

中南建设

000961

审慎增持 (维持)

中南建设深度报告：向阳生长，逐梦前行

2020年05月07日

市场数据

市场数据日期	2020-05-06
收盘价(元)	8.05
总股本(百万股)	3763.47
流通股本(百万股)	3751.54
总市值(百万元)	30295.95
流通市值(百万元)	30199.91
净资产(百万元)	22149.2
总资产(百万元)	302503.4
每股净资产	5.89

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	71831	106453	138389	172710
同比增长	79.1%	48.2%	30.0%	24.8%
净利润(百万元)	4163	7026	9067	11217
同比增长	89.8%	68.8%	29.1%	23.7%
毛利率	16.7%	18.0%	18.2%	19.0%
净利率	5.8%	6.6%	6.6%	6.5%
净资产收益率	19.4%	25.2%	25.3%	24.6%
每股收益(元)	1.11	1.87	2.41	2.98

相关报告

《中南建设年报点评：业绩大幅增长，销售增长靓丽，融资边际改善》2020-04-28

《中南建设3月销售点评：拿地聚焦长三角，融资边际改善》2020-04-09

《中南业绩预增点评：业绩增长靓丽，销售大幅增长》2020-01-15

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn

S0190518010003

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

研究助理：

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

投资要点

过去五年，公司在销售规模、行业排名、经营业绩等均实现了跨越式的发展。主要得益于三个方面：第一，整体经营管理方面发生了脱胎换骨的转变，从一个家族式企业转变为现代化管理企业；第二，前瞻性布局长三角三四线城市，受益三四线基本面韧性；第三，以“小项目”形式，短平快切入三四线，加快周转率，降低经营风险。

经营管理方面发生脱胎换骨的转变。职业经理人加盟，转变企业整体拿地、经营策略，将家族式企业转变为现代化管理企业。拿地策略方面，公司取得了长足的进步。激励制度方面，公司搭建了“跟投+股权激励”多层次、覆盖面较广的激励制度。陈昱含接任公司地产业务董事长，一季度稳住局面，稳健运营，管理能力大概率将被认可。

前瞻性布局长三角三四线城市，充分受益三四线基本面韧性。2016-2019年保持较高的拿地力度，拿地建面占销售面积的比重分别为117%、173%、139%和64%。拿地布局以三四线和长三角为主，2017-2019年三四线拿地建面占比分别为81.2%、72.9%和76.7%，长三角占比分别为55.3%、52.4%、51.9%。

公司以短平快的方式切入三四线，提高灵活性，尽可能降低潜在风险。过去几年，公司通过短平快方式切入三四线，不过分陷入单一区域，降低风险，稳固快周转模式，以速度换取经营质量的提升。2017年公司新增单项目平均规模为15.3万方，2019年进一步降至12.7万方。公司多数项目从获取到销售平均周期缩短为7-8个月。小盘模式和“快速周转”战略双管齐下，一方面有效降低项目成本与现金流压力，另一方面也有助于项目管控，保证业务持续快速增长。

投资建议：中南建设业绩大幅增长，销售表现靓丽，拿地布局以长三角、珠三角核心城市群为主，融资环境边际改善。我们预计公司2020-2021年公司EPS为1.87元、2.41元，以2020年5月6日收盘价计算，对应PE分别为4.3倍、3.3倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：行业销售不及预期、大幅度收紧按揭等居民杠杆、融资环境收紧。

目 录

1. 经营管理方面发生脱胎换骨的转变	- 5 -
1.1 广纳贤才，积极变革	- 5 -
1.2 陈显含接力，管理能力大概率将被认可	- 7 -
2. 受益长三角等三四线基本面韧性	- 8 -
2.1 长三角等三四线基本面韧性较强	- 8 -
2.2 适时加大拿地力度，2016-2019 年保持高水平	- 11 -
2.3 持续深耕长三角，仍将受益三四线韧性	- 12 -
3. 单个项目体量小，提高周转，降低风险	- 14 -
4. 负债水平降低，融资结构不断优化	- 15 -
5. 分红比例提高，高管增持彰显信心	- 18 -
6. 基建公募 REITs 试点启动，公司也是潜在受益标的	- 19 -
图表 1、2015-2019 销售金额年复合增速 72%	- 4 -
图表 2、2015-2019 归母净利润年复合增速 85.7%	- 4 -
图表 3、净利率水平显著提高	- 4 -
图表 4、ROE 水平显著提高	- 4 -
图表 5、公司近年经营战略的转变	- 5 -
图表 6、公司吸引较多行业翘楚	- 5 -
图表 7、跟投制度充分激活组织效能	- 6 -
图表 8、股权激励计划行权条件彰显信心	- 6 -
图表 9、公司股权结构	- 7 -
图表 10、长三角省市（江苏、浙江、上海、安徽）销售金额贡献占比	- 8 -
图表 11、加杠杆带来江苏三四线基本面韧性	- 9 -
图表 12、加杠杆带来浙江三四线基本面韧性	- 9 -
图表 13、居民加杠杆带来长三角三四线基本面韧性（2018 年）	- 9 -
图表 14、公司主要布局城市销售较好	- 10 -
图表 15、本次长三角城市恢复热度较高（销售面积同比增速）	- 10 -
图表 16、盐城 3 月以来销售迅速恢复（万方）	- 10 -
图表 17、杭州 3 月以来销售迅速恢复（万方）	- 10 -
图表 18、山东销售金额贡献占比	- 11 -
图表 19、公司在山东主要布局城市销售金额贡献占比	- 11 -
图表 20、山东居民贷款快速增长带来基本面韧性	- 11 -
图表 21、公司在山东主要布局城市基本面较好	- 11 -
图表 22、2016-2019 加大拿地力度	- 12 -
图表 23、2016-2019 加大拿地力度	- 12 -
图表 24、公司拿地建面以三四线为主（%）	- 12 -
图表 25、2019 年长三角三四线拿地金额占比为 44%	- 13 -
图表 26、2018 年长三角三四线拿地建面占比为 35.9%	- 13 -
图表 27、2017 年长三角三四线拿地金额占比为 52.7%	- 13 -
图表 28、土地储备中三四线占比较高	- 14 -
图表 29、土地储备主要分布于长三角	- 14 -
图表 30、土储占比 TOP3 城市分别为南通、宁波、西安	- 14 -
图表 31、公司新增项目规模逐年降低	- 15 -
图表 32、2019 中南建设总资产周转率高于行业平均	- 15 -
图表 33、2019 中南建设存货周转率高于行业平均	- 15 -
图表 34、净负债率自 2017 年高点持续回落	- 16 -
图表 35、剔除预收账款后的资产负债率仅为 48%	- 16 -

图表 36、公司负债使用效率逐年提升	- 16 -
图表 37、债务长短期占比合理	- 17 -
图表 38、短期偿债倍数为 1.05	- 17 -
图表 39、经营现金流入远高于有息负债	- 17 -
图表 40、经营活动产生的现金流净额为正	- 17 -
图表 41、公司存续债券一览	- 17 -
图表 42、2019 年股利支付率大幅回升	- 18 -
图表 43、公司发展历程	- 19 -
图表 44、2019 年建筑施工收入达到 222 亿元	- 20 -
图表 45、建筑业务收入占比接近 30%	- 20 -

报告正文

过去五年，公司在销售规模、行业排名、经营业绩等均实现了跨越式的发展。主要得益于三个方面：第一，整体经营管理方面发生了脱胎换骨的转变，从一个家族式企业转变为现代化管理企业；第二，前瞻性布局长三角三四线城市，受益三四线基本面韧性；第三，以“小项目”形式，短平快切入三四线，加快周转率，降低经营风险。

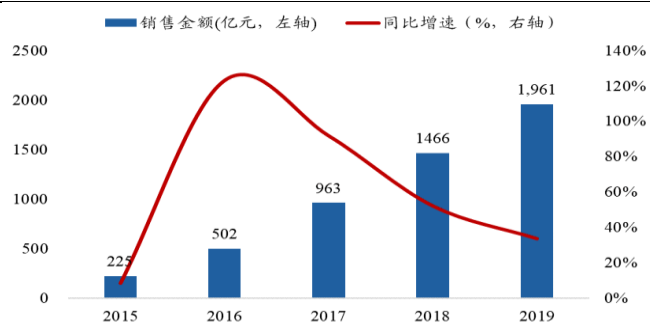
销售规模方面，2015-2019 年，公司销售金额从 225 亿快速增长至 1961 亿，年复合增速高达 72%；销售面积从 239 万方增长至 1541 万方，年复合增速为 59%。

