

推荐 (首次)

中南建设 (000961) 研究报告

风险评级: 中风险

发展质量与效益持续提升 成绩有目共睹

2020年9月30日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2020年9月29日

收盘价(元)	9.27
总市值(亿元)	350.37
总股本(亿股)	3,779.64
流通股本(亿股)	240.68
ROE(TTM)	21.54%
12月最高价(元)	11.29
12月最低价(元)	6.91

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

■ **整体观点:** 公司近年积极推进改革及战略调整, 企业文化及公司治理水平上一台阶。同时引进外部资历丰富职业经理人, 推行股权激励、跟投等措施捆绑股东、管理层及员工利益, 提速增效实现规模持续快速提升。公司从区域走向全国布局, 进入城市量级逐渐上移, 行业排位在TOP20阵营中稳步上升。同时公司盈利水平及财务指标均持续改善, 近期穆迪也上调企业评级, 彰显公司质与量同步跨越式进展。预测公司2020年—2021年EPS分别为1.86元和2.47元, 对应当前股价PE分别为5倍和3.7倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

■ **房地产开发规模快速增长, 行业地位稳固。** 公司近年抓住机遇积极扩充土地储备, 为后续规模提升打下基础。2016年以来销售及结算业绩持续快速增长, 行业排位稳步上移, 成长性令人满意。2015年至2019年销售面积复合增长率达59.3%; 销售金额复合增长率为71.8%。根据克而瑞销售榜, 公司2019年销售金额(全口径)行业排名16位, 2020年上半年销售金额(全口径)排名行业17位, 行业地位稳固。

■ **营收净利提升明显, 业绩保障度高。** 公司营收规模从2015年204.5亿上升至2019年718.3亿, 年复合增长率为28.5%; 净利润年复合增长率为60%; 归属净利润年复合增长率为64%。公司近年营收净利润实现持续高速增长, 表现亮眼。截止2020年6月末, 公司账上合同负债为1247.45亿, 为2019年营收的1.73倍, 业绩保障极高。

■ **积极布局长三角及强三四线城市, 土地储备相对充足。** 公司土储区域布局上, 集中长三角及强三四线城市, 并呈现土地储备城市量级稳步上升特点。在全部项目4411万平方米可竣工资源中, 一二线城市面积占比约35%, 三四线城市面积占比约65%。整体土地储备能满足2—3年开发销售。

■ **利润率有所提升, 负债及资金管理水平改善。** 公司2016年开始积极调整大盘开发模式, 通过小盘开发, 进行短平快销售, 增加周转率, 降低风险, 同时实现ROE稳定提升。随着16年以前大盘开发逐步消化, 同时近年三费率控制理想, 资金管控及成本也逐步优化, 在行业整体利润率下行情况下仍实现净利润率稳步提升, 发展质量及效益改善有目共睹。

■ **风险提示。** 楼市调控超预期; 公司销售及利润率不达预期

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	71,831	100,563	130,732	157,532
增长率(%)	79.08%	40.00%	30.00%	20.50%
归属净利润(百万)	4,163	7,014	9,322	10,496
增长率(%)	89.83%	68.49%	32.90%	12.59%
毛利率(%)	16.75%	18.60%	19.00%	19.00%
ROE(%)	17.23%	23.72%	25.44%	23.63%
每股收益(元)	1.10	1.86	2.47	2.78
市盈率(倍)	8.42	4.95	3.75	3.33

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

本报告的信息均来自已公开信息, 关于信息的准确性与完整性, 建议投资者谨慎判断, 据此入市, 风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司简介.....	3
2. 房地产开发规模快速增长，行业地位稳固.....	3
3. 营收净利提升明显，业绩保障度高.....	4
4. 积极布局长三角及强三四线城市，土地储备相对充足.....	5
5. 利润率有所提升，负债及资金管理水平改善.....	6
6. 总结与投资建议.....	8
7. 风险提示.....	8

