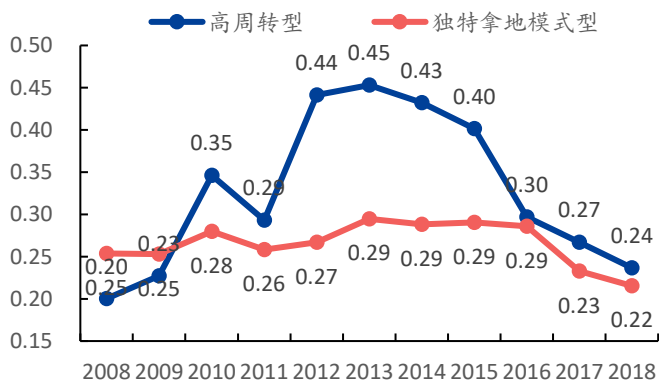
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的权益乘数



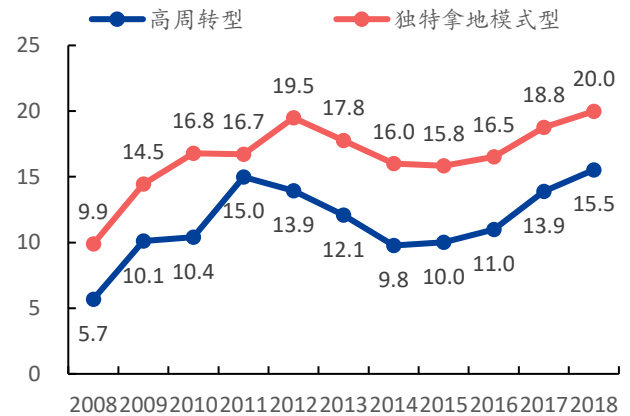
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的资产周转率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 高周转型和独特拿地模式型样本房企的净利率

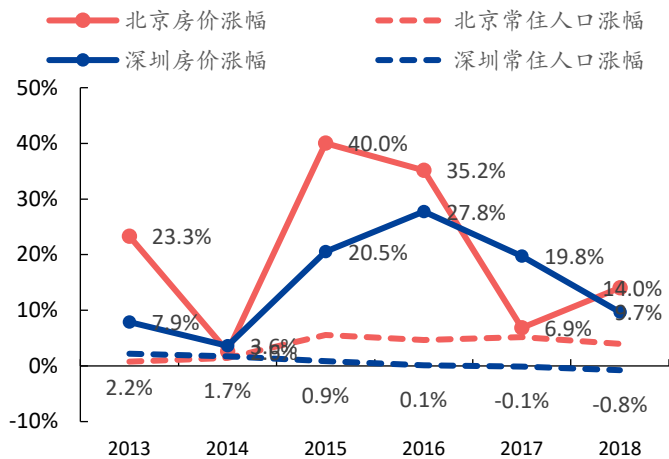


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3.2 需求稳健叠加政策相对宽松，在核心城市群二三线城市高周可转创造阿尔法

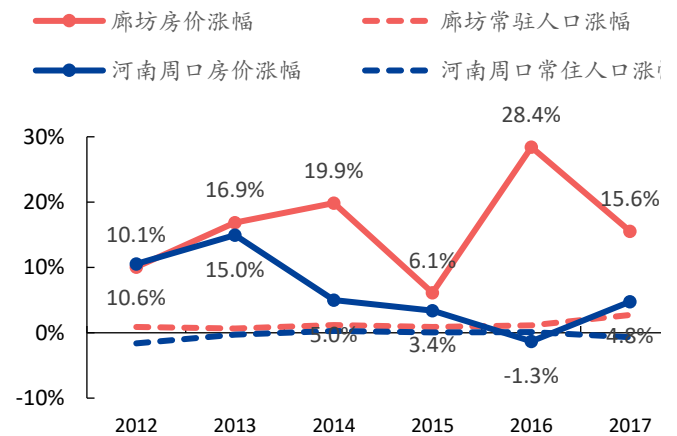
需求稳健是稳房价的前提之一。至少可保证利润率稳定，乐观情况下能享受房价上涨。从历史经验看，尽管过去全国房价轮番上涨，但人口流入地区的房价涨幅高于人口流出地区。以北京、深圳为例，北京常住人口增速自 15 年被深圳超越，2016 年以来常住人口流出。在 15 年开始的一线城市引领的房价上涨过程中，深圳不仅是领涨者，从涨幅看 15、16 年以 40%、35.2% 的增速大幅超越北京。三线城市亦是如此。以河北的廊坊和河南的周口为例，廊坊常住人口增速始终高于周口，对应 16、17 年的三四线城市房价上涨极端中，廊坊以 28.4%、15.6% 的房价增速大幅跑赢周口，周口甚至在 16 年三四线房价上涨的时候同比仍为负，仅在 17 年补涨了 4.8%。三线城市廊坊和周口亦有同样的规律。

图表 35: 流入型和流出型城市人口增速与房价涨幅对比(一线城市)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 流入型和流出型城市人口增速与房价涨幅对比(三线城市)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

而在房价、利润率、杠杆稳定的前提条件下,三年时间快周转条件下的销售额可达慢周转的**5倍**。假设单一项目所需自有资金(资金投入期资金峰值)为4亿,销售额11亿,快周转(9个月完成预售回款)、中周转(12个月完成预售回款)、慢周转(18个月完成预售回款)的单个项目利润额分别为1亿、0.9亿、0.8亿。在快周转的情况下,4个月开盘,9个月完成预售回款,9-18个月期间利用自有资金和销售回款再投资2个项目,18-27个月期间投资4个项目,27-36个月期间投资8个项目,截止到36个月时,已完成1+2+4+8=15个项目,完成总销售额165亿,总利润(不考虑利息)12亿。同理可得,慢周转、中周转的情况下3年总销售额分别为33亿、77亿,即3年后,快周转条件下的销售额可达慢周转情况的5倍,利润可达4倍。

图表 37: 不同周转速度带来的规模与利润增长效率差异

	3年项目数	3年总销售额	3年总利润
18个月完成预售回款	3个	33亿	3亿
12个月完成预售回款	7个	77亿	6亿
9个月完成预售回款	15个	165亿	12亿

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

**政策相对宽松的城市适合高周转。**高周转意味着房企要迅速将土储开发销售,回收现金流。不同城市对预售证取证的要求有所不同。

**一二线城市的预售证达售条件较高,**往往需要主体结构形象建设进度超过2/3或1/2,而三线城市只需投资额超过开发建设总投资额的25%,甚至有的城市如佛山等只要建完一层楼即可达售。由于地下室开发建设投资额也被计入建安投资额,因此25%投资额的要求要大幅低于形象建设进度达到2/3或1/2的要求。

**达售后一二线城市限价严格。**为了防止房价波动过大,政府也会限制发放预售许可证(不

让高价盘入市), 或者压低预售许可证授权的售价上限, 开发商利润受到挤压, 只能以时间换空间, 延迟取证并公关沟通以期拿到更高售价上限的许可证。因此严格的限价政策也将减慢推货速度, 进而影响周转率。

图表 38: 不同等级的城市预售证达售量化要求

等级	城市	形象建设进度要求	投资额达到开发建设总投资比例要求	等级	城市	形象建设进度要求	投资额达到开发建设总投资比例要求
一线	北京	1/2		二线	太原	1/3	
一线	广州	无	25%	二线	武汉	1/2	
一线	上海	2/3		二线	西宁	多层 1/4, 高层 1/3	
一线	深圳	2/3		二线	银川	多层 2/3, 高层 1/2	
二线	成都	1/2		二线	长沙	1/2 或多层建筑封顶、高层建筑达到十层	
二线	大连	2/3		二线	重庆	1/2	
二线	福州	1/3		三线	南通	无	25%
二线	贵阳	无		三线	唐山	无	25%
二线	杭州	1/2(11层以上)		三线	绍兴	无	25%
二线	合肥	1/3		三线	佛山	1层	25%
二线	呼和浩特	1/3		三线	潍坊	1/4	25%
二线	济南	1/3		三线	泰州	1/2	
二线	昆明	需完成7层以上		三线	济宁	无	25%
二线	南京	无	25%	三线	商丘	3或4层	
二线	宁波	2/3		三线	淮安	1/4	
二线	苏州	1/5~1/3 根据企业信用 差异化制定	25%	三线	徐州	1/4	

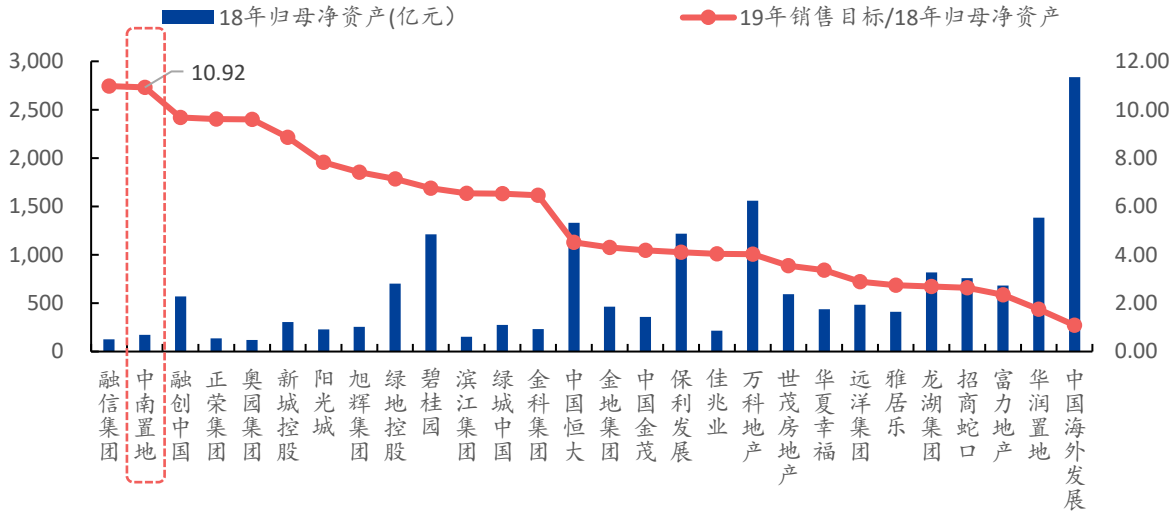
资料来源: 各地房管局, 国盛证券研究所

因此, 综合城市基本面和城市预售条件来看, 适合高周转策略的城市是这两项指标较为均衡的城市, 即核心城市群的二线城市和受到产业、人口辐射的三线城市。

### 3.公司：中南置地如何做到规模高增

定义规模增长效率指标为第N年销售金额/N-1年的归母净资产，从下图可以看出，中南置地名列前茅，显示出公司利用资本金创造销售回款的效率较高。

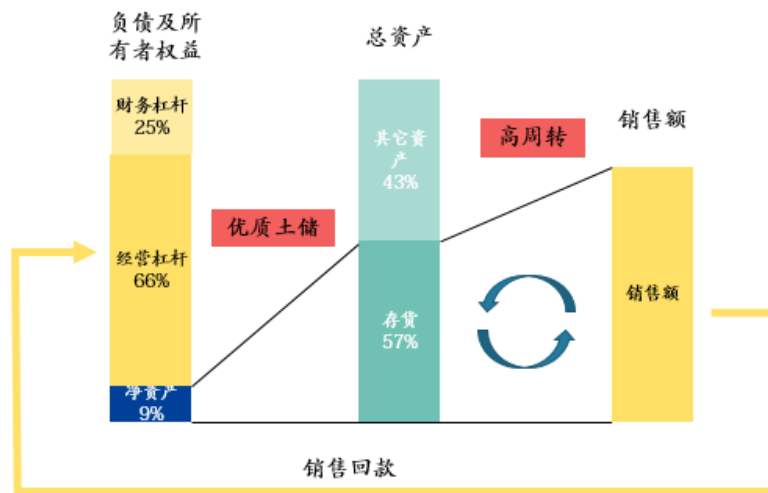
图表 39. 重点房企规模增长效率排名



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

房企销售规模增长的本质是利用财务杠杆和经营杠杆扩张存货资产，再对存货高周转销售产生销售回款，然后用销售回款补充经营杠杆，继而补充存货，如此循环，以获得较高的销售规模和资本金回报。其中**存货对应土储和新增投资**，优质的土储布局为未来的销售高周转、高去化打下基础。**周转率对应公司的运营管理能力**，包含产品人力资源管理、产品设计管理、施工管理、营销管理等能力。正是由于中南建设出色的投资布局能力和运营管理能力，使得公司15年以来保持规模的高速增长，为股东持续创造价值。

图表 40: 中南建设销售规模增长来源



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

#### 3.1 周转优势：求贤若渴，战略升级，“六先六快”促回款

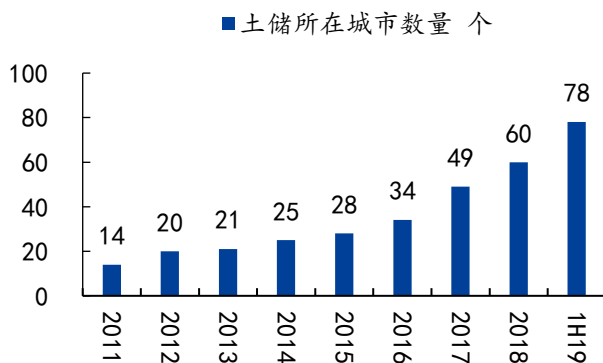
##### 3.1.1 运营战略全面升级：大盘囤地转向高周转



公司以建筑业务起家，而后依靠优秀的建筑承包能力，开启了“基建+地产”和“一级土地开发+地产”的经营模式，通过垫付政府工程投资款，与政府合作勾地获取廉价的住宅用地资源，而后通过房地产销售收回现金流。因而公司早期的投资策略主要以“打包拿地”、城市综合体的大盘项目为主，在土地资源稀缺、房价上涨的时代，这样的投资策略享受了土储大幅增值的红利。且当时政府对购地付款的资金来源和付款时间均管理较松，适合付款更“灵活”的民企。公司的“囤地策略”在这个阶段获取了巨大的成功。

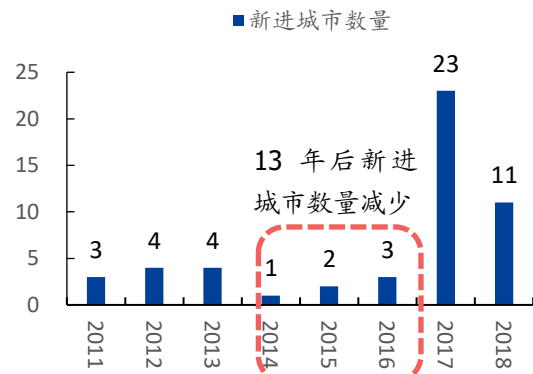
2011-2012年公司大举进入新城市，销售管理费用率有所上升。同时，受房地产调控政策影响，三四线库存开始积累，房价出现回调，公司销售表现不甚理想，利润率也有所下滑。**13年后公司开始调整投资策略**，布局方面对现有房地产销售较好，市场美誉度高的地区进行城市深耕，拿地方式由以“打包拿地为主”，转向明确大盘项目、短平快项目拿地比重，降低单盘规模、避免过快扩张布局、增大单城市销售规模。并提出“三先六快”模式，标杆项目昆山项目3个半月完成了拿地到开盘销售。

图表 41: 公司土储所在地级市数量



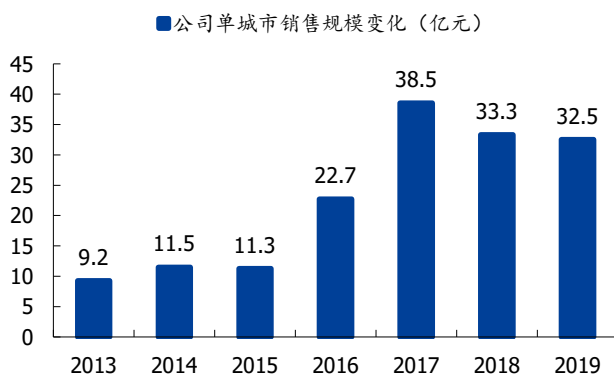
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 公司新进城市数量



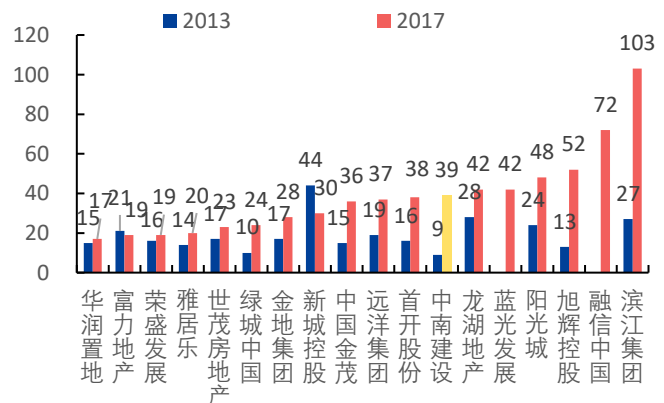
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 公司单城市销售金额变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 行业龙头企业单城市销售金额变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**15年后,公司加大一二线城市的布局。并在16年开始引入职业经理人,更新高管团队,由家族管理模式逐步转向拥有现代化治理结构的企业。18年后布局战略为深耕长三角区域、珠三角区域和中西部核心城市。**

图表 45: 公司年度投资布局策略和拿地策略

	对下一年土储布局的计划	对下一年投资策略的计划	目标
2009	经济发展基础相对较好省份的二、三线城市	以打包拿地模式为主	扩大公司土地储备
2010	重点开拓北京、天津、上海、南京、山东等地区	打包拿地为主、挂牌拍卖为辅	-
2011	-	以打包拿地模式为主，获取城市综合体项目	进一步加大新项目获取的力度，保证全年获取 3 个以上城市综合体新项目。
2012	-	新进城市综合体项目、发达地区进行深耕、布局养老和旅游地产	-
<b>2013</b>	<b>对现有房地产销售较好，市场美誉度高的地区进行城市深耕</b>	<b>明确大盘项目、短平快项目拿地比重</b>	-
2014	推进主流市场布局	坚持“精准化、精细化、经济型、均好型”的经营思路	-
2015	加快向一二线城市转移，重点拓展北京、上海、深圳以及这些城市的卫星城，保留有潜力的三四线城市，对现有无发展前景的三四线城市项目，继续实施停、卖、转	-	以“调结构、降负债”为目标，做强房地产开发与建筑施工双主业
2016	加强核心区域业务地位，并向一线城市拓展。	-	做强房地产开发与建筑施工双主业
2017	-	-	提质增效，做大做强房地产开发与建筑施工双主业
2018	继续深耕长三角区域、珠三角区域和中西部核心城市	-	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.1.2 激励放权求贤若渴，人心所向志在必得

引进专业的经理人团队，打造现代化管理的房企。中南建设发轫于江苏南通，总部原先位于南通海门。原先公司主要管理人员均来自创始人兼董事长陈锦石的创业团队。随着公司规模迅速扩张和进入城市数量的增长，这种传统的管理模式已经不再匹配。2013年，公司经营模式、管理制度全面调整。2016年，公司将地产业务总部迁至上海，加强对人才的吸引力。到 18 年 4 月，中南置地基本完成了管理团队的更新，从原先的“陈锦石-陈昱含-陈小平”为核心的高管团队，转变为以“陈锦石-陈凯-陈昱含”为核心的“新三陈”结构。

图表 46: 中南建设董事及高管团队变更及背景

人员	集团职务	上市公司		背景	备注
		原职务	现职务		
陈锦石	董事局主席	董事长	董事长	中南创始人	创始人
陈昱含	集团董事	中南置地董事长	中南置地总裁	中南元老成员	老中南人
陆建忠	集团党委书记	监事会主席	无	中南元老成员	老中南人
钱军	监事会主席	财务总监	无	中南元老成员	老中南人
陈小平	副总经理	中南置地总裁	中南建设常务副总经理	中南元老成员	老中南人
陈凯	董事局副主席	无	中南置地董事长	历任华润、龙湖、阳光城高管	职业经理人
柳方	集团董事	无	首席战略官	历任通用电气、天祥质量服务有限公司首席运营官	职业经理人
陆忠亮	集团董事	无	高级副总裁	历任通用电气、知合控股集团首席人力资源官	职业经理人
刘畋	集团董事	无	中南建设副总经理	中建五局	职业经理人
辛琦	集团董事	无	财务总监	历任中海上海财务总监，阳光城财务总监	职业经理人
柏利忠	副总裁	无		莱仕阁(深圳)投资控股有限公司董事长	职业经理人
梁洁	董事会秘书	无	无	原万科证券事务代表	职业经理人

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司董事长是地产行业的明星职业经理人。曾在 2012-2015 年带领阳光城实现 30-300 亿的规模增长，并加大对长三角区域的布局，带领阳光城从区域性房企转变为全国型房企。与之前不同的是，陈凯本次加入中南置地，不仅是以职业经理人的身份，更是股东的身份。2018 年中报，陈凯持股占流通股 0.45%。陈凯在华润、龙湖收获的千亿级房企管理经验、产品标准化经验、企业文化制度建设经验和在阳光城收获的高周转管理经验，与中南置地的转型需求十分匹配。陈凯作为中南置地的董事长，不仅对规模增长负责，还对全面搭建中南建设的地产平台和文化建设负责。对于中南置地向优秀 500 强企业的全面转型，陈凯的加盟起到了锦上添花的作用。

图表 47: 中南置地董事长陈凯履历

 <p><b>陈 凯</b> 中南置地董事长</p>		1995	1995年开始就职华润置地，前后13年里辗转多地，担任过武汉、苏州、宁波、无锡、上海等地高管职位。在就职上海期间，致力于探求建立住宅标准体系，受到业内广泛认可。
		2008	加入龙湖地产，被委任为运营及投资发展部总经理，并在次年9月升任龙湖地产执行董事。
		2012	3月加入阳光城，并担任总裁职务，大力推进“高周转+低成本”等五大战略，实现了从30亿到300亿的规模增长，解决了资产周转的问题。带领阳光城拓展长三角区域，帮助企业成功由区域型走向全国型房企。
		2015	和中南合作成立了“中南善悦”开发投资了“宁波海曙善悦花园”、“上海湾海悦湾”、“山海虹桥商务公寓”等项目
		2017	成为中南置地新一届董事长。全面掌管中南建设地产业务。参与股权投资，成为公司股东，管理方面除对规模负责外，还负责搭建地产业务平台、创建企业文化。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**新一轮期权激励，受众更广，业务骨干更受益。**公司于2018年对董事、高管、高级业务骨干等共计49人实施股票期权激励计划，共授予23260万份期权，占总股本的6.27%。2019年5月，公司再次实行股票期权激励计划，与18年不同的是，本次激励对象主要为地产和建筑业务总部及区域有关负责人及业务骨干人员(不包括董事及高级管理人员)，受益人数增加至486人，首次授予期权份数11209万份，占总股本的3.02%。本次新一轮期权激励，受众更广，有利于激发中层干部及业务骨干的潜力。

图表 48: 公司 2019 年股票期权激励计划条件

时间	行权期	业绩要求	对应业绩	可行权数占比
2019 年	第一个行权期	相对 2017 年度净利润增幅不低于 560%	39.8 亿元	33%
2020 年	第二个行权期	相对 2017 年度净利润增幅不低于 1060%	70.0 亿元	33%
2021 年	第三个行权期	相对 2017 年度净利润增幅不低于 1408%	90.9 亿元	34%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

备注: 净利润指扣除投资性房地产应用公允价值计量模式影响后的公司合并报表归属上市公司股东的净利润

图表 49: 公司 2018、2019 年股票期权激励计划

	2018	2019
激励对象	公司董事、高级管理人员以及产业集团总部核心管理人员、区域负责人	地产和建筑业务总部及区域有关负责人及业务骨干人员(不包括董事及高级管理人员)
首次授予人数	49 人	486 人
期权份数	23, 260 万份	13, 837 万份
首次授予期权份数	21, 580 万份	11, 209 万份
占总股本	6.27%	3.73%
首次授予占总股本	5.82%	3.02%
期权的行权价格	6.33 元/股	8.49 元/股

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.1.3 “六先六快”运营模式，拿地到开盘平均用时 7 个月

公司 2013 年开始战略转向高周转，提出了“三先六快”的要求，后为了适应土地市场勾地、合作拿地的新形势，要求又增加至“六先六快”。快周转要求的总体原则是早起跑、串改并、控节点以实现项目的快速开盘回款。

“六先”的具体要求是先获取土地信息、先开展第三方独立调研、先开始规划设计、先对设计及施工单位进行招投标、先和政府谈判，确保托底、先找合作伙伴，明确开发主体。“先”的意思是将部分工作前置到拿到地块之前，为拿地到开盘节省时间。

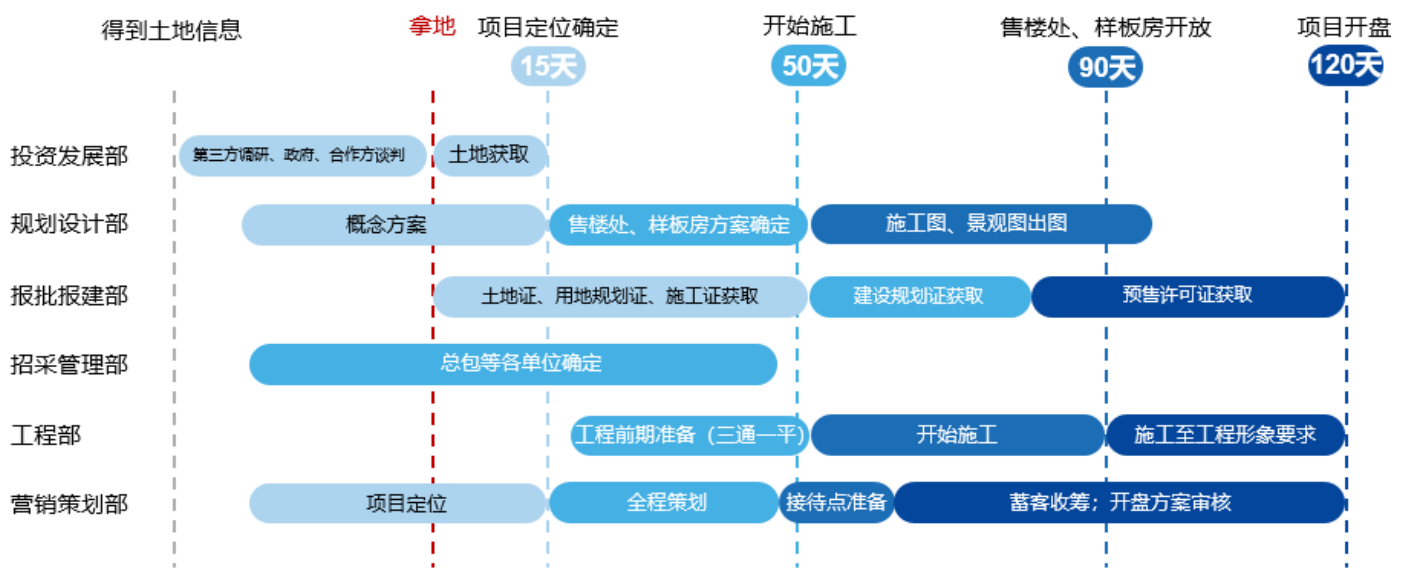
“六快”的具体要求是快速匹配人力资源、快速完成规划报批、快速完成“四证”办理、快速实现开工建设、快速实现银行融资、快速销售回款。

图表 50: 公司“六先六快”要求

	六先	六快
1	先获取土地信息	快速匹配人力资源
2	先开展第三方独立调研	快速完成规划报批
3	先开始规划设计	快速完成“四证”办理
4	先对设计及施工单位进行招投标	快速实现开工建设
5	先和政府谈判, 确保托底	快速实现银行融资
6	先找合作伙伴, 明确开发主体	快速销售回款

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 公司周转标杆项目的快速开盘得益于“六先六快”



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所绘制

图表 52: 中南建设重要节点距离拿地的时间要求

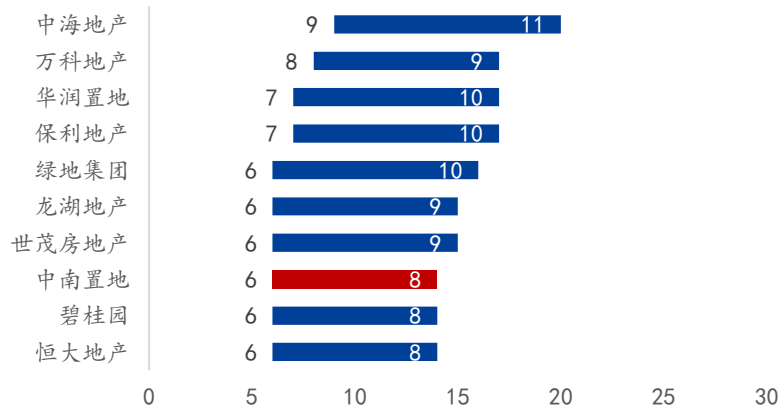
拿地后天数	项目定位	土地证	开始施工	三点一线开放	预售证取证	开盘
一线	15 天	45 天	70 天	210 天	270 天	270 天
二线	15 天	50 天	50 天	150 天	180 天	180 天
三线	15 天	50 天	50 天	90 天	120 天	120 天

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 2019 年计划开工面积 998 万方, 占 2018 年拿地面积 1595 万方的 62.6%, 开工积极迅速。另外公司布局二三线相对更多, 达售条件和达售后获取预售许可证的难度低于一线城市, 受益于此, 公司项目拿地到开盘只需 6-8 个月, 处于标杆房企中的**第一梯队**。



图表 53: 中南置地拿地到开盘时间处于最快梯队(单位: 月)

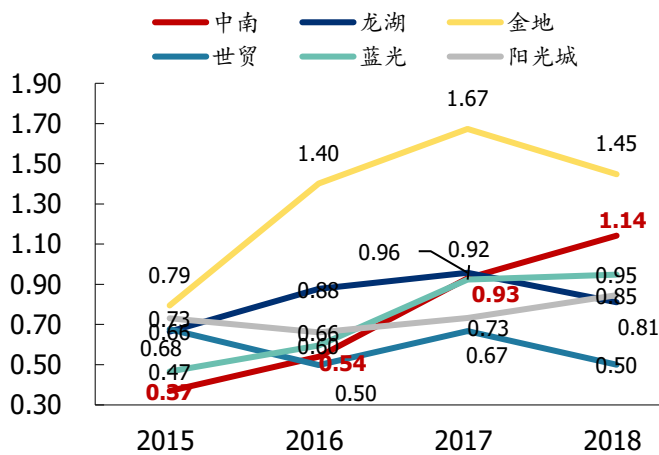


资料来源: 根据新闻整理, 国盛证券研究所

**存货周转率显著提升。**存货周转率显示了公司对存货资产的利用效率, 该指标与土储销售倍数此消彼长, 是一件事情的两面。

**在销售高增、量价齐飞的阶段,**更高的土储/销售倍数(囤地策略)意味着有能力保证销售供货充足, 更意味着存货将受益于房价上涨, 为公司带来更高的利润。某龙头公司失去第一名宝座一定程度上是因为 15 年后在棚改货币化安置去库存的时代无货可卖, 这反映了土储充足的重要性。**但在销售去化率下行, 房价面临回调压力的时期,**存货周转率提升(高周转策略)意味着更快的推货能力、更高的资金利用效率、更灵活的投资机会、和更少的存货减值。我们认为, **在当前阶段, 快周转能力是民营房企不在本轮“洗牌”中被淘汰的基本生存能力。**公司存货周转率从 2015 年的 0.37 逐年提升至 18 年 1.14, 从一个侧面反映了公司新进管理团队后, 公司的周转能力已经实现了质的飞跃。

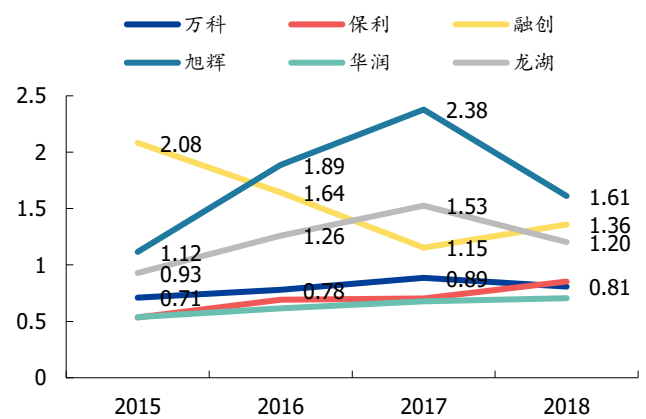
图表 54: 主流房企经调整存货周转率 1



资料来源: wind, 国盛证券研究所

备注: 存货调整方法为剔除非房地产开发业务的存货

图表 55: 主流房企经调整存货周转率 2



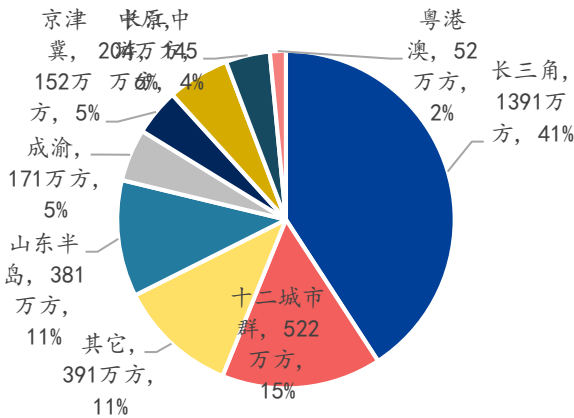
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 土储优势: 布局基本面良好且周转较快的核心城市群二三线城市

### 3.2.1 整体布局：深耕核心城市群二三线城市，深度受益长三角一体化

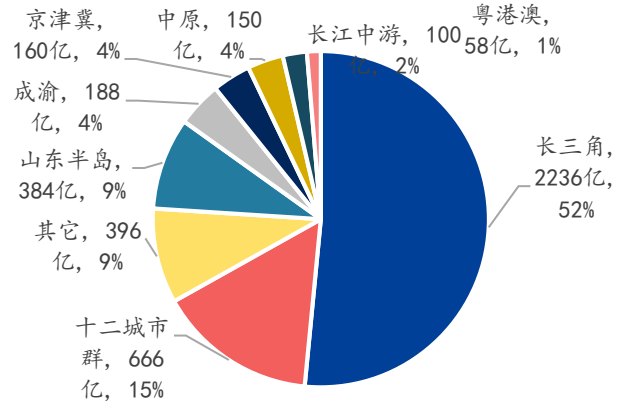
公司 2019 年 H1 全口径未竣工土储 6270 亿元，权益比例 69%。权益口径未竣工土储总货值为 4339 亿元，91%分布在 19 大城市群，其中七大城市群占比 74%，十二大城市群占比 15%。七大城市群中长三角和山东半岛占比较高，分别为 52%、9%，权益未结货值分别为 2236 亿元、384 亿元。长三角作为当前 19 个城市群中发展最为成熟、一体化程度最高的 2 个城市群(珠三角和长三角)之一，其内部二三线城市将持续受益于核心城市的产业人口外溢和外部产业人口的流入。

图表 56: 2019H1 权益未结土储面积分布



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 57: 2019H1 权益未结土储货值分布

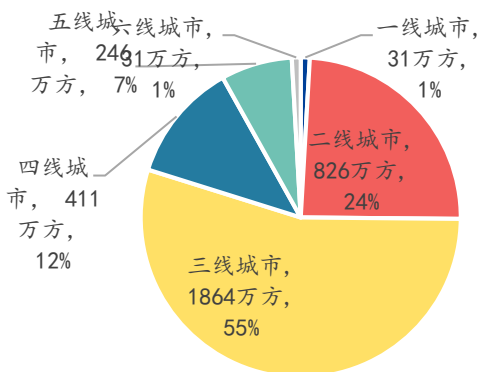


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

存量土储一二线面积占比 37%。公司当前全口径未竣工土储面积 4903 万方，权益口径 3409 万方，主要分布在三线城市，面积占比 63%，二线和一线城市占比分别为 36%和 1%。从趋势上看，二线城市占比较 16 年的 27%已经有所提高。

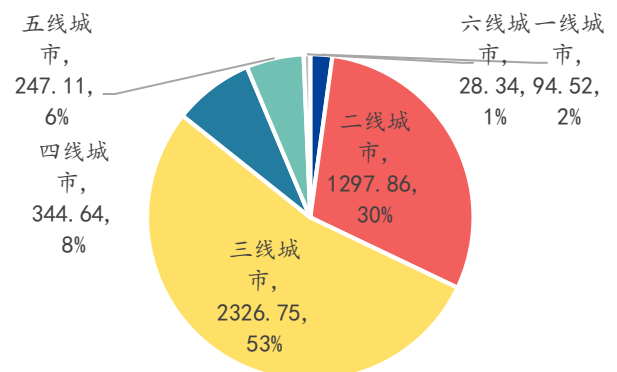
将公司权益未竣工土储面积按县一级行政区进行更细致的划分，分成一二三四五六线城市，可以看到，公司一二三线土储面积合计 2721 万方，占比 80%，其中二线占比 24%，三线占比 55%。权益土储货值方面，一二三线城市合计占比更高，达 85.7%，共计 3719 亿元。

图表 58: 公司权益口径未竣工土储面积分布变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 59: 公司权益口径未竣工土储货值分布

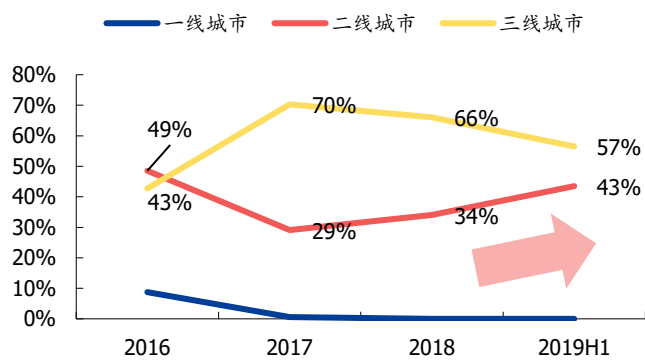


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

新增投资看，一二线拿地占比提升。公司今年加大对一二线的投资比例，新增土地投资

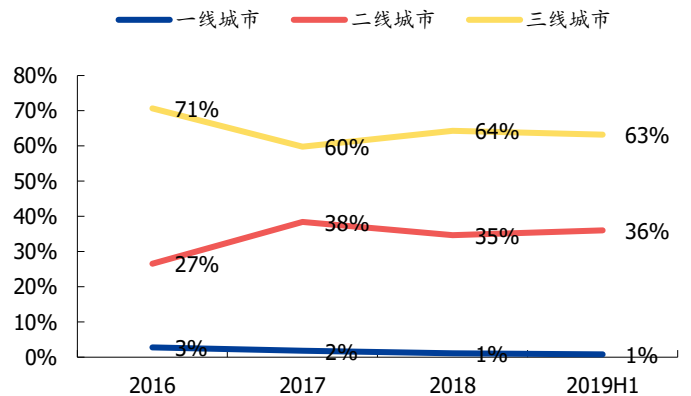
中，二线城市计容建面占比43%，三线城市占比连续2年下降至57%。这一趋势仍将持续，但受一二线城市限价和达售条件较高的影响，预计公司短期内一二线城市投资额合计占比不会超过50%。由于新增投资布局结构的变化，拿地均价对应提升，由2018年的4332元/m<sup>2</sup>上升至19年1-10月的5444元/m<sup>2</sup>。

图表 60: 公司新增土储中一二线面积占比提升至 43%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 公司历年权益口径未竣工土储面积分布变化趋势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综合分线城市和城市群来看，公司当前已进入 11 个城市群的二线城市，除京津冀、长三角、珠三角老牌城市群外，还主要包括中西部城市群，如成渝、滇中、关中平原城市群，因为中西部的核心城市的常住人口正在持续增加。公司三线城市最主要的分布区域则高度集中，主要在长三角。长三角三线土储货值占比达总土储的 34.5%。

图表 62: 公司权益未结土储货值和面积分布

	权益未结货值	权益未结货值占比	权益未结面积	权益未结面积占比
<b>1.一线城市</b>	95 亿	2.2%	31 万方	0.9%
京津冀城市群	16 亿	0.4%	7 万方	0.2%
长江三角洲城市群	79 亿	1.8%	24 万方	0.7%
<b>2.二线城市</b>	1298 亿	29.9%	826 万方	24.2%
北部湾城市群	41 亿	0.9%	30 万方	0.9%
成渝城市群	147 亿	3.4%	112 万方	3.3%
滇中城市群	90 亿	2.1%	63 万方	1.9%
关中平原城市群	214 亿	4.9%	170 万方	5.0%
海峡西岸城市群	27 亿	0.6%	11 万方	0.3%
京津冀城市群	19 亿	0.4%	15 万方	0.5%
辽中南城市群	33 亿	0.8%	30 万方	0.9%
黔中城市群	87 亿	2.0%	51 万方	1.5%
山东半岛城市群	162 亿	3.7%	107 万方	3.2%
长江三角洲城市群	438 亿	10.1%	192 万方	5.6%
长江中游城市群	39 亿	0.9%	44 万方	1.3%
<b>3.三线城市</b>	2327 亿	53.6%	1864 万方	54.7%
北部湾城市群	15 亿	0.3%	16 万方	0.5%
成渝城市群	33 亿	0.8%	48 万方	1.4%
非城市群	295 亿	6.8%	291 万方	8.6%
海峡西岸城市群	105 亿	2.4%	80 万方	2.3%

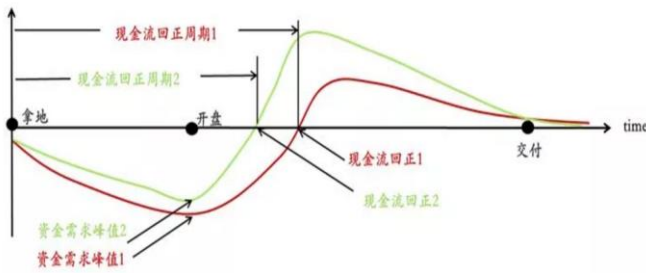
京津冀城市群	14 亿	0.3%	13 万方	0.4%
辽中南城市群	19 亿	0.4%	37 万方	1.1%
山东半岛城市群	142 亿	3.3%	163 万方	4.8%
珠三角城市群	58 亿	1.3%	52 万方	1.5%
长江三角洲城市群	1496 亿	34.5%	961 万方	28.2%
长江中游城市群	20 亿	0.5%	27 万方	0.8%
中原城市群	131 亿	3.0%	176 万方	5.2%
<b>4.四线城市</b>	<b>345 亿</b>	<b>7.9%</b>	<b>411 万方</b>	<b>12.1%</b>
滇中城市群	1 亿	0.0%	2 万方	0.0%
非城市群	15 亿	0.4%	21 万方	0.6%
海峡西岸城市群	6 亿	0.1%	3 万方	0.1%
山东半岛城市群	80 亿	1.8%	110 万方	3.2%
长江三角洲城市群	201 亿	4.6%	201 万方	5.9%
长江中游城市群	41 亿	0.9%	74 万方	2.2%
<b>5.五线城市</b>	<b>247 亿</b>	<b>5.7%</b>	<b>246 万方</b>	<b>7.2%</b>
成渝城市群	8 亿	0.2%	11 万方	0.3%
非城市群	86 亿	2.0%	78 万方	2.3%
京津冀城市群	111 亿	2.6%	117 万方	3.4%
长江三角洲城市群	23 亿	0.5%	12 万方	0.4%
中原城市群	19 亿	0.4%	28 万方	0.8%
<b>6.六线城市</b>	<b>28 亿</b>	<b>0.7%</b>	<b>31 万方</b>	<b>0.9%</b>
北部湾城市群	3 亿	0.1%	4 万方	0.1%
关中平原城市群	9 亿	0.2%	15 万方	0.4%
海峡西岸城市群	16 亿	0.4%	12 万方	0.3%
<b>总计</b>	<b>4339 亿</b>	<b>100.0%</b>	<b>3409 万方</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：公司公告国盛证券研究所

### 3.2.2 单体项目：转向招拍挂，规模小型化，适合快周转

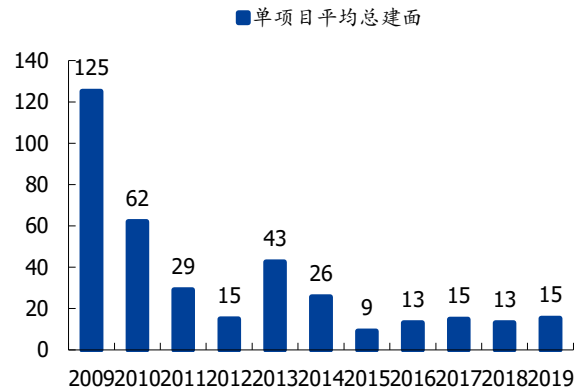
公司 13 年开始明确大盘勾地与短平快项目拿地的比例，意图加快公司周转速度。其中短平快项目的主要来源就是公开市场招拍挂，有项目信息透明、操盘标准化，更加适合高周转的特点。其它因素不变，单盘规模越大，项目现金流回正越慢，因为土地款更高，资金需求峰值更大，对应投入的资本金占压更多，且需要更多的销售回款才能使得现金流回正。高周转的要义在于尽快收回资本金并占压富余的销售回款作为无息杠杆，进行下一个项目的投入。公司 13 年战略转向高周转后，但项目平均面积快速由 43 万方/m<sup>2</sup>下降至 19 年的 15 万方/m<sup>2</sup>，预计未来稳定在此规模。

图表 63: 地产项目现金流示意图



资料来源: 赛普咨询, 国盛证券研究所

图表 64: 公司历年获取项目的单盘平均规模(单位: 万方)



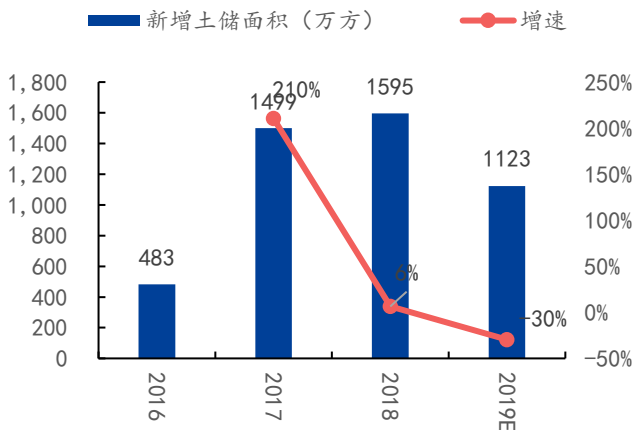
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2.3 总量可售土储充沛, 可覆盖 2020 年销售面积 1.4 倍

**19 年土地投资稳健, 下半年拿地窗口期投资加速。** 预计全年新增拿地 1000 万方左右, 同比减少 30%。按照今年 1-10 月拿地均价 5444 元测算, 拿地金额约 522 亿元, 同比减少 11.5%。需要注意的是, 尽管公司全口径投资金额减少, 但由于权益比例提升较大, 权益投资金额实际上快速增长了 28%。且公司 1-6 月新增土地计容建筑面积 423 万方, 7-10 月新增 394 万方, 相比上半年拿地速度有较大提高, 而下半年资金面收紧后土地溢价率有明显下降: 第三季度百城宅地平均溢价率 11.75%, 远低于上半年的 20.2%, 显示出公司拿地节奏把握较好。

**投资金额权益占比提升 23 个百分点, 带动权益投资金额增长 28%。** 公司 19 年新增拿地权益比例有显著提升, 权益金额占比从 18 年的 51.1% 提升至 19 年 1-10 月的 73.9%, 提升 23 个百分点, 带动权益土地投资金额增至 451.8 亿元, 同比增长 28%。

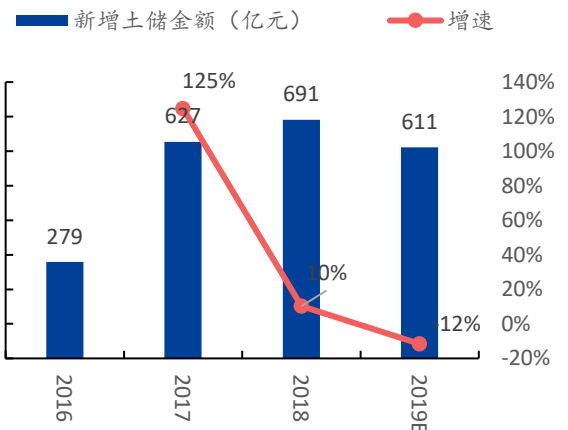
图表 65: 19 年新增土储面积有所下滑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

备注: 19 年拿地面积为假设 11、12 月每月拿地 100 万方测算得出

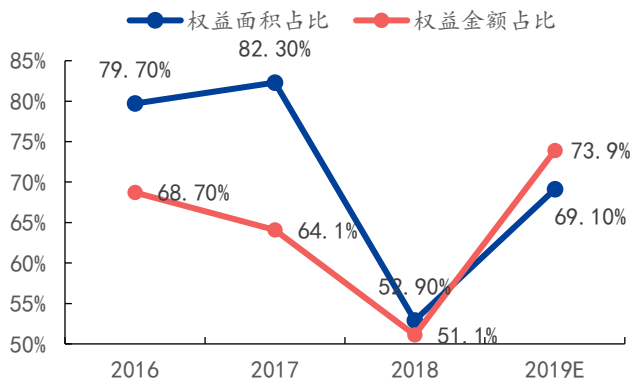
图表 66: 公司 19 年新增全口径土地金额有所下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

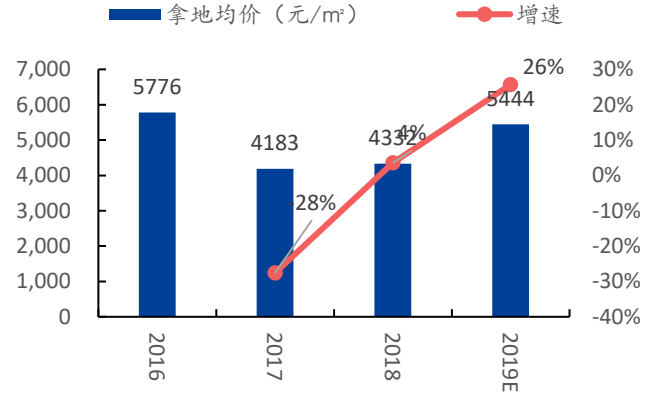


图表 67: 权益占比大幅回升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

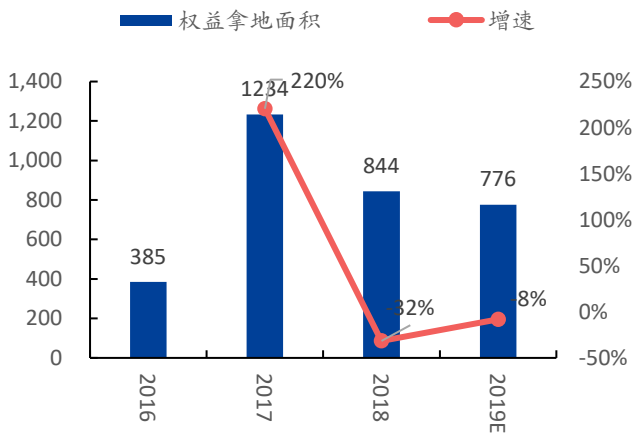
图表 68: 19年1-10月拿地均价提高25.7%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

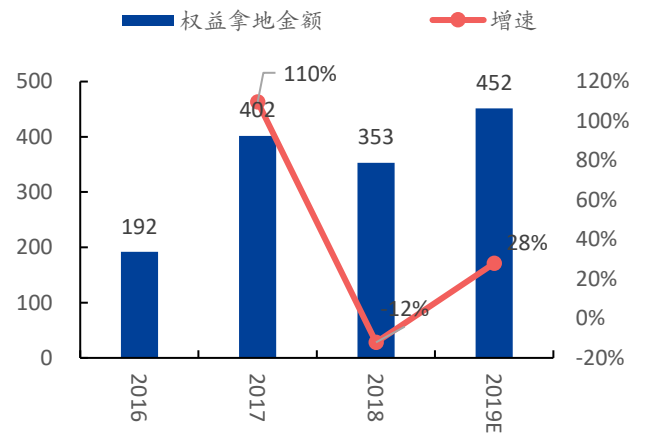
投资面积权益占比亦有所提升, 由 18 年的 52.9% 提升至 19 年的 69.1%, 上升 16.2 个百分点, 权益投资面积同比减少 8%。在权益投资面积减少的情况下, 权益投资金额仍大幅增长的原因是投资城市结构发生变化, 公司 19 年加大向人口、产业等基本面向好的二线城市的土地投资, 拿地均价有所上升。

图表 69: 权益拿地面积同比略降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 一二线布局增多带动权益拿地金额增长 28%

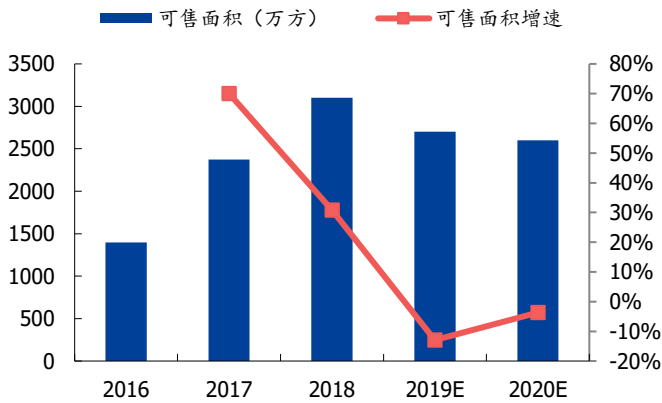


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司当前可售土储(计算方法为全口径计容建面扣除已售面积, 应小于未结算土储)近 2800 万方, 由于年底冲刺年度销售目标, 销售速度加快, 预计短期内补货速度(100 万方/月)慢于销售速度(200 万方/月), 预计 2019 年底滚存土储约为 2600 万方。

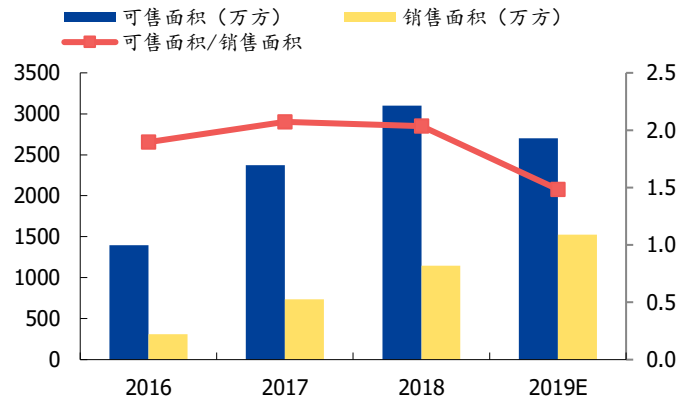
在明年销售面积增长 20% 的假设条件下, 当前可售资源足够覆盖 2020 年销售面积 1830 万方的 1.4 倍, 保证明年销售足够充裕。且土储销售倍数在当前阶段保持较低水平, 可以不用占用太多的现金资源, 符合公司小盘高周转战略, 也便于在销售下滑、土地市场竞争程度下降的窗口期捡漏获取低价土地。

图表 71: 可售面积增速 19 年处于低位



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 72: 可售面积/销售面积比例处于近年低位



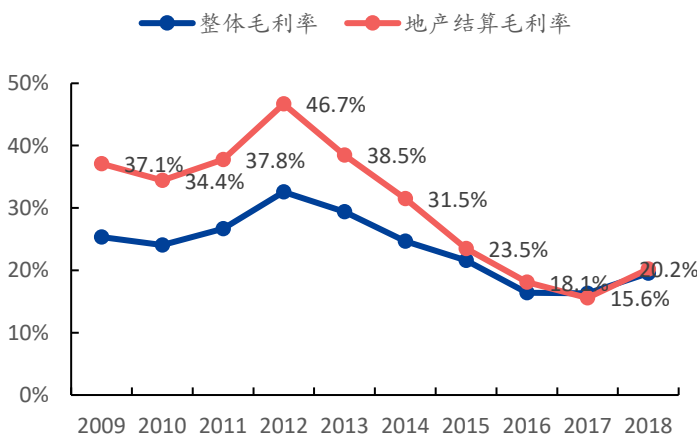
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 盈利能力显著改善且可持续, 经营杠杆高, 有息负债减少

中南建设 2018 年实现营业收入 401 亿元, 其中地产销售收入 276 亿元, 建筑业 152 亿元, 毛利率水平自 2012 年高点 46.7% 持续下滑至 17 年的 15.6%。18 年公司实现归母净利润 21.93 亿元, 归母净利率 5.8%, 远低于行业均值。

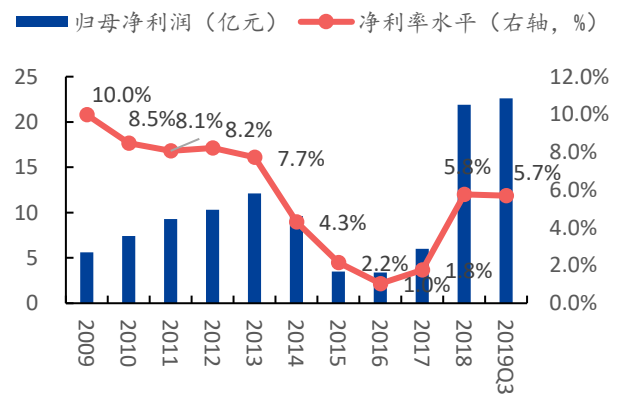
公司历史净利率快速降低的原因主要有三: 一是售价下降, 重点布局的三四线城市在 13、14 年库存高企的背景下去化压力迅速加大, 销售均价受到压制; 二是销售管理费用率高, 公司 12 年之前单城市项目数量较少, 管理半径较大, 带来较高的管理费用, 以及新进入城市所需的营销费用较高。三是公司前期较高的杠杆率和融资成本, 在毛利率不高的情况下会让净利率加速下滑。

图表 73: 中南建设整体毛利率及地产结算毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 74: 中南建设归母净利润及净利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

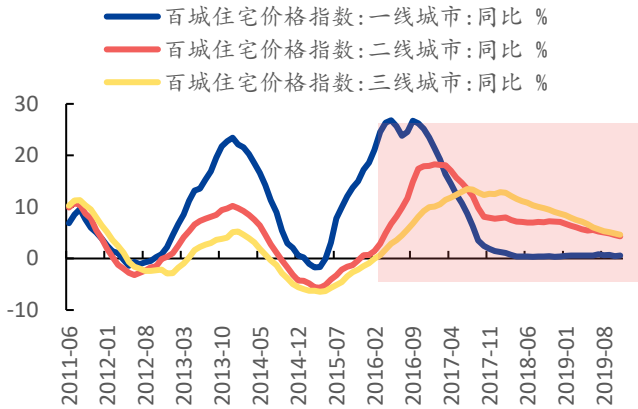
### 4.1 三四线城市房价大幅上涨, 带动盈利修复

随着 2015 年“330”新政和去库存政策的出台, 2016 年 3 月, 百城住宅价格指数三线城市房价同比增速重回正数, 涨幅扩大至 2017 年 7 月最高点 13.36% 后收窄, 截止 2019 年 11 月仍维持在 4.60%。而公司结算均价 11-14 年间都在 7000-8000 元/m<sup>2</sup> 区间波动,

15、16、17年跳涨至9400、12054、13097元/㎡，同比涨幅分别达20.6%、28.2%、8.7%。

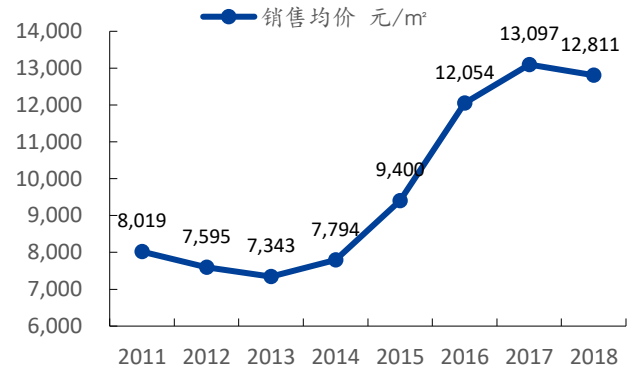
公司当前未结资源中，2016年以前获取未结算的尚有2106亿未结货值，占比28.9%，该部分货值的加权平均毛利率为39%，高于2017年以后获取的项目毛利率。原因是拿地较早的大盘项目享受了16-18年的房价大幅上涨红利。16年后地价水平大幅上升，17毛利率下降。近三年稳定在22%左右，项目层面净利率8%-10%。

图表 75: 一二三线城市百城价格指数



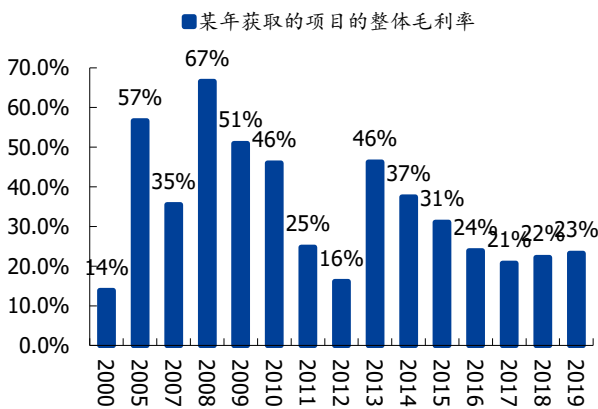
资料来源: CREIS, 国盛证券研究所

图表 76: 中南建设历年结算均价



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

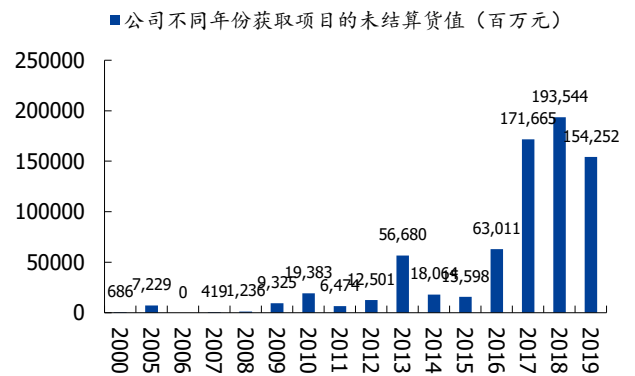
图表 77: 中南建设历年获取项目的整体毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

备注: 选取的是直至2019年H1仍未完全结算的项目按货值加权平均毛利率

图表 78: 公司不同年份获取项目的未结算货值(百万元)



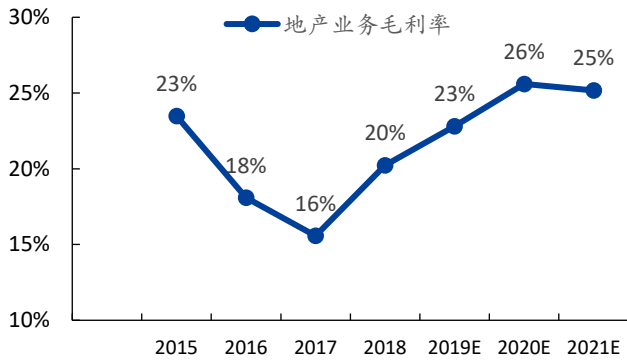
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

备注: 截止2018年底未结货值

## 4.2 调仓核心城市群二三线, 盈利能力可持续

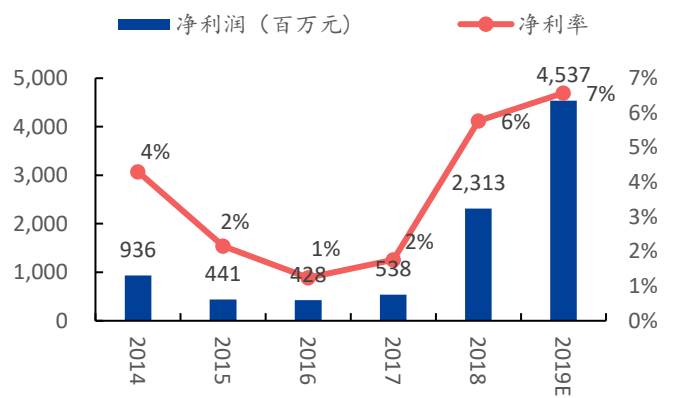
公司18年的毛利率修复一是由于公司过去“囤地”策略享受的三四线涨价红利，二是因为公司近年加大二线城市的布局，新获取的项目平均毛利率在20%-25%之间。随着历史高毛利率项目未结算货值的减少，毛利率水平将逐步回归为近期新获土地项目毛利率。在一二三线城市房价年均涨幅分别为2%、3%、1%的假设条件下，预计公司19年新获项目的平均毛利率为23%。19年全年地产业务结算毛利率上升至23%，2020年上升至26%。

图表 79: 中南建设地产业务毛利率及预测



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

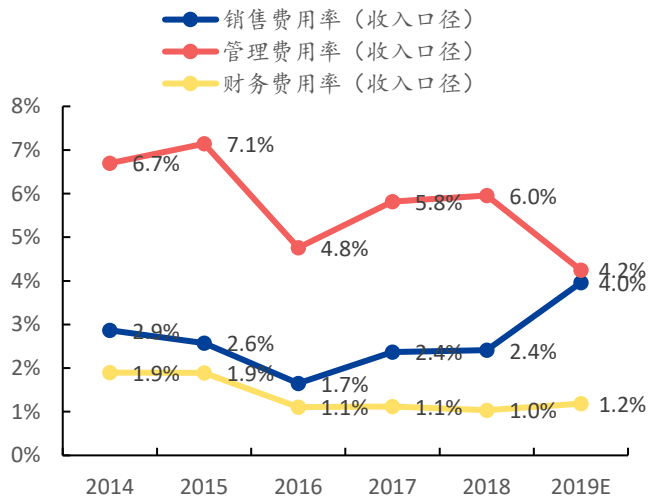
图表 80: 中南建设地产业务净利率及预测



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

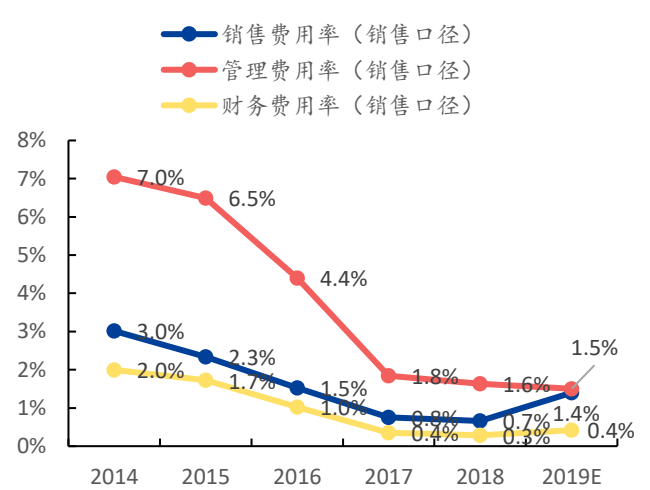
公司销售与管理费用(销售口径)逐年下降, 2018年分别为0.7%、1.6%。预计未来管理费用稳中略降, 销售费用率则会因过去两年新进城市数量较多和部分城市去化率下降而增加, 预计19年销售额口径的销售与管理费用分别为1.4%、1.5%。

图表 81: 公司销售、管理、财务费用率(收入口径)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 82: 公司销售、管理、财务费用率(销售口径)

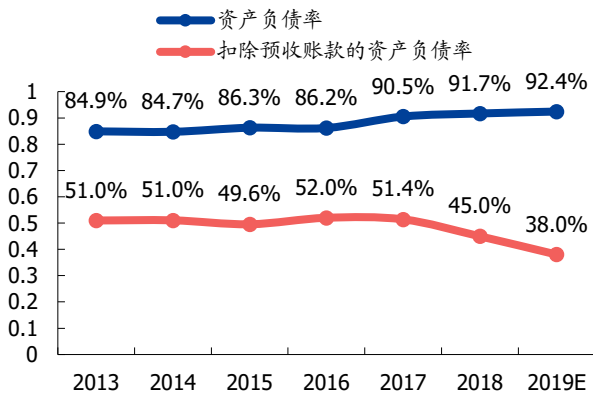


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.3 净有息负债率持续下降, 经营杠杆高, 偿债能力提升

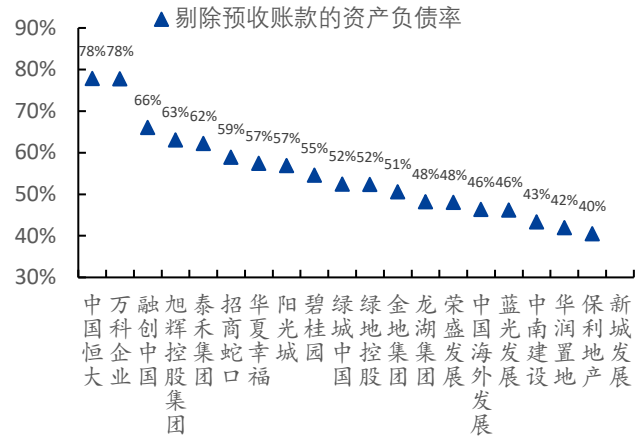
2018年公司继续增加投资, 公司的总负债率由2017年末的90.5%, 提高到2018年末的91.7%, 上升1.2个百分点。如果将公司全部负债中剔除预收账款计算负债率, 公司2018年末为45.0%, 相对2017年末的51.4%下降6.4个百分点, 在行业中也处于低位。

图表 83: 资产负债率和扣除预收账款的资产负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

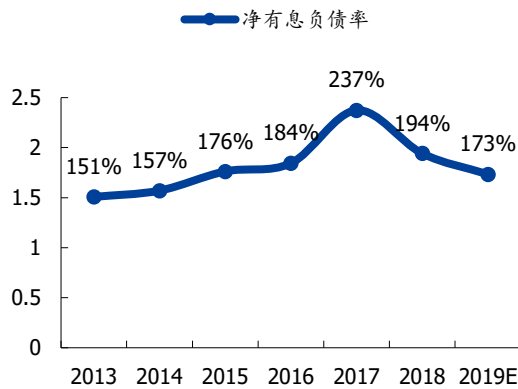
图表 84: 行业扣除预收账款的资产负债率(2019H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

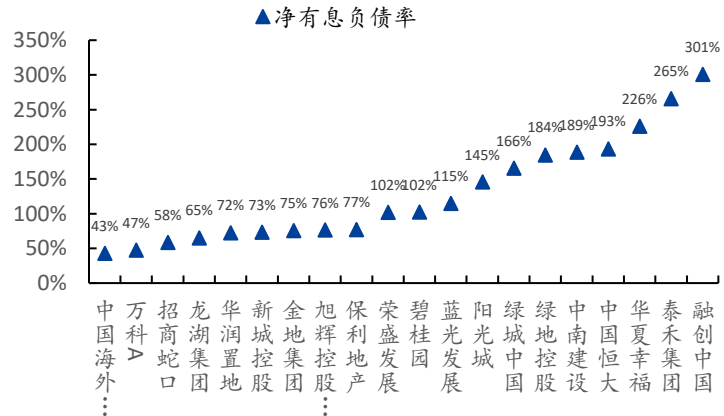
公司 2018 年末反映公司真实负债状况的有息负债仅 579.4 亿元, 相对 2017 年末的 529.8 亿元仅增加 49.6 亿元。公司的有息负债金额在同样级别销售金额的房地产企业中处于最低的行列。净有息负债率仍偏高, 但下降趋势明显, 19 年预计下降至 173%。

图表 85: 公司净有息负债率降低



资料来源: wind, 国盛证券研究所测算

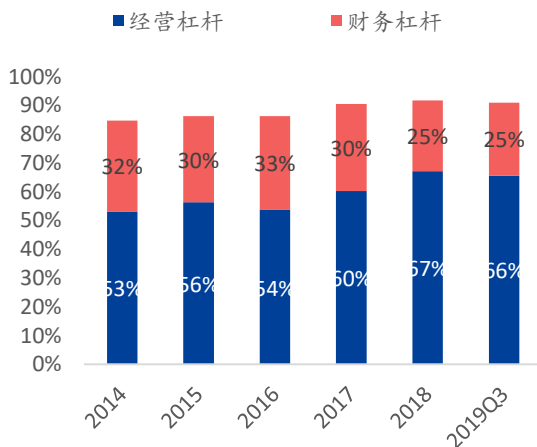
图表 86: 龙头公司净有息负债率(2019H1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所测算

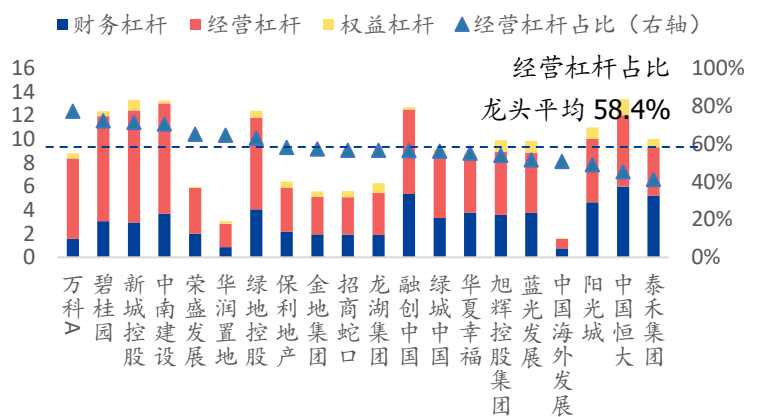
公司经营杠杆比例比自 16 年来持续增长, 主要是由于销售回款带动预收账款增长。2018 年末上升至 67%, 高于龙头平均水平 58.4%, 显示出公司杠杆质量较优。

图表 87: 公司经营杠杆与财务杠杆比例(除以总资产)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 88: 2019 年 H1 公司权益乘数与经营杠杆占比



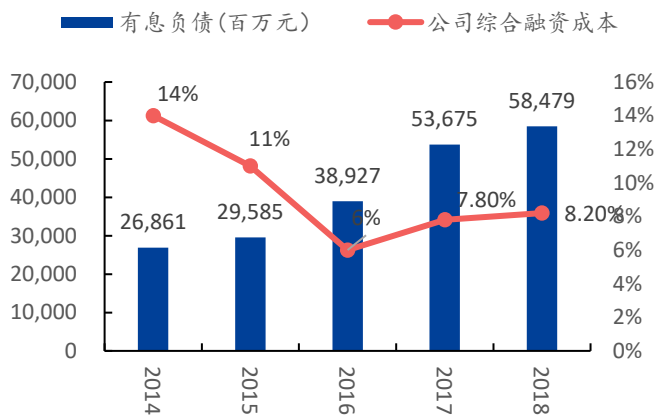
资料来源: wind, 国盛证券研究所



融资成本方面，受“去杠杆”和房地产融资收紧的影响，公司作为民营企业的融资成本有所上升，2018年末融资成本为8.2%，高于主流地产公司。随着无风险利率的下行、公司销售高峰期项目的结算带来的财报改善、房地产政策融资端放松政策，预计整体融资成本将降低。

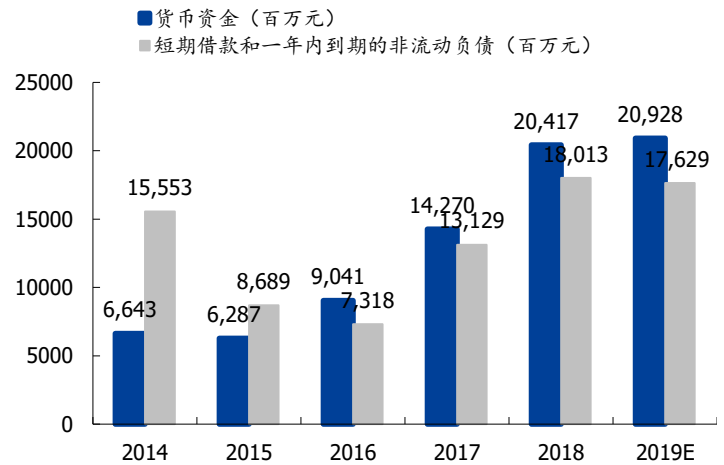
公司全年经营性现金流入902.2亿元，是全部有息负债的1.5倍。同时公司有息负债中短期借款和一年内到期的非流动负债180.1亿元，在全部有息负债中仅占比31.09%。2018年由于公司销售回款情况良好，公司持有的货币资金年末达204.2亿元，相对2017年末增加43%。公司的现金明显超过一年以内要偿还的全部有息负债，公司偿债能力强，实际经营风险低。

图表 89: 公司有息负债规模及综合融资成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 90: 公司货币资金与短期待偿有息债务



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 NAV 估值法

#### 5.1.1 NAV 计算

我们首先计算公司的 NAV 水平。关键假设如下：

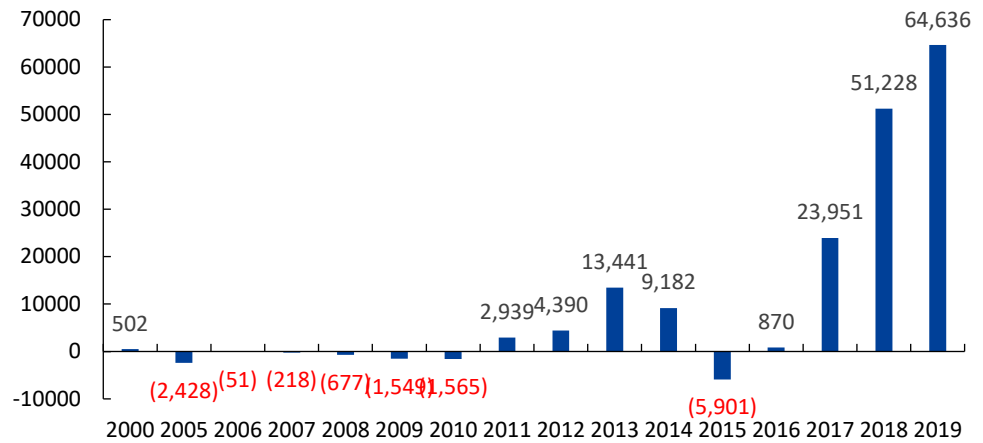
图表 91: NAV 测算关键假设

假设项	假设参数	说明
一二三线城市未来售价涨幅	2%, 3%, 1%	售价增速趋缓。一线比二线增速低的原因是公司布局的一线城市主要是上海，限价严格。
建安成本年均涨幅	2.5%	统计局建安投资金额/建安面积过去两年增速约 2%。
一二三线城市单方建安成本	5000、4000、3000 元/m <sup>2</sup>	行业经验值。
资本化利息占土地款和建安成本之和的比例	4%	根据公司披露的存货和资本化利息计算得出。
预售进度	按每年销售 6-10 万方	行业经验值。根据项目区位和市场景气度调整。
结算进度	结算滞后销售 1-2 年	行业经验值。
结算价格	结算前 1-2 年销售价格均值	结算滞后销售 1-2 年，故结算均价应为前两年均值。
销售管理费用率(销售额口径)	1.5%, 1.5%	管理费用率与 18 年持平。销售费用率 18 年为 1.0%，考虑到当前市场形势销售难度加大，提高销售费用率。
债务成本	8.2%	公司 18 年综合融资成本。
19 年下半年投资面积、土地单价、投资额与毛利率	700 万方、5500 元/m <sup>2</sup> 、385 亿元、24%	根据上半年投资项目测算
WACC	9.8%	计算得到的加权资本成本。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

由于地产项目的现金流特点是前高后低，即前期预售回款金额多，后续补齐建安工程款、各项税收，还本付息等，现金流逐渐减小。到最终竣工结算时，已经没有现金流流入，现金流为负，对应 NAV 测算中，拿地较早的项目主要带来负现金流贡献。公司权益折现现金流价值贡献较大主要是 17 年以后获取的项目，以及 2011-2014 年拿地的尚未完售罄、仍有现金流流入的大盘项目。

图表 92: 不同年份拿地的项目贡献的 2019 年折现权益现金流价值(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

截至 18 年底, 公司在手未结算项目规模 4523 万方, 货值 5732.7 亿元。权益面积 3133 万方, 权益货值 3910 亿元。未结项目加权平均毛利率 30%, 加权平均净利率 10.8%, 均高于 18 年已结算项目的水平。

公司 WACC 为 9.8%, 地产项目的权益现金流折现总额为 1587 亿元, 偿付 19 年下半年土地款 385 亿元和所有净有息负债 411 亿元后, 重估后的净资产价值 791 亿元, 每股净资产 21.23 元, 当前股价 9.55 元, 折价率为 55%, 显著低于行业平均折价水平 38%。

图表 93: 中南建设 NAV 测算

指标	2019E
总资产价值(百万元)	158,675
19E 有息负债(百万元)	41,101
未付地价(百万元)	38,500
净资产价值(百万元)	79,074
稀释股数(百万股)	3,728
<b>NAV/sh(元/股)</b>	<b>21.2</b>
当前股价(元/股)	9.55
<b>NAV 折让幅度</b>	<b>-55%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 5.1.2 敏感性分析

由于公司布局三线城市较多, wacc 对折现后价值影响较大, 故对三线城市房价涨幅和 wacc 进行敏感性分析, 每股价值区间 20.3-21.9 元, 折价率 53.2%-56.6%。

图表 94: 中南建设每股 NAV 价值敏感性分析

		WACC				
NAV		8.80%	9.30%	9.80%	10.30%	10.80%
三线城市售价 年均涨幅	-3%	20.30	20.35	20.40	20.44	20.48
	-1%	20.72	20.77	20.81	20.86	20.89
	1%	21.14	21.19	21.23	21.27	21.31
	3%	21.55	21.60	21.65	21.69	21.73
	5%	21.70	21.76	21.81	21.86	21.90

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 95: 中南建设每股 NAV 折价率敏感性分析

		WACC				
NAV		8.80%	9.30%	9.80%	10.30%	10.80%
三线城市售价年均 涨幅	-3%	-53.2%	-53.3%	-53.4%	-53.5%	-53.6%
	-1%	-54.1%	-54.3%	-54.4%	-54.4%	-54.5%
	1%	-55.1%	-55.2%	-55.3%	-55.3%	-55.4%
	3%	-55.9%	-56.0%	-56.1%	-56.2%	-56.3%
	5%	-56.2%	-56.3%	-56.4%	-56.5%	-56.6%

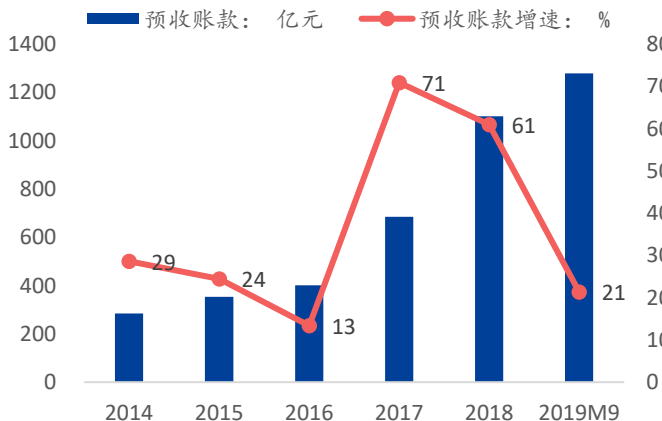
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5.2 相对估值法

### 5.2.1 业绩预测

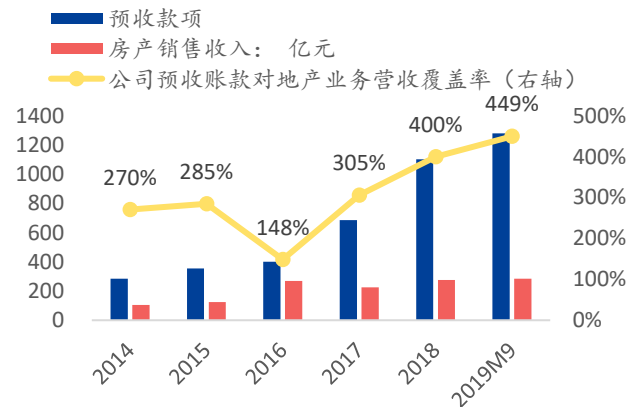
业绩方面, 公司销售高增驱动预收账款大幅增加, 截至 2019 年三季度末公司预收账款 1279 亿元, 同比增速 21%。覆盖当年房地产业务营业收入 4.49 倍, 未来的业绩释放高增可期。

图表 96: 中南建设预收账款及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 97: 中南建设预收账款覆盖房地产业务营收倍数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

预计 19、20、21 年公司归母净利润为 43.0、77.5、97.8 亿元, 每股摊薄净利润为 1.15、2.08、2.62 元。主要预测项目如下:

- 营业收入: 房地产业务方面, 我们预计 2019 至 2021 年收入为 535/856/1021 亿元。

建筑业务方面，我们预计 2019 至 2021 年收入为 168/176/185 亿元。

- ◆ **毛利率：**房地产开发方面，考虑到未结算的额 16 年以前获取的项目加权平均毛利率为 39%，这些项目的结算将提升整体毛利率，预计 2019 至 2021 年房地产业务毛利率为 22.8%/25.6%/25.2%。建筑业务方面，预计 2019 至 2021 年建筑业务毛利率平稳为 12%。
- ◆ **投资收益：**来自联营和合营企业的投资收益主要来自非并表项目的结算，由于公司合作项目增多，我们预计公司 2019 至 2021 年的联合营企业投资收益为 11.8 亿元/26.6 亿元/35.1 亿元。
- ◆ **少数股东损益：**由于公司 17 年以前投资额权益占比较高，17 年下降至 50%左右，18 年有所回升，根据结算滞后两年的规律，预计 2019 年少数股东损益占比较低，2020 年是少数股东损益占比高点，预计 2019 至 2021 年少数股东损益占比为 5%/14%/13%。
- ◆ **归母净利润：**我们预计 2019 年至 2021 年公司归母净利润为 43.0/77.5/97.8 亿元，EPS 为 1.15/2.08/2.62 元。

图表 98: 公司营业收入预测(单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
房地产开发收入	26,982.56	22,412.75	27,560.08	53,533.09	85,622.72	102,135.54
增长率	117.3%	-16.9%	23.0%	94.2%	59.9%	19.3%
<b>毛利率</b>	<b>18.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>20.2%</b>	<b>22.8%</b>	<b>25.6%</b>	<b>25.2%</b>
建筑工程施工收入	9,531.05	11,712.49	15,240.20	16,764.22	17,602.43	18,482.55
增长率	-4.7%	22.9%	30.1%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	11.8%	11.8%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
酒店、商业服务等收入	2,044.98	2,056.47	1,307.08	1,909.21	2,004.67	2,104.91
增长率	40.4%	0.6%	-36.4%	-20.0%	-10.0%	0.0%
毛利率	15.4%	-6.2%	33.9%	8.0%	8.0%	8.0%
营业收入	34,439.59	30,552.33	40,110.13	69,019.69	101,883.66	119,209.53
增长率	68.4%	-11.3%	31.3%	72.1%	47.6%	17.0%
毛利率	16.4%	16.3%	19.6%	20.2%	23.2%	23.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 5.2.2 估值

按照 2019 年 12 月 18 日收盘价 9.55 元计算，对应 19、20 年 EPS 的 PE 水平分别为 8.3x、4.59x。当前板块可比公司平均 19、20 年一致预期业绩对应的 PE 均值为 6.63x、5.24x，PE(TTM)为 7.44x。



图表 99: 主流房企预测 PE(一致预期), 股价截止 2019 年 12 月 19 日

证券简称	市盈率 PE(TTM)	预测 PE(2019)	预测 PE(2020)
荣盛发展	4.69	4.27	3.50
蓝光发展	6.02	6.28	4.20
华夏幸福	6.20	5.62	4.38
新城控股	7.57	6.47	4.70
金地集团	7.26	6.10	5.12
中南建设	11.18	8.79	5.12
世茂股份	6.40	6.36	5.56
阳光城	8.74	7.73	5.72
金科股份	7.02	7.59	5.97
金融街	6.77	6.83	6.08
保利地产	8.55	7.70	6.34
招商蛇口	13.05	8.61	7.06
万科 A	9.22	8.49	7.16
均值	7.44	6.63	5.24

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 100: 中南建设 PE(TTM)

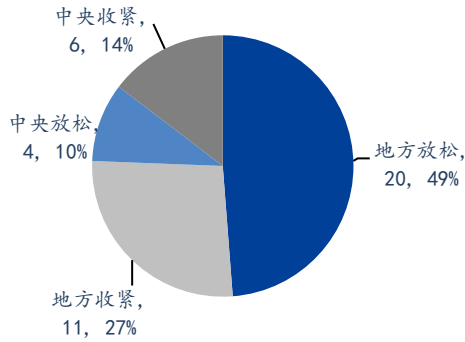


资料来源: wind, 国盛证券研究所

政策最严厉的时候已经过去, 行业估值压制因素将边际好转。我们预计明年新开工面积增速为 5%, 对应新开工面积为 24.1 亿平方米, 新开工去化率为 60%, 对应期房销售面积为 14.5 亿平方米, 假设期房销售占比为 87%, 则销售面积为 16.6 亿平方米, 同比增速为 -2.1%(预计本年销售面积为 17 亿平方米)。由于短期内供需关系难以扭转, 房价上涨动力较弱, 预计保持稳定, 则对应销售额为 15.6 亿元, 同比增长 -2.1%(预计本年销售面积为 15.9 亿元)。在此基础上, 若地产调控不发生转向性的变化, 则“稳”仍是政策核心诉求, 政策就仍然是基本面的因变量。由于短周期整体下行趋势明确, 有望看到“一城一策”框架内需求端的小幅放松。

资金端方面政策 18、19 年可谓十分严厉, 19 年土地价款全年增速为负值。当前建安仍能够支撑房地产投资, 但若房企拿地继续维持负增速, 1-2 年后的房地产投资增速将受到影响。基于此逻辑, 我们认为资金端政策不会更严, 可能会有边际宽松。总的来说, 不论居民端还是资金端, 最艰难的政策环境已经过去。全行业估值水平有望边际修复。

图表 101: 19 年与新房市场直接相关的政策



资料来源: 政府官网, 国盛证券研究所

图表 102: 土地价款累计同比 19 年全年在负值区间



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 5.2.3 敏感性分析

由于归母净利润和 EPS 对房地产业务毛利率较为敏感, 我们对 19 年和 20 年的毛利率进行敏感性测算。考虑到结算毛利率仍在修复, 18 年毛利率 19.6%, 因此实际 19 年归母净利润范围是 31.8 亿-58.0 亿元, eps 范围 0.85-1.56 元/股。2020 年归母净利润范围 55.8 亿-99.1 亿, eps 范围 1.5-2.66 元/股。

图表 103: 2019 年房地产业务毛利率对归母净利润和 eps 敏感性分析

房地产业务毛利率	19 年归母净利润(百万元)	19eps(元/股)
15.8%	1,676	0.45
17.8%	2,427	0.65
19.8%	3,177	0.85
21.8%	3,928	1.05
<b>22.8%</b>	<b>4,303</b>	<b>1.15</b>
23.8%	4,678	1.25
24.8%	5,053	1.36
25.8%	5,429	1.46
26.8%	5,804	1.56

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 104: 2019 年房地产业务毛利率对归母净利润和 eps 敏感性分析

2020 年房地产业务毛利率	2020 年归母净利润(百万元)	2020 年 eps(元/股)
21.6%	5,575	1.50
22.6%	6,118	1.64
23.6%	6,660	1.79
24.6%	7,203	1.93
<b>25.6%</b>	<b>7,746</b>	<b>2.08</b>
26.6%	8,288	2.22
27.6%	8,831	2.37
28.6%	9,373	2.51
29.6%	9,916	2.66

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

小结：从绝对估值看，按照每股 NAV 21.23 元折价 35% 计算，每股价值 13.79 元，公司当前股价 9.55 元，大幅低于每股 NAV 价值，是价值投资的优秀标的。从相对估值看，公司是地产行业的高周转、高成长属性的龙头公司，当前股价对应 2020 年 eps 2.08 元的 PE 为 4.95 倍，估值水平较低。除了板块估值整体偏低的原因外，还有公司过去基础较差、盈利能力不稳定等因素的困扰。但公司近年来改善显著，且由于地产业务结算滞后的特点，销售金额、利润的改善尚未完全在报表端体现。随着报表的持续改善，公司在资本市场的可信度将持续提升，对应估值折价将有所减少。我们看好公司作为布局核心城市群二三线城市的高周转、高成长性龙头房企所拥有的阿尔法，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 15.21 元。

图表 105: 公司目标价测算

估值方法	目标价	备注
PE	16.64	预测 2020 年每股盈利 2.08 元，8 倍 PE
NAV	13.79	每股 NAV 21.23 元，35% 折价率
<b>均值</b>	<b>15.21</b>	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 风险提示

1. 房地产调控政策超预期收严。如全国性“房产税”的出台、地方政府“一城一策”继续边际收紧地产调控政策等。
2. 房企融资政策超预期收严。如银保监会继续加大对房企发债、开发贷和海外融资的限制，导致房企融资渠道受限、融资成本上升。
3. 城市群二三线城市人口流入度不及预期。公司重点布局长三角区域，中西部人口回流的趋势有可能使长三角区域的人口增速弱于过去。另外过去分六线城市中一二三线的常住和户籍人口均持续流入。但随着城市群、大都市圈化的进程，三线城市的人口流入增速可能减弱，人口继续向一二线城市流入。公司未结货值中仍有 54% 在三线城市。
4. 销售去化率大幅下滑。19 年房地产市场基本面仍稳健，去化率小幅下降，但整体仍好于年初预期。20 年房地产销售可能出现下行趋势，去化率超预期降低对高周转房企影响更大。
5. NAV 测算时售价使用周边在售项目均值，可能与实际结算价格有偏差，导致毛利率低于预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料,但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,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,但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权,任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告,需注明出处为“国盛证券研究所”,且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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,本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法,结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准,美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址:北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编:100032

传真:010-57671718

邮箱:gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址:南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编:330038

传真:0791-86281485

邮箱:gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址:上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编:200120

电话:021-38934111

邮箱:gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址:深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编:518033

邮箱:gsresearch@gszq.com