行业排名方面，2015 年以前公司排名一直在 40 名左右，2016 年一举由第 42 名跃至第 23 名，2017 年进一步提升至第 18 名，2019 年跻身行业第 16 位。

经营业绩方面，2015-2019 年，归母净利润从 3.5 亿元提升至 41.6 亿元，年复合增速为 85.5%。

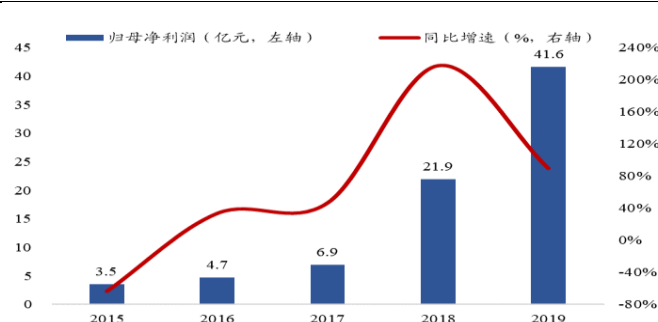
盈利能力方面，2019 年，公司实现净利率 6.4%，相较 2018 年末提升了 0.7 个百分点，相较 2016 年最低点提升了 5.4 个百分点。2019 年，公司实现加权平均净资产收益率 21.6%，相较 2018 年大幅提升了 8.3 个百分点，相较 2016 年最低点提升了 18.4 个百分点。

图表 1、2015-2019 销售金额年复合增速 72%



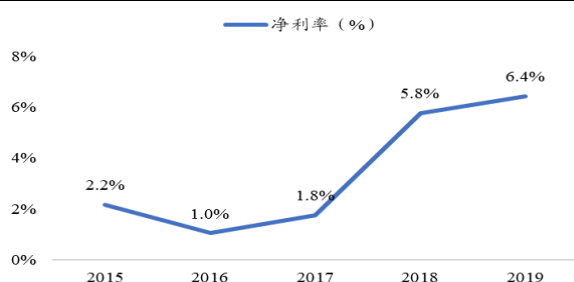
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、2015-2019 归母净利润年复合增速 85.7%



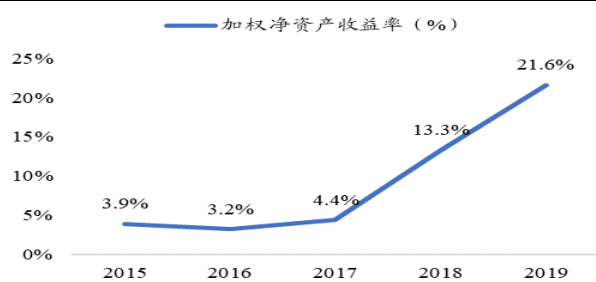
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、净利率水平显著提高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、ROE 水平显著提高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1. 经营管理方面发生脱胎换骨的转变

1.1 广纳贤才，积极变革

职业经理人加盟，转变企业整体拿地、经营策略，将家族式企业转变为现代化管理企业。2017 年以前，公司一直是一个区域性、家族化的企业，在拿地和经营上的战略较为模糊，习惯以建筑的思维投资地产。2017 年至今的三年时间里，公司通过引入具有丰富行业经验的职业经理人，帮助公司建立起严谨规范的治理结构、简单透明的企业文化和丰富灵活的拿地策略。

图表 5、公司近年经营战略的转变

时间	战略方向
-2017.8	封闭的家族化企业，以建筑的经营思路投资地产，缺乏相应的策略目标。
2017.8-2020.2	拿地：控制拿地成本，聚焦一二线城市和长三角、大湾区强三线城市；运营：大量聘用职业经理人，建立起平台化、扁平化、规范化和市场化的治理结构；文化：提倡平等的价值观和简单透明的文化
2020.2-	坚持原有的经营、文化战略不变；注重公司的盈利能力和产品能力，提出高质量增长；用确定性穿越新常态的战略主张，稳增长、出利润、保安全。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

人才引进方面，除了陈凯和刘畋外，公司还引入较多优秀的行业翘楚，通过简单透明环境、扁平化高效管理机制，打造职业经理人发挥空间的舞台。

图表 6、公司吸引较多行业翘楚

姓名	职位	简介
陈凯	中南建设地产业务平台中南置地前董事长	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	中南建设现任董事、副总经理（2018 年至今）	高级工程师，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。
辛琦	中南建设现任董事、财务总监（2018 年至今）	曾任中海发展(上海)有限公司财务总监，阳光城集团股份有限公司财务总监。
柳方	中南建设现任董事（2018 年至今）	哈佛商学院 MBA，曾任 GE 金融集团战略发展总监，现任中南控股集团有限公司首席战略官。
陆忠亮	中南建设现任董事（2019 年至今）	曾任通用电气业务集团亚太区人力资源总监，任知合控股集团首席人力资源官，现任中南控股集团有限公司高级副总裁。
梁洁	中南建设董事会秘书（2018 年至今）	曾任职中央电视台，2005 年至 2018 年任职万科企业股份有限公司证券事务代表。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

拿地策略方面，公司取得了长足的进步。过往更多是局限于单个区域，以建筑的思维经营地产，依赖“囤地盈利”模式。近几年来，公司在投资、拿地能力上的提升较为显著。第一，在拿地力度上，2016-2019 年始终保持较高的拿地力度，拿地建面占销售面积的比重分别为 117%、173%、139%和 64%，充分受益了此轮房地产基本面的大繁荣，抓住了行业趋势；第二，在拿地布局上，公司聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集核心城市布局，适度下沉三四线，受益此轮三四线基本面的韧性；第三，以短平快的方式切入三四线，尽可能降低潜在风险，控制单个项目的规模，提高周转率。

激励制度方面，公司搭建了“跟投+股权激励”多层次、覆盖面较广的激励制度。公司创设项目跟投制度，激发员工主动性。该制度旨在建立公司与员工风险共担、利益共享的机制。截至 2019 年末，公司共有 40 个项目引入跟投机制，员工跟投本金 1.21 亿元。**股权激励计划持续完善，未来可期。**2018 年和 2019 年分别拟计划向激励对象授予股票期权 23260 万份和 13837 万份，高管行权条件是 2019-2021 年公司归母净利润增长率分别不低于 2017 年归母净利润的 560%、1060%和 1408%，对应 2019-2021 年归母净利润分别不低于 39.8 亿，69.9 亿及 90.9 亿元。高管行权条件要求较高，彰显出公司对未来业绩的信心。

图表 7、跟投制度充分激活组织效能

跟投类别	单位	职责区分	单项目跟投 下限（万元/ 人）	单项目跟投 上限（万元/ 人）
必需跟投	房地产总部	董事长、总裁、副总裁	2.4	6
		各中心负责人	0.8	4
		投资相关负责人	1.6	4
	房地产区域公司	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
自愿跟投	——	——	0.33	6.67

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、股权激励计划行权条件彰显信心

行权期	考核年度	考核目标	对应归母净利润 (亿元)
第一个行权期	2019 年	相对 2017 年度净利润增长率不低于 560%	39.8
第二个行权期	2020 年	相对 2017 年度净利润增长率不低于 1060%	69.9
第三个行权期	2021 年	相对 2017 年度净利润增长率不低于 1408%	90.9

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 陈显含接力，管理能力大概率将被认可

陈显含接任公司地产业务董事长，一季度稳住局面，稳健运营。今年2月，原公司地产业务董事长陈凯突然离职，中南集团创始人陈锦石女儿陈显含接任其职务。陈显含担任地产业务总裁与陈凯搭档期间，积累了房地产行业管理的相关经验。2020年一季度，在突发公共事件影响下，陈显含顶住压力，面对突发事件处置得当，表现成熟淡定，具备较强的统筹能力。提出用确定性穿越新常态的战略主张，稳增长、出利润、保安全。一季度经营现金流为正、货币资金增加、业绩增长、充分利用有利融资环境、没有类似08年或12年采取降价措施，保持市场定力。