插图目录

图 1：公司实际控制人持股情况	3
图 2：公司近年签约销售面积变化	4
图 3：公司近年签约销售金额变化	4
图 4：公司单月签约销售面积变化	4
图 5：公司单月签约销售金额变化	4
图 6：公司近年营收增长情况	5
图 7：公司近年净利润增长情况	5
图 8：公司近年新增土储规划建面情况.....	5
图 9：公司近年利润率变化情况	6
图 10：公司近年 ROE 变化情况	6
图 11：公司近年费用率变化情况	6
图 12：公司近年负债率变化情况	7

表格目录

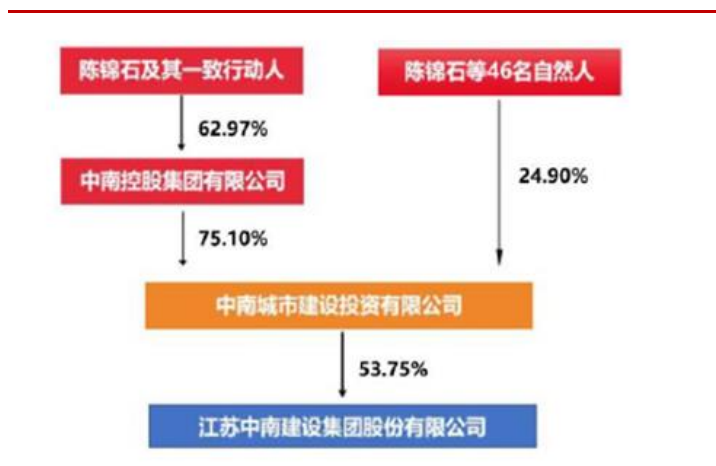
表 1：公司融资机构及利率水平	7
表 2：公司盈利预测（截至 2020/9/29）.....	9

1. 公司简介

中南建设成立于 1988 年，2009 年 6 月借壳实现主板上市。公司业务涵盖住宅开发、商业、酒店管理、工程总承包，建筑安装等，为中南集团旗下地产与建筑施工业务上市平台。集团旗下“4+1”业务布局分别为中南置地、中南建筑、中南高科、中南实业投资和中南教育。公司和控股股东一起构建了住宅开发、轨道交通、市政路桥、基础设施建设、商业、酒店运营等组成的完整产业格局，具备竞争优势。

公司实际控制人为陈锦石先生，近年开始积极推进改革及战略调整，企业文化及公司治理水平进一步升级。公司 2016 年以来销售规模快速提升，行业排位稳步上移。同时公司各项财务及经营性指标持续优化，营业收入及归属净利润也均持续录得快速增长，规模市值不断提升，为投资者创造价值及回报。

图1：公司实际控制人持股情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 房地产开发规模快速增长，行业地位稳固

公司近年抓住机遇积极扩充土地储备，为后续规模提升打下基础。2016 年以来公司实现销售及结算业绩持续快速增长，行业排位稳步上移，成长性令人满意。

2015 年至 2019 年公司整体销售面积复合增长率达 59.3%；销售金额复合增长率为 71.8%。销售面积从 2015 年 239 万平米增长至 2019 年 1541 万平米，销售金额从 225 亿提升至 1961 亿。

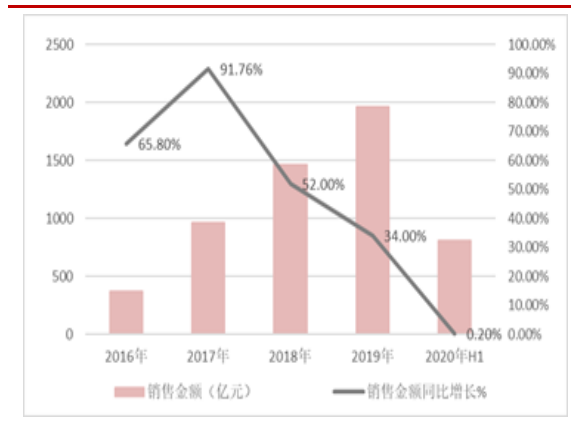
2019 年公司实现合同销售面积 1540.7 万平方米，实现销售金额 1960.5 亿元，同比分别增长 34.6%和 33.7%，平均销售价格 12725 元/平方米。销售规模接近 2000 亿，其中在一、二线城市销售面积占总销售面积的比例为 40%；一、二线城市销售金额占总销售金额的比例 45%。根据克而瑞销售榜，公司 2019 年销售金额（全口径）行业排名 16 位，2020 年上半年销售金额（全口径）排名行业 17 位，行业地位稳固。

图2：公司近年签约销售面积变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

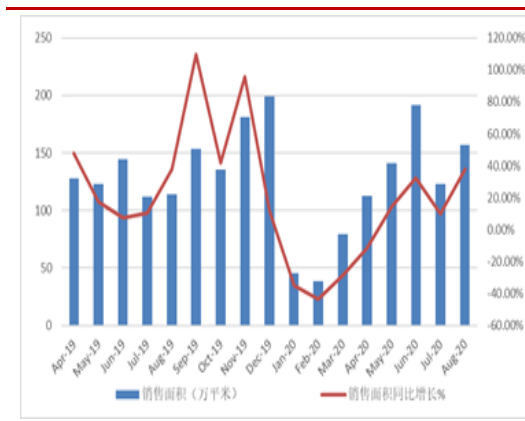
图3：公司近年签约销售金额变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

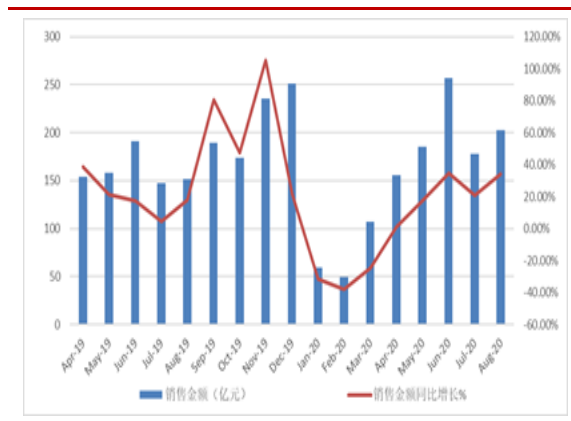
公司 2020 年 1-8 月累计合同销售金额 1194.7 亿元，比上年同期增长 7.6%；累计销售面积 889.1 万平方米，比上年同期增长 2.1%。累计销售金额及销售面积均实现转正，上半年受疫情影响回补迅速，彰显公司较强的执行力及管控能力。其中 8 月单月合同销售金额 202.7 亿元，比上年同期增长 34.2%；销售面积 157.2 万平方米，比上年同期增长 37.7%，单月销售增幅恢复高水平。

图4：公司单月签约销售面积变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图5：公司单月签约销售金额变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

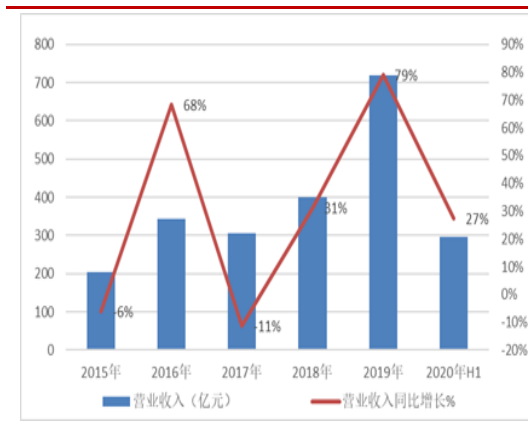
3. 营收净利提升明显，业绩保障度高

公司营收规模从 2015 年 204.5 亿上升至 2019 年 718.3 亿，年复合增长率为 28.5%；净利润从 4.4 亿增长至 46.2 亿，年复合增长率为 60%；归属净利润则由 2015 年 3.51 亿上升至 2019 年 41.63 亿，年复合增长率为 64%。公司近年营收净利润实现持续高速增长，表现亮眼。

2020 年上半年，公司实现营业总收入 296.93 亿，同比增长 27.32%；净利润 23.7 亿，同比增长 63.51%；归属净利润 20.5 亿，同比增长 56.2%。截止 2020 年 6 月末，公司账

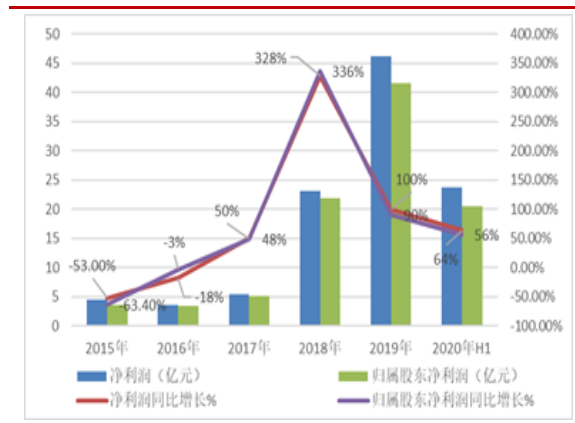
上合同负债为 1247.45 亿，为 2019 年营收的 1.73 倍，业绩保障极高。

图6：公司近年营收增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图7：公司近年净利润增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

另一方面，从营收构成看，公司房地产开发收入占比从 51% 逐步上升至近 68%，建筑施工占营收比重持续下降，但整体规模保持上升。预计公司后续建筑施工业务将保持平稳发展，而房地产业务收入增速仍将高于建筑施工增速，同时公司整体利润率水平将得以提升。

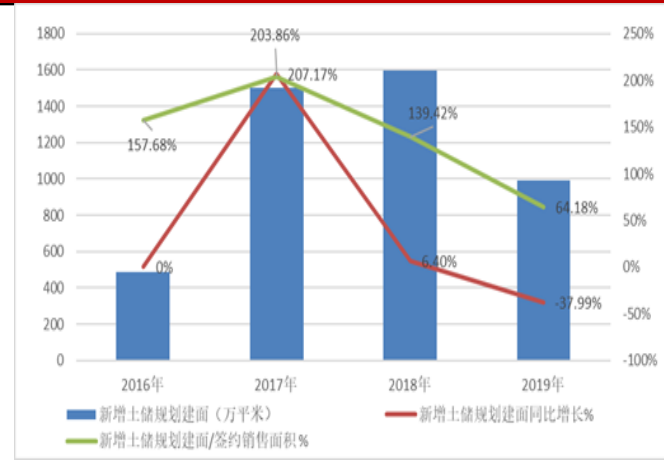
4. 积极布局长三角及强三四线城市，土地储备相对充足

公司近年保持较快的土地获取节奏，2016 年至 2019 年新增土储规划建面分别达 488 万平、1499 万平、1595 万平及 989 万平米；拿地建面占销售面积比例分别为 157%、203%、139% 和 64%。

另一方面，公司土储区域布局上，集中长三角及强三四线城市，并呈现土地储备城市量级稳步上升特点。整体土储一二线占比约 35%，而进入的三四线城市多为一二线周边区域，直接受一二线城市辐射，并具备产业支撑，楼市相对健康的城市。

2020 年 1-6 月公司新增项目 45 个，项目规划建筑面积合计 688.5 万平方米，新增项目平均地价约 4400 元/平方米，比去年全年约 5200 元/平方米的水平明显下降。公司聚焦长三角、珠三角以及内地核心城市的战略布局进一步完善。截止 2020 年年中，公司已进入内地 109 个城市，共有 418 个项目，在建项目规划建筑面积合计约 3144 万平方米，其中未开工项目规划建筑面积合计约 1267 万平方米。在全部项目 4411 万平方米可竣工资源中，一二线城市面积占比约 35%，三四线城市面积占比约 65%。公司整体土地储备能满足 2—3 年开发销售。

图8：公司近年新增土储规划建面情况

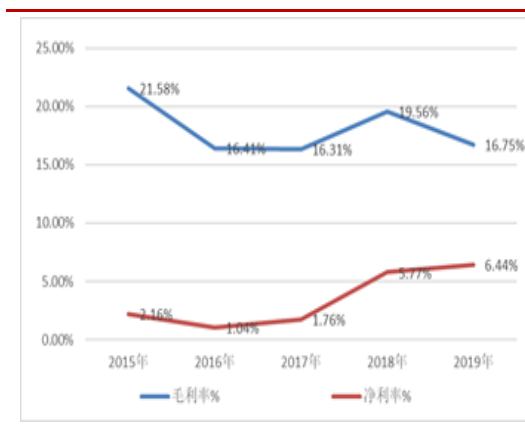


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 利润率有所提升，负债及资金管理水平改善

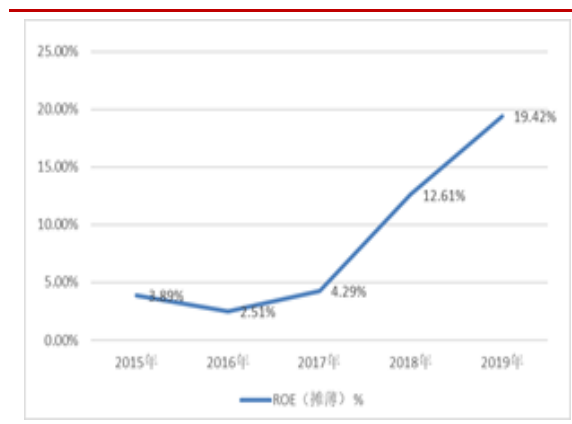
另外，公司 2016 年开始积极调整过去大盘开发的模式，通过小盘开发，进行短平快销售，增加周转率，降低风险，同时也实现 ROE 的稳定提升。随着 16 年以前大盘开发逐步消化，同时公司近年三费率控制理想，资金管控及成本也逐步优化，在行业整体利润率下行情况下仍能实现净利润率稳步提升，发展质量及效益改善有目共睹。

图9：公司近年利润率变化情况



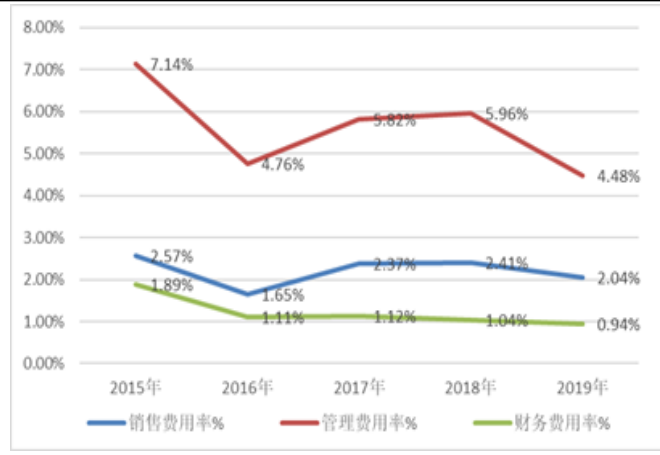
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图10：公司近年ROE变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

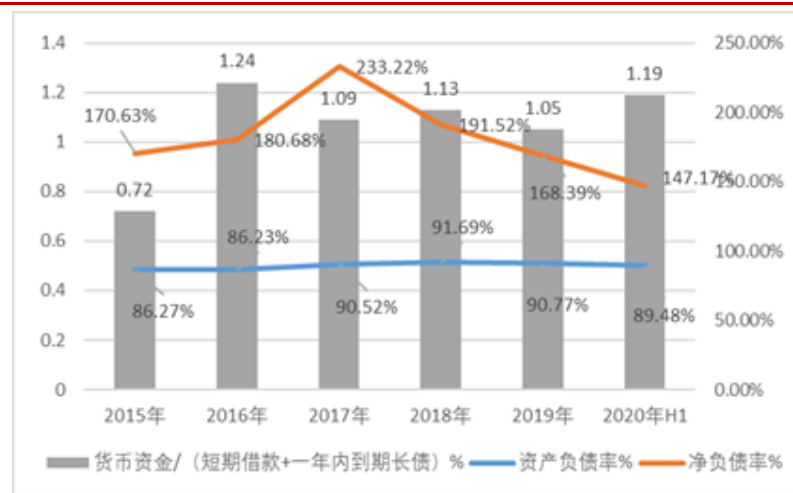
图11：公司近年费用率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

截止 2020 年中期公司资产负债率为 89.48%，较 2019 年末下降 1.3 个百分点。2017 年开始随着公司规模持续提升负债率水平攀升，但近两年随着资产规模的壮大及财务结构的完善，负债率水平明显改善。负债扣除预收账款（合同负债）之后的负债率为 50.85%；净负债率为 147.17%，实现高位持续回落；现金短债比（货币资金与一年以内要偿还的全部有息负债的比率）为 1.19，短期资金压力较低。

图12：公司近年负债率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

而公司债务结构中，银行借款余额 371.47 亿，占比 47%；非银行金融机构借款 175.84 亿，占比 22%；债券等债务融资工具 234.11 亿，占比 30%。其中一年内到期债务余额 237.01 亿，占比 30%；1—2 年到期 282.37 亿，占比 36%；2—3 年 116.95 亿，占比 15%；3 年以上 145.09 亿，占比 19%。

表1：公司融资机构及利率水平

单位：亿元

融资途径	期末融资余额	融资成本区间	期限结构			
			1年之内	1—2年	2—3年	3年以上
银行借款	371.47	3.2%—10%	64.52	108.86	92.67	105.42
非银行金融机构借款	175.84	4.35%—13.5%	95.79	77.95	2.1	0
债券等债务融资工具	234.11	7.3%—10.88%	76.7	95.56	22.18	39.67
合计	781.42	—	237.01	282.37	116.95	145.09

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

公司近年积极推进改革及战略调整，企业文化及公司治理水平上一台阶。同时引进外部资历丰富职业经理人，推行股权激励、跟投等措施捆绑股东、管理层及员工利益，提速增效实现规模持续快速提升。公司从区域走向全国布局，进入城市量级逐渐上移，行业排位在 TOP20 阵营中稳步上升。同时公司盈利水平及财务指标均持续改善，近期穆迪也上调企业评级，彰显公司质与量同步跨越式进展。预测公司 2020 年—2021 年 EPS 分别为 1.86 元和 2.47 元，对应当前股价 PE 分别为 5 倍和 3.7 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7. 风险提示

- 1) 楼市调控超预期
- 2) 公司销售及利润率不达预期

表 2：公司盈利预测（截至 2020/9/29）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	71,831	100,563	130,732	157,532
营业成本	59,802	81,858	105,893	127,601
营业税金及附加	1,878	2,313	2,876	3,623
销售费用	1,463	1,810	2,353	2,836
管理费用	3,216	4,023	4,968	5,986
财务费用	675	805	1,046	1,103
研发费用	1	2	3	3
公允价值变动净收益	51	0	0	0
投资净收益	2,092	1,000	800	200
营业利润	6,309	10,350	13,840	15,735
加 营业外收入	51	55	65	70
减 营业外支出	205	150	200	200
利润总额	6,155	10,255	13,705	15,605
减 所得税	1,532	2,461	3,289	3,745
净利润	4,623	7,794	10,416	11,860
减 少数股东损益	459	779	1,094	1,364
归母公司所有者的净利润	4,163	7,014	9,322	10,496
基本每股收益(元)	1.11	1.86	2.47	2.78

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn