

销售稳健，投资回暖，新一轮股权激励彰显成长信心

买入 (维持)

2019年06月15日

证券分析师 齐东

执业证号: S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	40,110	58,874	85,373	113,896
同比 (%)	31.3%	46.8%	45.0%	33.4%
归母净利润 (百万元)	2,193	4,057	6,960	9,180
同比 (%)	219.1%	85.0%	71.6%	31.9%
每股收益 (元/股)	0.59	1.09	1.88	2.47
P/E (倍)	14.90	8.06	4.70	3.56

事件

■ **中南建设发布: 1、2019年5月经营数据:** 公司2019年5月份房地产业务实现合同销售金额约157.9亿元,同比增长21%;销售面积约123.3万平方米,同比增长17%。**2、发布《2019年股票期权激励计划(草案)》**,拟向激励对象授予股票期权1.38亿份,约占公司总股份的3.73%,其中首次授予1.12亿份,行权价格为8.49元/股。

点评

■ **销售维持稳定增长态势。**中南建设2019年5月份房地产业务合同销售金额约157.9亿元,同比增长21%;销售面积约123.3万平方米,同比增长17%;销售均价12806元/平米,同比增长3%。从累计数据看,公司1-5月份累计合同销售金额约620.7亿元,同比增长27%;累计销售面积约501.2万平方米,同比增长30%;销售增速较为可观。

■ **投资力度逐渐增强。**5月公司在南通、苏州、宁波、临沂、泰安获取6幅地块,新增项目计容建筑面积105.23万平米,同比增长11%;拿地金额73.18亿元,同比增长35%;占同期销售金额的46%,较前值继续提升36个百分点;拿地楼面均价6954元/平米,占同期销售均价的54%,拿地成本有所回升,主要系公司苏州、南通、宁波等核心城市获取了较为优质的土地资源,未来毛利水平仍有保障。从累计数据看,公司1-5月累计新增拿地面积334万平米,同比减少22%;拿地金额220亿元,同比增长13%,占同期销售金额的35%,投资保持积极态势。

■ **新一轮股权激励计划持续扩围,彰显发展信心。**公司近期发布《2019年股票期权激励计划(草案)》,该计划拟向激励对象授予股票期权1.38亿份,约占公司总股份的3.73%,其中首次授予1.12亿份,行权价格为8.49元/股,激励对象包括公司地产和建筑业务的有关负责人员及骨干人员共计486人;相较18年7月的股权激励计划,新一轮计划使得更多业务层面骨干将自身利益与公司利益结合,强化股权激励的广度和深度;同时追加业绩考核要求,除去2019年/2020年相对2017年度净利润增长率不低于560%、1060%外,新增条件2021年相对2017年度净利润增长率不低于1408%,即对应扣除投资性房地产公允价值变动损益后的归母净利润分别不低于39.8、69.9、90.9亿元,高标准行权条件再显发展信心。

■ **投资建议:**中南建设近年来从上到下进行了系统性战略调整,正在发生重大变化,公司在优秀人才引进、激励加强的助力下运营效率持续提升。基于公司销售高增,盈利能力持续改善,业绩迎来快速释放。我们预计2019-2021年EPS分别为1.09、1.88、2.47元人民币,对应PE分别为8.06、4.70、3.56倍,维持“买入”评级。

■ **风险提示:**行业销售波动;政策调整导致经营风险;融资环境变动;企业运营风险;汇率波动风险;棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.81
一年最低/最高价	4.93/10.63
市净率(倍)	1.83
流通A股市值(百万元)	32595.57

基础数据

每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	91.56
总股本(百万股)	3709.79
流通A股(百万股)	3699.84

相关研究

- 1、《中南建设(000961): 盈利能力持续改善, 销售增长靛眼》2019-04-30
- 2、《中南建设(000961): 业绩迎来高速释放期, 规模扩张持续进行时》2019-04-23
- 3、《中南建设(000961): 销售规模快速增长, 业绩喜人》2019-01-29

表 1：本次股权激励计划获授期权分配情况

类别	数量(万份)	占拟授予期权总数的比例	占公司总股份比例
首次授予期权	11,209	81.01%	3.02%
预留授予期权	2,628	18.99%	0.71%
总计	13,837	100%	3.73%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：激励对象分期行权安排

类别	行权起止日期	可行权期权占授予期权的比例
第一个行权期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第二个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第三个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	34%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：本次股权激励计划的业绩承诺情况

行权期	考核年度	考核目标	扣除投资性房地产公允价值变动的归母净利润 (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，东吴证券研究所

中南建设三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	211,895	229,038	255,891	281,527	营业收入	40,110	58,874	85,373	113,896
现金	20,417	22,722	25,901	27,252	减:营业成本	32,265	45,966	65,999	87,814
应收账款	8,565	11,060	17,398	20,568	营业税金及附加	1,454	2,556	2,737	4,298
存货	135,003	143,577	149,752	169,570	营业费用	966	1,418	1,844	2,460
其他流动资产	47,911	51,679	62,840	64,138	管理费用	2,391	3,468	5,028	6,708
非流动资产	23,799	25,713	33,670	39,787	财务费用	416	753	770	798
长期股权投资	6,893	9,423	12,723	16,676	资产减值损失	206	338	497	715
固定资产	3,069	4,470	6,499	8,661	加:投资净收益	579	761	763	845
在建工程	47	883	1,558	2,139	其他收益	53	59	64	71
无形资产	599	580	569	558	营业利润	3,156	5,337	9,470	12,169
其他非流动资产	13,191	10,356	12,320	11,754	加:营业外净收支	-106	-108	-110	-86
资产总计	235,694	254,751	289,562	321,314	利润总额	3,050	5,228	9,360	12,083
流动负债	175,117	190,943	218,819	237,918	减:所得税费用	737	1,307	2,340	3,021
短期借款	10,687	11,756	12,931	14,224	少数股东损益	119	-136	60	-118
应付账款	16,005	18,044	19,670	19,358	归属母公司净利润	2,193	4,057	6,960	9,180
其他流动负债	148,425	161,144	186,218	204,336	EBIT	5,727	6,864	10,984	13,792
非流动负债	40,984	40,739	40,834	44,614	EBITDA	6,149	7,141	11,395	14,371
长期借款	39,928	39,741	39,792	43,503					
其他非流动负债	1,056	998	1,042	1,111					
负债合计	216,101	231,682	259,653	282,532					
少数股东权益	2,195	2,059	2,119	2,001					
归属母公司股东权益	17,398	21,010	27,790	36,781					
负债和股东权益	235,694	254,751	289,562	321,314					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E	标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19,432	1,320	7,802	-1,119	每股收益(元)	0.59	1.09	1.88	2.47
投资活动现金流	-12,650	-1,198	-7,382	-5,590	每股净资产(元)	4.69	5.66	7.49	9.91
筹资活动现金流	-4,042	2,183	2,759	8,059	发行在外股份(百万股)	3710	3710	3710	3710
现金净增加额	2,735	2,305	3,179	1,351	ROIC(%)	5.7%	6.2%	8.8%	9.3%
折旧和摊销	422	277	411	579	ROE(%)	11.8%	17.0%	23.5%	23.4%
资本开支	6,081	2,003	2,220	2,050	毛利率(%)	19.6%	21.9%	22.7%	22.9%
营运资本变动	16,998	-2,710	540	-10,519	销售净利率(%)	5.8%	6.9%	8.2%	8.1%
					资产负债率(%)	91.7%	90.9%	89.7%	87.9%
					收入增长率(%)	31.3%	46.8%	45.0%	33.4%
					净利润增长率(%)	219.1%	85.0%	71.6%	31.9%
					P/E	14.90	8.06	4.70	3.56
					P/B	1.88	1.56	1.18	0.89
					EV/EBITDA	11.85	10.34	6.53	5.71

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