现金流保持稳定。截至2020年Q1，公司在手货币资金269.05亿元，同比增长了5.88%，完全覆盖短期负债及一年内到期的非流动负债总额232.5亿元，公司经营活动产生的净现金流为3.16亿元。

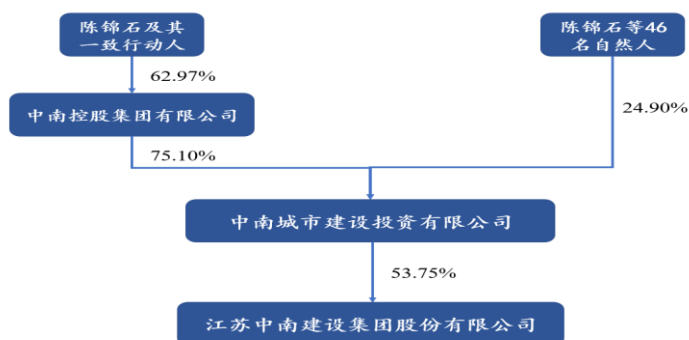
发债成本有所下降。2020年3月，公司发行一期2+2年期一般公司债，票面利率仅为6.8%，相较2019年11月，公司发行的相同期限的公司债，票面利率下行80bp。

业绩保持增长。2020年一季度，公司实现营业收入115.85亿元，同比增长36.76%；实现归母净利润6.22亿元，同比增长28.92%。

拿地布局较好，拿地成本低。2020年一季度，公司新增项目14个，占地面积90.7万方，规划建筑面积165.9万方，土地价款58.53亿元，拿地金额占销售金额比重为27.1%，楼面均价为3528元/平方米，权益比例为76%。从拿地布局看，二线城市拿地金额占比为35%，三线城市占比为65%。布局仍以长三角为主，拿地占比较高的城市为：青岛（21.1%）、常州（16.9%）、温州（14.9%）、沈阳（13.6%）、湖州（10.1%）。

陈凯离职风波尘埃落定，股权结构稳定，大幅降低不确定性，有利于经营管理。截至2019年末，公司第一大股东为中南城市建设投资有限公司，持股比例为53.75%，实际控制人为公司董事长陈锦石。公司股权结构非常集中，有利于公司经营管理。同时，新任接班人陈显含系董事长女儿，与上市公司利益深度绑定，减少了较多代理问题。

图表 9、公司股权结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 受益长三角等三四线基本面韧性

公司在长三角等三四线大力度布局深耕，充分受益三四线基本面韧性。2016-2019 年保持较高的拿地力度，拿地建面占销售面积的比重分别为 117%、173%、139% 和 64%。拿地布局以三四线和长三角为主，2017-2019 年三四线拿地建面占比分别为 81.2%、72.9% 和 76.7%，长三角占比分别为 55.3%、52.4%、51.9%。（注：长三角占比中，2018 年为拿地建面占比，2017 年 2019 年为拿地金额占比）。

2.1 长三角等三四线基本面韧性较强

1、长三角三四线城市基本面韧性较强，公司充分受益

公司近六成销售金额来自长三角区域，而长三角城市基本面韧性较强，公司充分受益。2019 年长三角城市销售金额占比 53.4%，2018 年、2017 年分别为 59.3%、69.8%。而从长三角主要省份（直辖市）江苏、浙江、上海、安徽销售金额占比来看，2019 年合计为 59%，2018 年、2017 年占比分别为 64%、77%。

图表 10、长三角省市（江苏、浙江、上海、安徽）销售金额贡献占比

长三角省份	2017	2018	2019
江苏	67%	44%	37%
浙江	6%	14%	19%
上海	3%	5%	1%
安徽	1%	1%	3%
合计	77%	64%	59%
长三角城市	70%	59%	53%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：长三角城市占比中，剔除四省市中不属于长三角规划范围的城市。

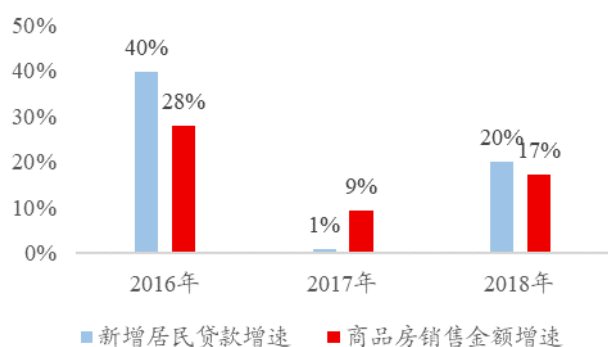
长三角三四线城市过往基本面较好，因居民杠杆大幅度施加。

（1）省份层面来看，江苏三四线（去除南京、苏州）和浙江三四线（去除杭州、宁波）2016-2019 年新增居民贷款基本持续增长，带来基本面超预期。具体来看，

江苏三四线城市 2019 年销售金额同比增长 17%，新增居民中长期贷款同比增长 20%；浙江三四线城市 2019 年销售金额同比增长 2%，新增居民中长期贷款同比增长 26%。

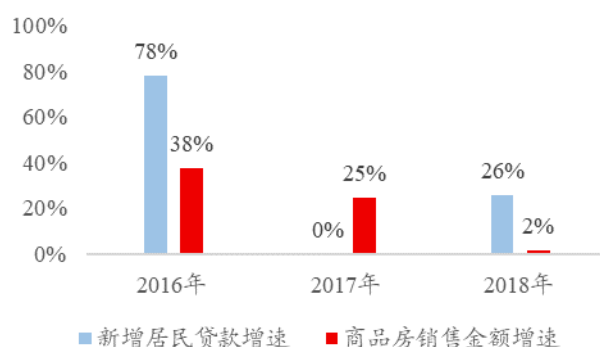
(2) 城市层面来看，长三角三四线城市基本面韧性较强。南通 2015-2019 年销售面积复合增速 16.8%、嘉兴 13.7%，公司充分受益。长三角城市基本面超预期，因居民杠杆大幅度施加，以 2018 年为例，镇江商品房销售金额增速 22%，新增居民贷款增速 22%；滁州销售增速 18%，贷款增速 47%；铜陵销售增速 20%，贷款增速 42%，台州销售增速 27%，贷款增速 17%；金华销售增速 23%，贷款增速 10%，等等。

图表 11、加杠杆带来江苏三四线基本面韧性



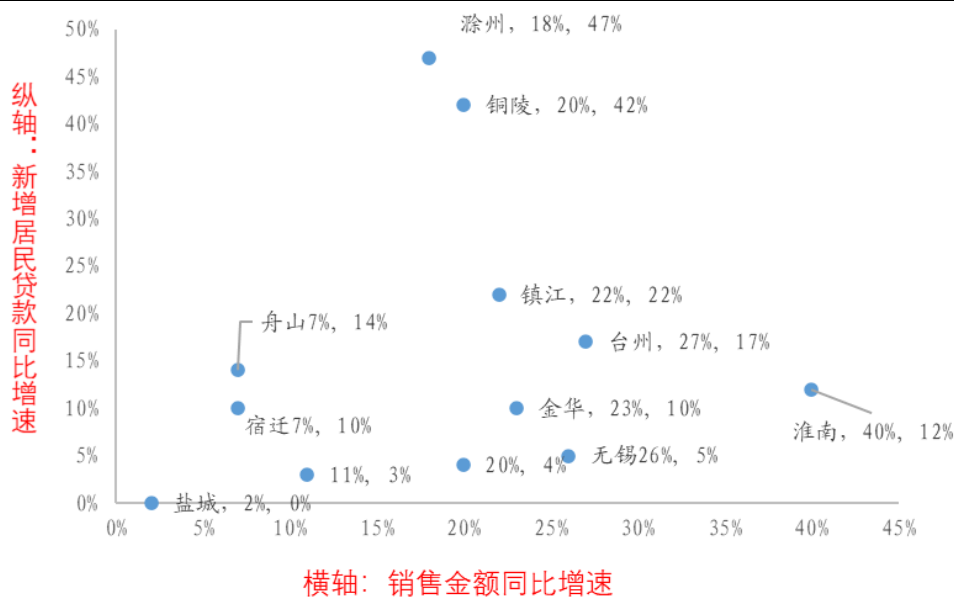
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：三四线为全省数据去除南京和苏州

图表 12、加杠杆带来浙江三四线基本面韧性



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：三四线为全省数据去除杭州和宁波

图表 13、居民加杠杆带来长三角三四线基本面韧性（2018 年）



数据来源：wind，统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14、公司主要布局城市销售较好

城市	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
南通	销售面积	2%	28%	38%	4%	1%
宁波	同比增速	39%	33%	15%	5%	6%
绍兴		28%	14%	34%	3%	3%
盐城	销售金额	9%	27%	29%	2%	5%
徐州	同比增速	12%	36%	17%	16%	36%

数据来源: wind, 统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、本次长三角城市恢复热度较高

本次长三角城市恢复热度较高。3 月以来, 市场逐步复苏。部分长三角城市迅速恢复, 达到 2019 年周均水平, 并且很多城市实现同比正增长。在我们统计的全国 43 个城市中, 3 月以来长三角有 5 个城市销售面积实现同比正增长, 分别是盐城 25%、芜湖 24%、泰州 20%、杭州 15%、南京 13%, 而 4 月新增两个城市实现同比正增长, 淮安 4 月以来销售面积同比增速为 12%、扬州 3%, 长三角城市恢复热度较好。

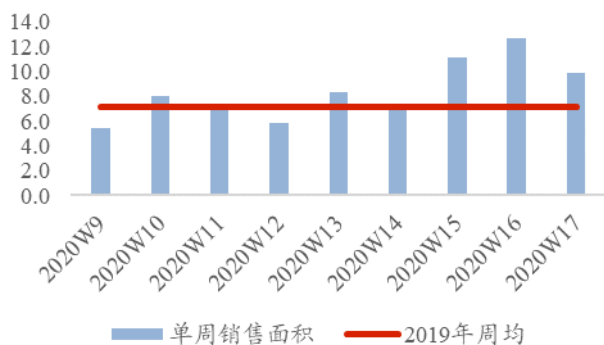
图表 15、本次长三角城市恢复热度较高 (销售面积同比增速)

城市	3 月单月	4 月单月	3 月以来
盐城	4%	50%	25%
芜湖	24%	24%	24%
泰州	53%	-4%	20%
杭州	17%	14%	15%
南京	2%	26%	13%
扬州	-5%	3%	-1%
淮安	-14%	12%	-3%

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

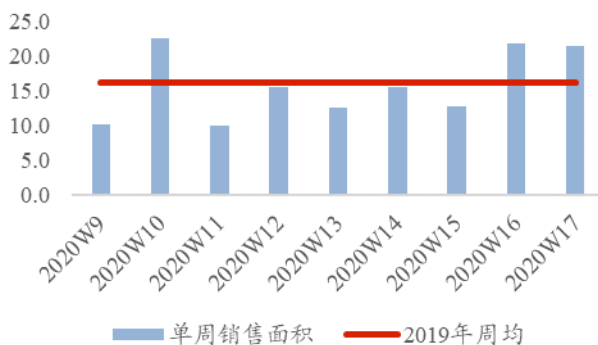
注: 数据截至 4 月 26 日

图表 16、盐城 3 月以来销售迅速恢复 (万方)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17、杭州 3 月以来销售迅速恢复 (万方)

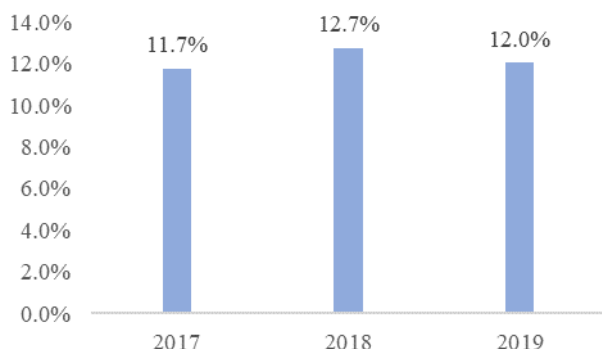


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、布局其他区域三四线基本面韧性较强

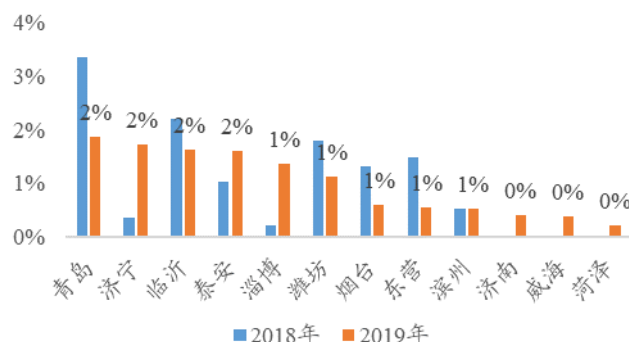
此外，公司 12% 左右销售来自山东区域。而山东居民贷款快速增长，带来基本面韧性。2019 年山东新增居民贷款增速为 27%，销售金额同比增速为 2%；2018 年贷款增速为 16%，销售增速为 24%；2017 年贷款增速为 42%，销售增速为 17%。主要布局城市青岛，济宁，临沂，泰安等居民贷款快速增长。

图表 18、山东销售金额贡献占比



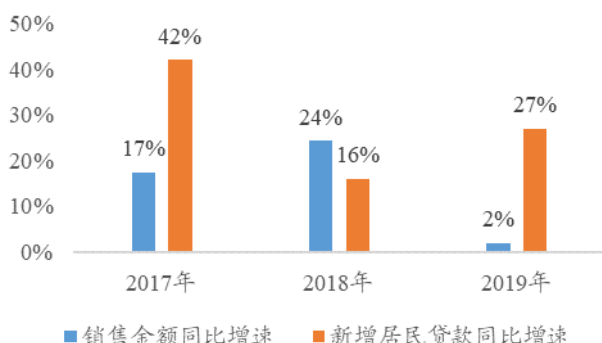
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19、公司在山东主要布局城市销售金额贡献占比



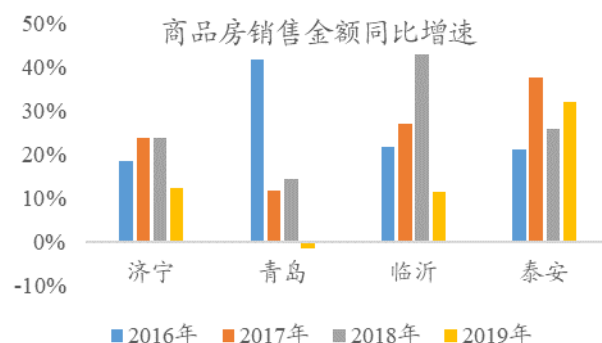
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、山东居民贷款快速增长带来基本面韧性



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 21、公司在山东主要布局城市基本面较好

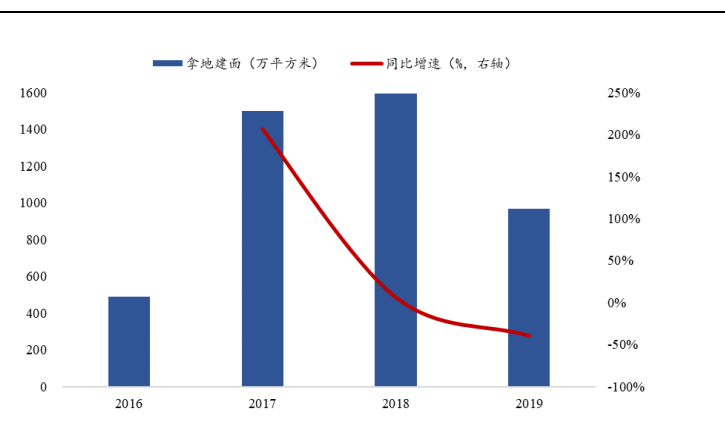


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 适时加大拿地力度，2016-2019 年保持高水平

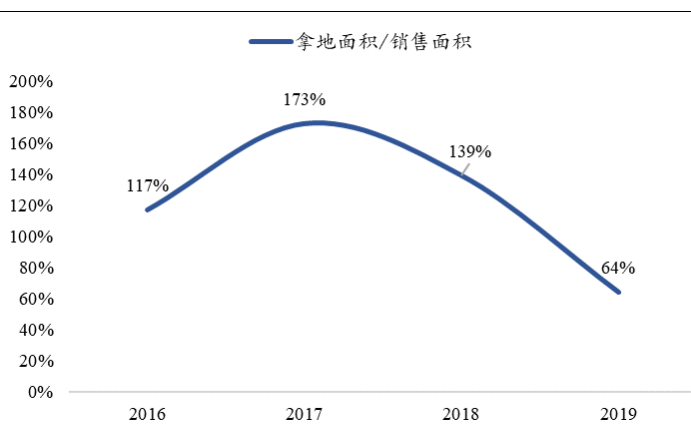
在拿地力度上，2016-2019 年始终保持较高的拿地力度，拿地建面占销售面积的比重分别为 117%、173%、139% 和 64%，充分受益了此轮房地产基本面的大繁荣，抓住了行业趋势。2019 年，在严格调控环境下，公司拿地力度有所下降，但在行业内仍是较高水平。全年新增项目 78 个，拿地建面 989 万方，同比降低 38%；拿地金额 519 亿元，权益拿地金额为 374 亿元，权益比例为 72%，拿地均价为 5250 元/平方米。

图表 22、2016-2019 加大拿地力度



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23、2016-2019 加大拿地力度

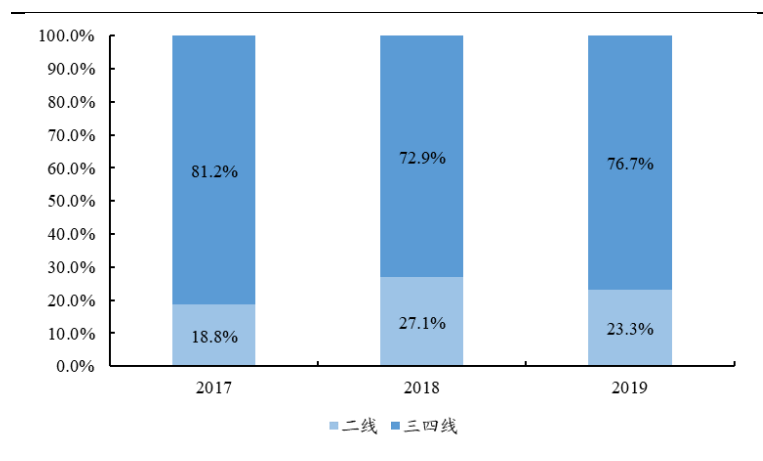


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 持续深耕长三角，仍将受益三四线韧性

在拿地布局上，公司聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集核心城市布局，适度下沉三四线，受益此轮三四线基本面的韧性。从各线城市占比看，三四线拿地建面占比较高，2017-2019 年三四线拿地建面占比分别为 81.2%、72.9%和 76.7%。从拿地区域看，布局以长三角为主。2019 年拿地金额中，51.9%位于长三角城市，2018 年占比 52.4%（注：2018 年为拿地建面占比），2017 年占比 55.3%。

图表 24、公司拿地建面以三四线为主 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 25、2019 年长三角三四线拿地金额占比为 44%

	二线城市	三四线城市	合计
长三角	7.9%	43.9%	51.9%
中西部	11.9%	9.0%	20.9%
珠三角	0.5%	4.6%	5.2%
其他	2.9%	19.2%	22.1%
合计	23.3%	76.7%	100.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26、2018 年长三角三四线拿地建面占比为 35.9%

	二线	三线	合计
长三角	16.6%	35.9%	52.4%
京津冀	0.5%	2.3%	2.8%
中西部	9.0%	11.0%	20.0%
珠三角	0.0%	5.4%	5.4%
其他	1.0%	18.3%	19.3%
合计	27.1%	72.9%	100.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

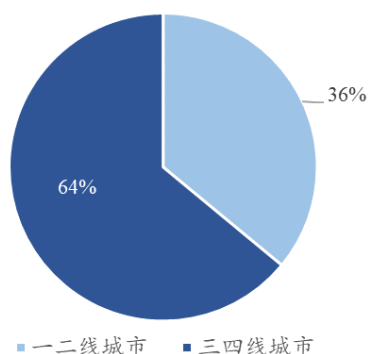
图表 27、2017 年长三角三四线拿地金额占比为 52.7%

	一线	二线	三线	合计
长三角	0.9%	1.7%	52.7%	55.3%
京津冀	0.0%	0.2%	5.2%	5.4%
中西部	0.0%	17.4%	6.6%	24.1%
珠三角	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%
其他	0.0%	4.9%	9.6%	14.5%
合计	0.9%	24.2%	74.9%	100.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

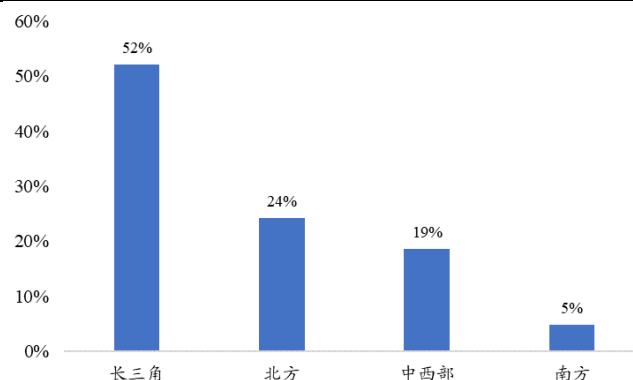
土储主要分布长三角。截至 2019 年末，公司已布局 107 座城市，土地储备（在建开发项目以及未开工项目）规划建筑面积达到 4226 万平方米，与 2018 年底基本持平。其中一二线城市面积占比约 36%，三四线城市面积占比约 64%。从布局看，长三角占比达到 52%，中西部占比为 19%。分城市看，土储面积占比 TOP5 的城市为：南通（13.4%）、宁波（6.6%）、西安（4.5%）、苏州（4.1%）、镇江（3.8%），大多为长三角强二三线城市。

图表 28、土地储备中三四线占比较高



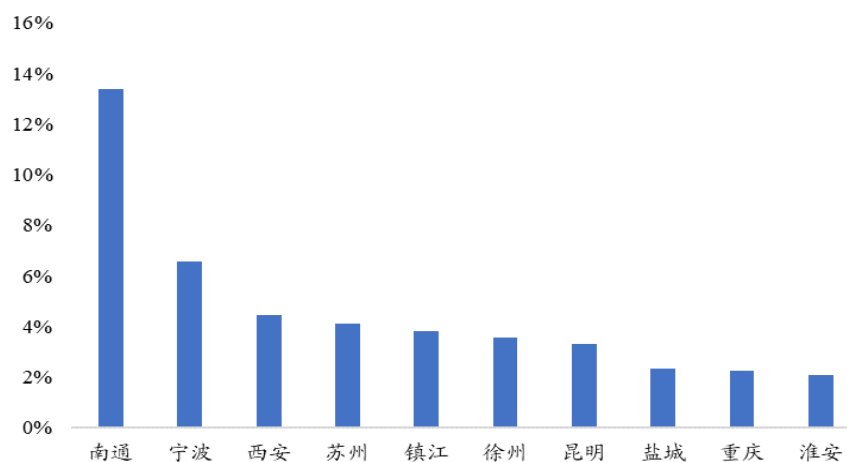
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29、土地储备主要分布于长三角



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30、土储占比 TOP3 城市分别为南通、宁波、西安

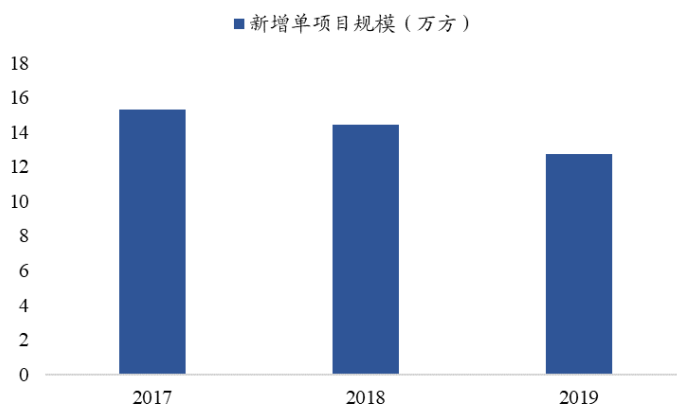


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 单个项目体量小，提高周转，降低风险

公司以短平快的方式切入三四线，提高灵活性，尽可能降低潜在风险。过去几年，公司通过短平快方式切入三四线，不过分陷入单一区域，降低风险，稳固快周转模式，以速度换取经营质量的提升。2017 年公司新增单项目平均规模为 15.3 万方，2019 年进一步降至 12.7 万方。公司多数项目从获取到销售平均周期缩短为 7~8 个月。小盘模式和“快速周转”战略双管齐下，一方面有效降低项目成本与现金流压力，另一方面也有助于项目管控，保证业务持续快速增长。

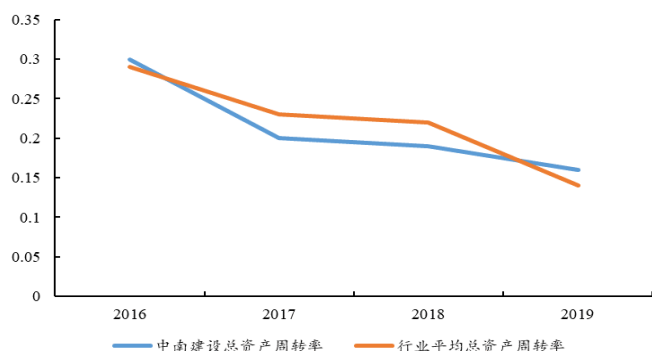
图表 31、公司新增项目规模逐年降低



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

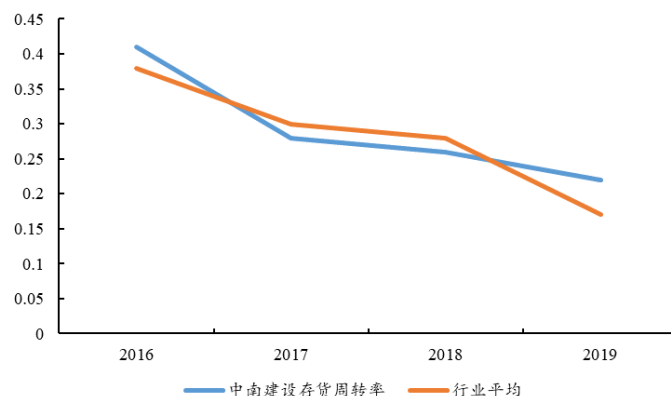
公司周转率均高于行业平均。2016-2019 公司均保持着较高的总资产周转率和存货周转率,截至 2019 年末公司总资产周转率为 0.16,略高于行业平均的 0.14;存货周转率为 0.22,高于行业平均的 0.17。

图表 32、2019 中南建设总资产周转率高于行业平均



资料来源: 公司公告, Wind

图表 33、2019 中南建设存货周转率高于行业平均



资料来源: 公司公告, Wind

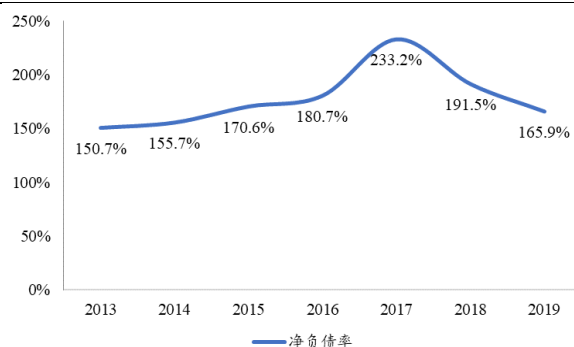
4. 负债水平降低, 融资结构不断优化

负债结构优化, 杠杆水平降低。公司净负债率偏高主要源于净资产偏少, 近年来得益于公司加快销售、加强回款、合理控制投资力度, 净负债率保持稳步下降趋势, 由 2017 年底的高点 233% 回落至 2018 年底的 192%, 2019 年进一步降至 166%。2019 年末, 公司负债总额为 2637.48 亿元, 其中预收账款为 1233.59 亿元, 占比为 46.8%, 剔除预收账款之后的负债率仅为 48.3%, 在行业内保持中低水平。

在负债的使用效率方面, 得益于高周转的模式, 公司单位负债所能产生的合同销售比值行业内领先。2019 年合同销售与有息负债的比值达 2.80, 而行业前二十强平均为 1.97。而从公司历史数据看, 这一指标在逐年提升, 从 2013 年的 0.74 提

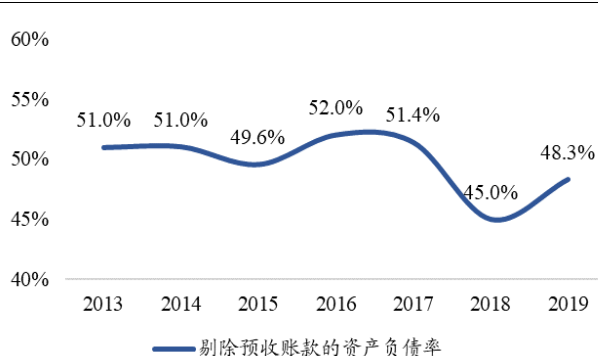
升至 2019 年的 2.80。

图表 34、净负债率自 2017 年高点持续回落



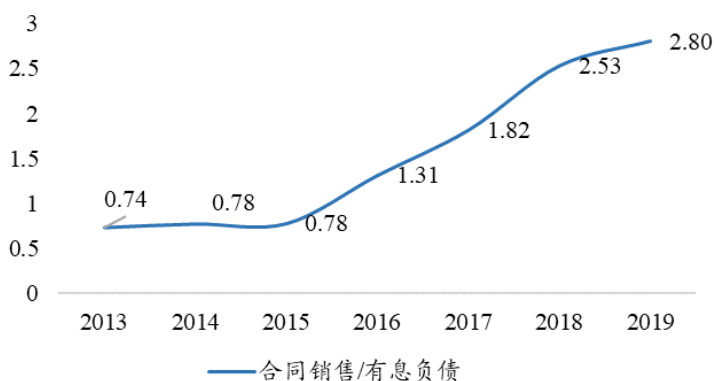
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 35、剔除预收账款后的资产负债率仅为 48%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 36、公司负债使用效率逐年提升



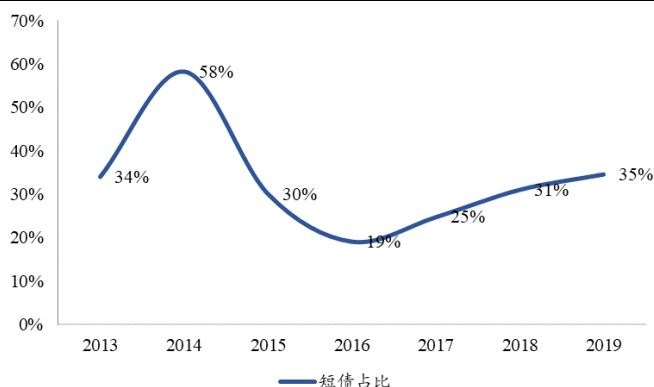
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

融资结构持续优化，非标占比预计会持续降低，融资成本仍有下降空间。公司以银行贷款为主要融资方式，截至 2019 年末，公司整体融资结构中，银行贷款余额 387.3 亿元，占比为 55%；债券余额 123.6 亿元，占比为 18%，非银金融机构贷款占比为 27%。2019 年末，公司的加权平均融资成本在 8.2% 左右，比行业中的头部房企高，主要和负债结构有关。自信托贷款收紧后，公司在逐步置换出信托贷款，但有几个大的项目，比如西安、杭州等，目前还在审批过程中，信托贷款也没有到期。2020 年会持续调整融资结构，加大直融力度，降低非标占比，维持银行开发贷的占比。

现金流控制较好，短期债务压力小。从负债期限来看，2019 年末有息负债中，短期借款和一年内到期的非流动负债总计 242.2 亿元，占总债务的 35%，公司短债占比一直控制在合理水平。现金流方面，公司在手货币资金较为充足，截至 2019

年末，在手货币资金为 254 亿元，大于一年内到期的有息负债 236 亿元，现金短债比达 1.05，短期偿债能力有保障。2019 年，公司经营性现金流入 1109.7 亿元，远高于全部有息负债 699.2 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金流入 786.5 亿元，同比减少 12.8%，其他与经营活动有关的现金流入 323.2 亿元，同比增加 366.8%，经营活动产生的现金流量净额 82.0 亿元。

图表 37、债务长短期占比合理



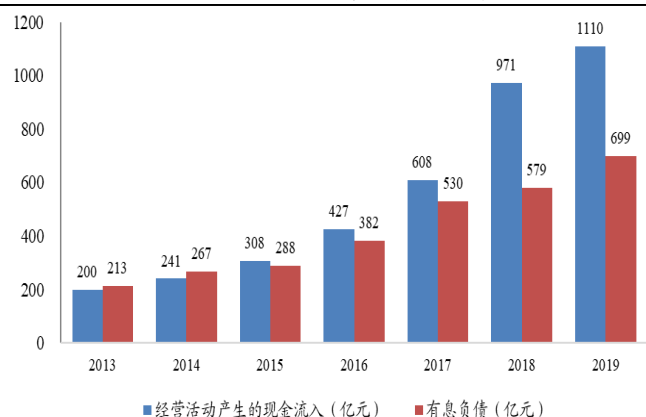
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38、短期偿债倍数为 1.05



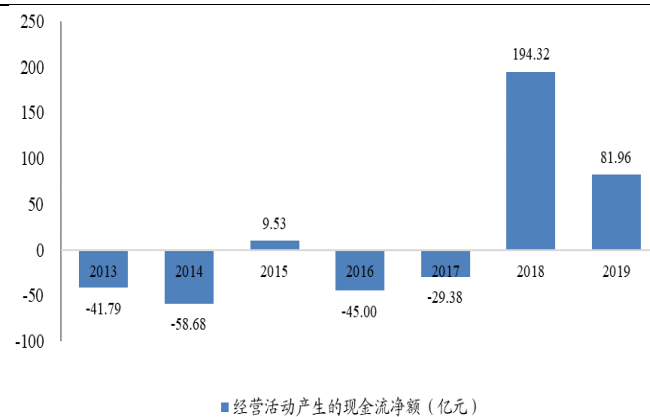
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 39、经营现金流入远高于有息负债



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 40、经营活动产生的现金流净额为正



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 41、公司存续债券一览

债券简称	债券类型	起息日	到期日	剩余期限 (年)	当前余额 (亿元)	票面利率(%)
15 中南建设 MTN001	一般中期票据	2015-06-26	2020-06-26	0.2568	11.50	7.50
15 中南建设 MTN002	一般中期票据	2015-08-28	2020-08-28	0.4290	22.60	7.50
18 中南建设 MTN001	一般中期票据	2018-04-24	2021-04-24	1.0849+3+N	10.00	7.80
19 中南 02	私募债	2019-06-27	2023-06-27	1.2603+2	11.80	7.80

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

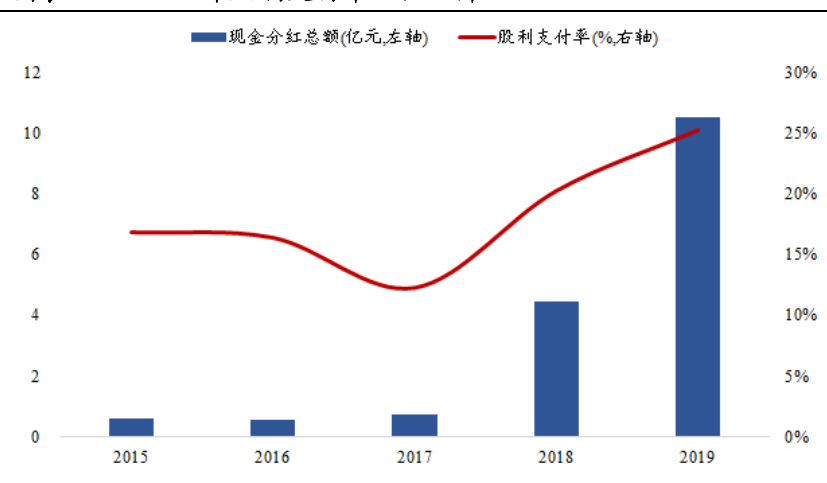
中南 1 次	证监会主管 ABS	2015-12-30	2020-11-26	0.6749	0.50	0.00
中南 1 优 5	证监会主管 ABS	2015-12-30	2020-11-26	0.6749	1.15	7.40
16 中南 01	一般公司债	2016-01-22	2021-01-22	0.8306	9.64	7.80
16 中南 02	一般公司债	2016-07-27	2021-07-27	0.3425+1	11.34	7.30
17 中南 01	一般公司债	2017-12-14	2022-12-14	0.7260+2	10.00	7.50
17 中南 02	一般公司债	2017-12-28	2021-12-28	1.7623	2.89	7.60
19 中南 03	一般公司债	2019-11-22	2023-11-22	1.6658+2	10.00	7.60
20 中南 01	一般公司债	2020-03-06	2024-03-06	1.9507+2	8.00	6.80
20 中南 02	一般公司债	2020-03-06	2025-03-06	2.9507+2	9.00	7.40
19 中南建设 ABN001 次	交易商协会 ABN	2019-01-11	2021-01-11	0.8005	2.00	7.50
19 中南建设 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2019-01-11	2021-01-11	0.8005	20.00	7.50

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5. 分红比例提高，高管增持彰显信心

公司股利支付率大幅上升。2017 年由于拿地金额较大，股利支付率有所下降。2018 年股利支付率大幅回升，创 6 年来最高比率 20.3%。分红总金额也在 2018 年有大幅度提升。公司目前还处在快速增长的积累阶段，净资产规模比较小，名义负债率比较高，如果比较高的分红率，可能会影响净资产、负债率的控制和评级的提升，所以未来公司会根据自己的能力来逐步提升分红率。从长期来看，如果利润、规模增长比较平稳，30%可能是相对合适的水平。

图表 42、2019 年股利支付率大幅回升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

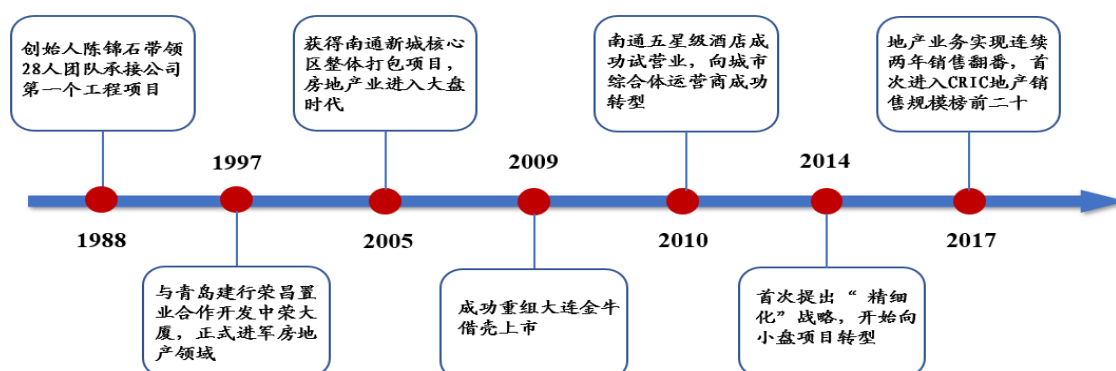
高管增持，传达增长信心。2020 年 2 月以来，中南建设部分产业总部及区域管理人员自愿增持股票，截至 2020 年 3 月 10 日，有关增持主体已通过深圳证券交易所

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

集中竞价方式累计增持公司股份 738.78 万股,占公司总股份的 0.20%,累计增持金额 5,964.54 万元,这一增持计划向投资者传达了公司预期增长的信心。

公司成立于 1988 年,历经 30 余年快速发展。1997 年公司与青岛建行荣昌置业合作开发中荣大厦,由此正式进军房地产领域;2005 年获得南通新城 CBD 打包项目,地产业务进入大盘时代;2009 年成功重组大连金牛实现借壳上市;2014 年公司提出“精准化、精细化”战略,开启高周转中小盘模式。

图表 43、公司发展历程



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

6. 基建公募 REITs 试点启动，公司也是潜在受益标的

基础设施类公募 REITs 试点正式起航。2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着我国公募 REITs 试点正式启航，此前我国境内尚没有真正意义上的公募 REITs。**试点领域主要是基础设施类。**主要包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等基础设施。

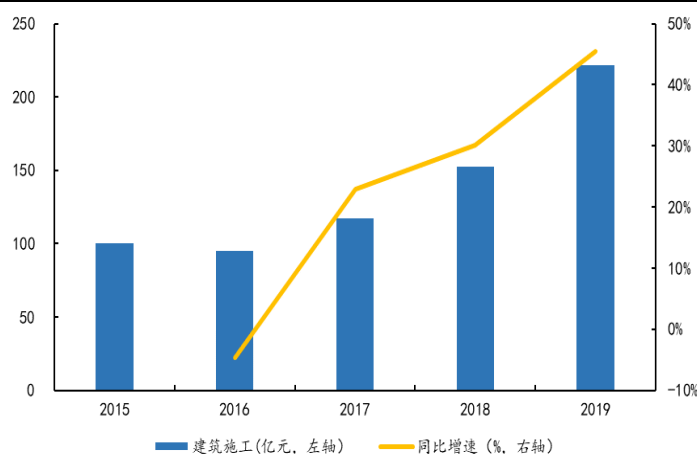
建筑业务是公司的主营业务之一。公司建筑业务核心主体是国家首批授予的特一级资质企业，还拥有建筑装修装饰一级、机电设备安装一级等资质，是中国施工企业 AAA 诚信企业，累计获得国家专利 160 余项。公司注重大型公共建筑及民用建筑的承接，近年来公司业务模式从单一的施工总承包向多元化建筑集团升级。2019 年公司新承接（中标）项目预计合同总金额 277.8 亿元，同比下降 24%。其中 3 亿元以上项目 30 个，在新增合同额中占比 52%。由于完工明显增长，公司 2019 年建筑业务营业收入 221.8 亿元，同比增长 45.5%。

公司虽不直接持有基建资产，但推行权益 REITs 后，可以减少基建业务资金的沉淀，一定程度上加快资金的运转效率，对改善公司的负债结构和资金运用效率有

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

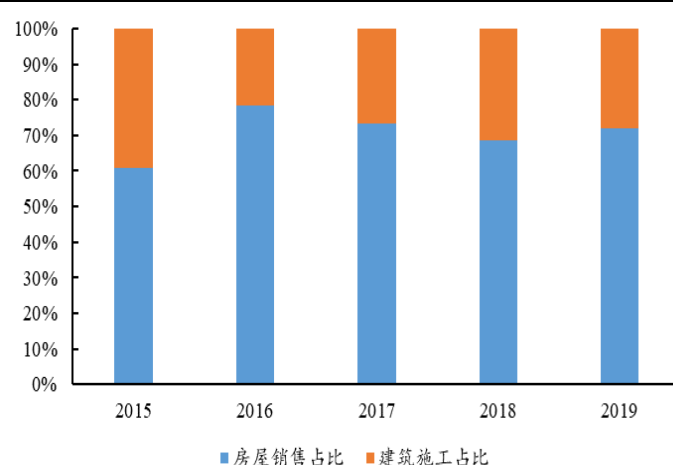
所帮助。

图表 44、2019 年建筑施工收入达到 222 亿元



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45、建筑业务收入占比接近 30%



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议: 中南建设业绩大幅增长, 销售表现靓丽, 拿地布局以长三角、珠三角核心城市群为主, 融资环境边际改善。我们预计公司 2020-2021 年公司 EPS 为 1.87 元、2.41 元, 以 2020 年 5 月 6 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 4.3 倍、3.3 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 行业销售不及预期、大幅度收紧按揭等居民杠杆、融资环境收紧。

附表

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
流动资产	252435	383618	517718	704845					
货币资金	25410	47904	181701	284192					
交易性金融资产	1521	1521	1521	1521					
应收账款	11732	23664	20536	35361					
其他应收款	29843	70613	50637	106296					
存货	165587	209459	229538	239063					
非流动资产	38136	40616	42568	39647					
可供出售金融资产	0	309	286	198					
长期股权投资	13486	16000	18000	15000					
投资性房地产	4419	5000	5300	5800					
固定资产	3267	3011	2751	2488					
在建工程	12	7	4	2					
油气资产	0	0	0	0					
无形资产	667	637	606	575					
资产总计	290571	424234	560286	744492					
流动负债	216417	331575	446962	609481					
短期借款	13082	13511	11793	11844					
应付票据	10999	20427	23656	30985					
应付账款	23791	39014	47815	60807					
其他	168544	258623	363698	505844					
非流动负债	47331	59053	70720	81559					
长期借款	36006	42473	49225	54857					
其他	11325	16579	21495	26701					
负债合计	263748	390628	517683	691040					
股本	3757	3763	3763	3763					
资本公积	2823	3180	3874	4567					
未分配利润	12974	19786	26678	35090					
少数股东权益	5383	5779	6713	7867					
股东权益合计	26823	33606	42604	53452					
负债及权益合计	290571	424234	560286	744492					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
净利润	4163	7026	9067	11217					
折旧和摊销	610	648	651	652					
资产减值准备	-1372	36	3	-5					
无形资产摊销	369	367	368	367					
公允价值变动损失	51	50	60	50					
财务费用	675	1271	1514	1832					
投资损失	-2092	-1800	-2300	-1400					
少数股东损益	459	396	933	1155					
营运资金的变动	4028	-1973	-112934	-73633					
经营活动产生现金流	-2517	9159	122120	86315					
投资活动产生现金流	-6323	-1960	-334	3631					
融资活动产生现金流	11469	15294	12010	12545					
现金净变动	2629	22494	133797	102491					
现金的期初余额	20417	25410	47904	181701					
现金的期末余额	23046	47904	181701	284192					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
营业收入	71831	106453	138389	172710					
营业成本	59802	87292	113202	139895					
营业税金及附加	1878	2768	3640	4577					
销售费用	1463	2172	2878	3592					
管理费用	3216	4769	6131	7737					
财务费用	675	1271	1514	1832					
资产减值损失	-267	0	0	0					
公允价值变动	51	50	60	50					
投资收益	2092	1800	2300	1400					
营业利润	6309	10032	13384	16526					
营业外收入	51	50	50	50					
营业外支出	205	186	100	80					
利润总额	6155	9896	13334	16496					
所得税	1532	2474	3334	4124					
净利润	4623	7422	10001	12372					
少数股东损益	459	396	933	1155					
归属母公司净利润	4163	7026	9067	11217					
EPS(元)	1.11	1.87	2.41	2.98					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E					
成长性(%)									
营业收入增长率	79.1%	48.2%	30.0%	24.8%					
营业利润增长率	99.9%	59.0%	33.4%	23.5%					
净利润增长率	89.8%	68.8%	29.1%	23.7%					
盈利能力(%)									
毛利率	16.7%	18.0%	18.2%	19.0%					
净利率	5.8%	6.6%	6.6%	6.5%					
ROE	19.4%	25.2%	25.3%	24.6%					

偿债能力(%)					单位:百万元				
资产负债率	90.8%	92.1%	92.4%	92.8%					
流动比率	1.17	1.16	1.16	1.16					
速动比率	0.40	0.53	0.64	0.76					
营运能力(次)									
资产周转率	27.3%	29.8%	28.1%	26.5%					
应收帐款周转率	6.76	6.01	6.26	6.18					
每股资料(元)									
每股收益	1.11	1.87	2.41	2.98					
每股净资产	5.70	7.39	9.54	12.11					
估值比率(倍)									
PE	7.3	4.3	3.3	2.7					
PB	1.4	1.1	0.8	0.7					

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn