

公司研究/季报点评

2019年10月29日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.49
合理价格区间(元): 10.80~11.88

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

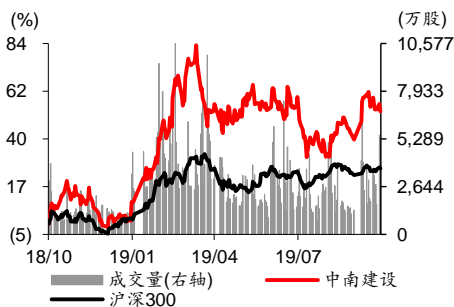
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《中南建设(000961 SZ,买入): 三季度增速再超预期, 投资聚焦主业强度不减》2019.10
- 2《中南建设(000961 SZ,买入): 业绩维持高速增长, 激励加持稳健扩张》2019.08
- 3《中南建设(000961,买入): 高质量增长兑现高标准激励加持》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩高速增长, 拓展有望进一步发力 中南建设(000961)

核心观点

10月28日三季报显示,前三季度公司营业收入409.6亿元,同比+36.5%;归母净利22.6亿元,同比+78.7%;EPS 0.61元。其中三季度实现归母净利9.52亿元,同比+180%。业绩接近预报上限,业绩释放节奏逐步加快,符合预期。考虑到四季度业绩结转比重较高,因此依然维持2019-2021年EPS 1.08、1.90、2.46元的盈利预测,维持“买入”评级。

业绩高速增长, 销售稳步迈向 1800-2000 亿元

前三季度业绩大幅增长,核心在于:1)并表口径内结算权益占比提升,少数股东占比由去年同期的18%降至3%;2)非并表口径项目结算量大幅增加,投资收益达3.74亿,同比+356%。报告期内地产结算额284.6亿元,同比+28.6%,地产业务毛利率23.5%,同比上升0.1BP。报告期末公司并表口径下已售未结金额达1278.8亿元,相当于18年营收的310%,为未来业绩增长打下基础。2019年1-9月公司地产业务实现销售金额1300亿元,同比+27%,销售增速高于行业平均水平,9月以来销售热度持续,随着供货规模的提速,我们认为公司全年销售将向1800-2000亿元稳步迈进。

投资拿地强度不减, 继续聚焦核心城市群战略和住宅主业

根据三季报,1-9月公司新增投资金额415.9亿元,同比+42.6%;投资强度(拿地金额/销售金额)同比提升4个百分点至32%;投资强度不减,继续聚焦核心城市群战略,布局优化有望持续加速优质资源兑现。目前公司在建待建面积总计4755万平,以销售均价以及并表内已售未结总额推算,目前可售土储约3000万平,拿地预计还将继续发力。同时,公司向中南控股转让苏州中南中心项目,进一步聚焦住宅主业的同时,预计可为公司增厚2.46亿元投资收益。

杠杆收敛, 财务结构进一步改善

公司杠杆水平持续下降,前三季度净负债率在去年底基础上进一步下降15.9pct至175.6%,同时债务结构也有所优化,短债规模占比由去年末的31%降至23.21%,现金覆盖倍数由去年末的1.13升至1.59倍。9月27日获得核准发行27亿公司债,二季度以来融资环境持续高压,公司主动改善杠杆以及加快回款,都为未来持续发展创造更好的条件。

股权激励加码, 规模扩张, 维持“买入”评级

继去年7月之后,2019年5月公司再次拟向486人授予总股本3.73%的期权激励,围绕中层管理纵深推进。公司中短期看点在于销售高速增长,拿地稳健提升,负债率平稳下降,存量可结算资源丰富带动业绩高速增长;长期看点在于职业经理人改善公司治理,高标准股权激励推动管理红利兑现。维持2019-2021年EPS为1.08、1.90、2.46元的盈利预测。参考可比公司2019年6.9倍的PE估值,公司正处于高速扩张期,我们认为2019年合理PE为10-11倍,目标价10.80-11.88元,维持“买入”评级。

风险提示:销售增速下滑风险;融资收紧、基建资金沉淀增加资金链压力。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,728
流通A股(百万股)	3,716
52周内股价区间(元)	5.57-10.35
总市值(百万元)	31,648
总资产(百万元)	272,971
每股净资产(元)	5.29

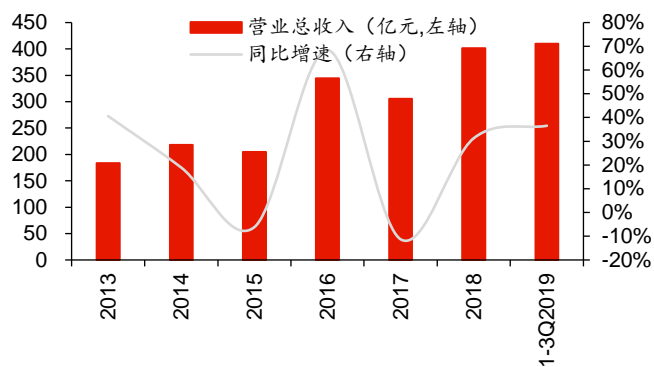
资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,552	40,110	81,029	126,981	168,250
+/-%	(11.29)	31.28	102.02	56.71	32.50
归属母公司净利润(百万元)	687.31	2,193	4,020	7,065	9,157
+/-%	103.00	219.09	83.28	75.77	29.61
EPS(元,最新摊薄)	0.18	0.59	1.08	1.90	2.46
PE(倍)	46.05	14.43	7.87	4.48	3.46

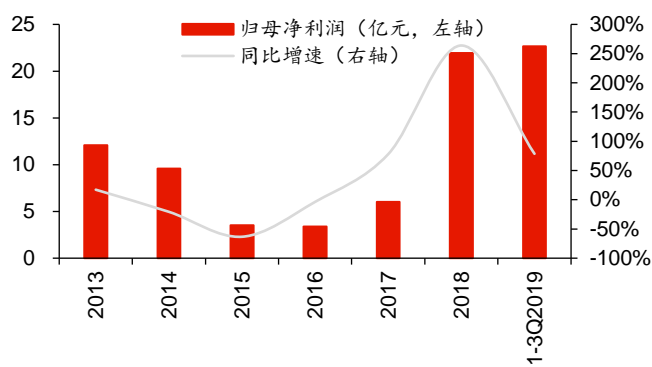
资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1: 2013-2019年前三季度公司营业收入



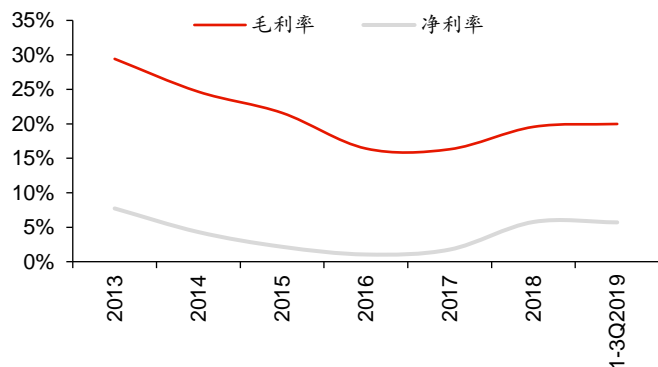
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2013-2019年前三季度公司归母净利润



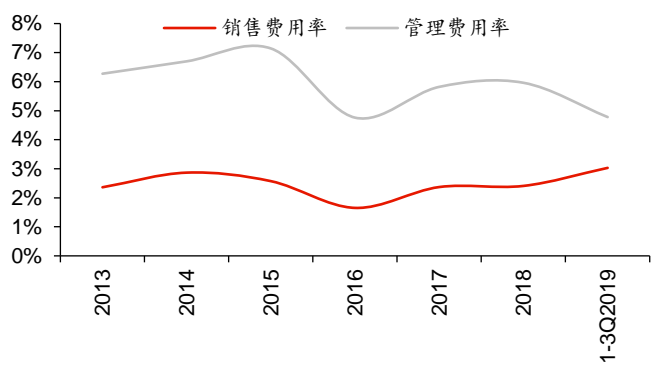
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 2013-2019年前三季度公司毛利率、净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

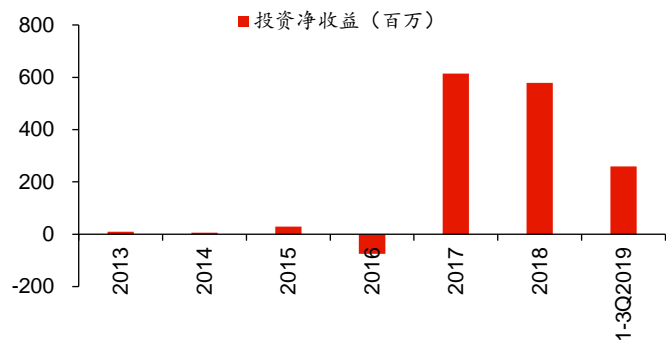
图表4: 2013-2019年前三季度公司销售、管理费用率



注: 管理费用包含研发费用

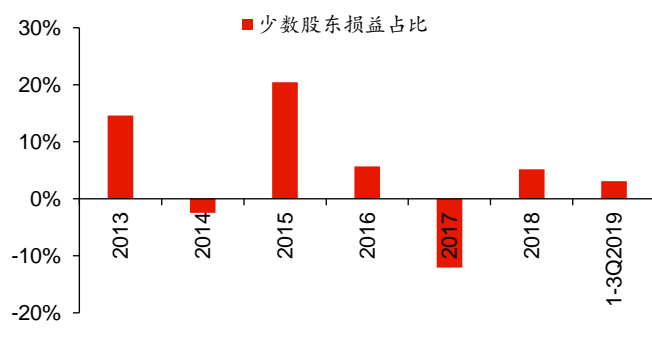
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 2013-2019年前三季度公司投资净收益



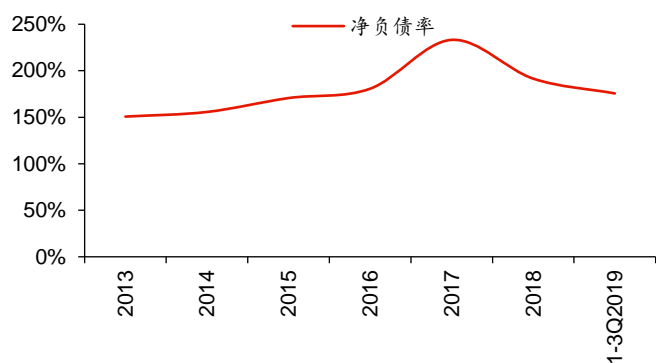
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 2013-2019年前三季度公司少数股东损益占比



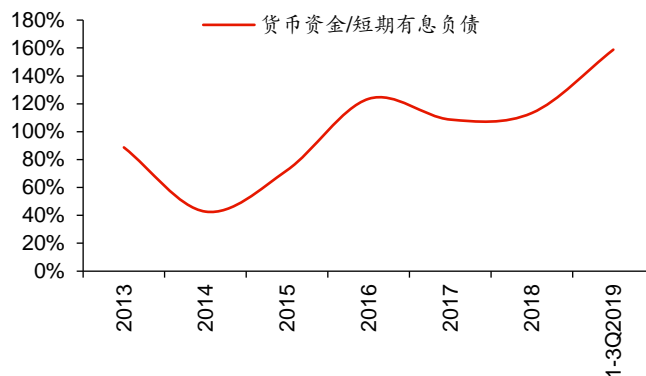
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7：2013-2019年前三季度公司净负债率



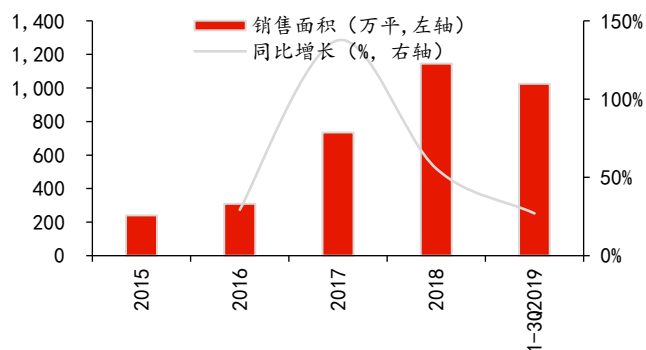
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：2013-2019年前三季度公司短债现金覆盖率



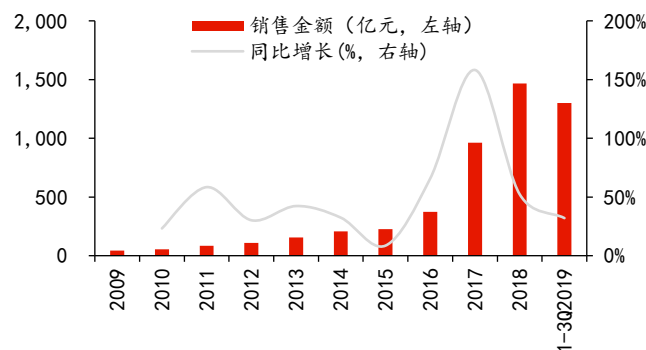
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2013-2019年前三季度公司销售面积与增速



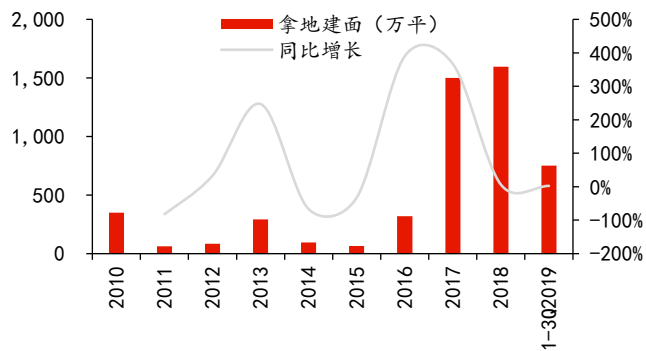
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2013-2019年前三季度公司销售金额与增速



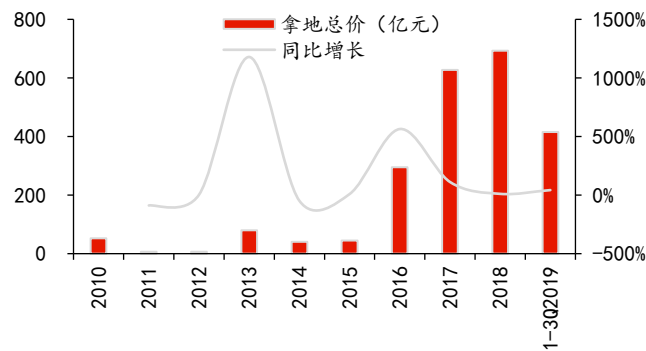
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：2013-2019年前三季度公司拿地建面及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：2013-2019年前三季度公司拿地总价及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：可比公司估值表（截至2019年10月29日，盈利预测数据来自Wind一致预期）

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
万科A	3,014.28	26.67	3.06	3.64	4.31	5.09	8.72	7.32	6.18	5.24
保利地产	1,752.68	14.69	1.59	2.05	2.50	2.97	9.24	7.16	5.88	4.94
招商蛇口	1,532.17	19.36	1.89	2.36	2.88	3.48	10.24	8.19	6.72	5.57
金地集团	564.32	12.50	1.79	2.17	2.58	3.00	6.98	5.75	4.84	4.17
阳光城	251.51	6.21	0.66	1.03	1.39	1.83	9.41	6.03	4.46	3.39
行业平均							8.92	6.89	5.62	4.66

资料来源：Wind，华泰证券研究所

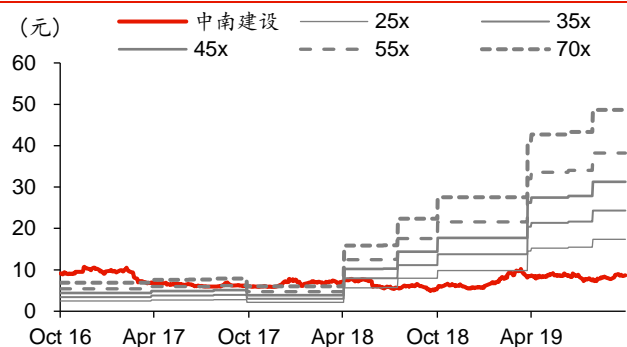
风险提示

房地产行业销售存在下滑风险，公司销售可能受到行业拖累。若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能。未来三四线城市市场环境变化可能拖累公司销售。

公司资金链可能存在偏紧的风险。一方面，房地产企业融资环境暂未出现明显改善；另一方面，公司基建业务回款周期偏长，资金沉淀较大，有可能增加资金链压力。

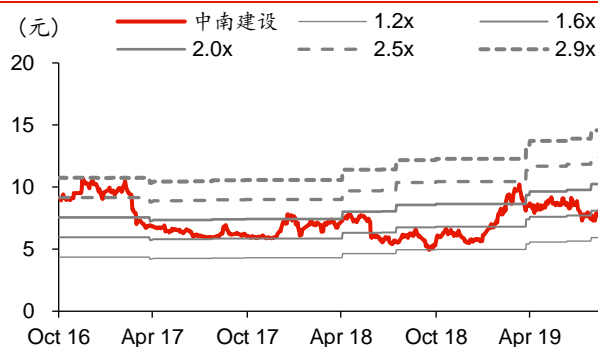
PE/PB – Bands

图表14： 中南建设历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 中南建设历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	164,913	211,895	221,550	241,867	266,762
现金	14,270	20,417	21,635	23,000	28,574
应收账款	7,332	8,565	7,811	7,982	8,022
其他应收账款	15,458	28,556	20,826	22,490	22,943
预付账款	10,549	8,648	12,380	13,618	14,980
存货	110,985	135,003	150,000	165,000	181,500
其他流动资产	6,318	10,708	8,898	9,777	10,743
非流动资产	11,984	23,799	23,173	24,195	25,258
长期投资	1,530	6,893	6,043	6,647	7,312
固定投资	3,199	3,069	3,292	3,458	3,571
无形资产	601.72	599.40	581.05	558.38	536.41
其他非流动资产	6,652	13,237	13,256	13,532	13,838
资产总计	176,896	235,694	244,722	266,062	292,020
流动负债	117,809	175,117	175,264	184,747	197,540
短期借款	7,193	10,687	18,881	12,728	9,011
应付账款	16,096	16,005	13,860	15,246	16,771
其他流动负债	94,520	148,425	142,523	156,772	171,758
非流动负债	41,071	40,984	45,857	50,269	54,048
长期借款	26,696	30,127	34,927	38,927	42,927
其他非流动负债	14,375	10,857	10,930	11,342	11,121
负债合计	158,880	216,101	221,120	235,016	251,587
少数股东权益	2,546	2,195	2,653	3,469	4,565
股本	3,710	3,710	3,728	3,728	3,728
资本公积	2,646	2,474	2,456	2,456	2,456
留存公积	7,934	10,053	14,789	21,267	29,358
归属母公司股东权益	15,470	17,398	20,949	27,577	35,868
负债和股东权益	176,896	235,694	244,722	266,062	292,020

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(2,938)	19,432	(9,595)	5,281	8,651
净利润	622.32	2,313	4,478	7,881	10,252
折旧摊销	282.21	421.84	430.26	489.81	540.27
财务费用	341.61	415.63	1,148	1,305	1,289
投资损失	(614.03)	(579.01)	(590.00)	(708.00)	(778.80)
营运资金变动	(3,606)	16,998	(14,889)	(3,818)	(2,690)
其他经营现金	35.51	(136.98)	(171.77)	131.22	38.28
投资活动现金	(3,734)	(12,656)	529.41	(784.93)	(796.00)
资本支出	3,269	6,081	500.00	500.00	500.00
长期投资	(115.44)	5,520	(517.90)	872.09	948.58
其他投资现金	(579.86)	(1,055)	511.51	587.16	652.58
筹资活动现金	9,890	(4,036)	10,284	(3,131)	(2,281)
短期借款	3,766	3,494	8,194	(6,153)	(3,718)
长期借款	11,231	3,431	4,800	4,000	4,000
普通股增加	0.00	0.00	17.85	0.00	0.00
资本公积增加	(8.42)	(171.89)	(17.85)	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,099)	(10,788)	(2,710)	(978.85)	(2,563)
现金净增加额	3,235	2,735	1,218	1,365	5,574

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,552	40,110	81,029	126,981	168,250
营业成本	25,502	32,265	63,484	99,095	132,211
营业税金及附加	1,546	1,454	3,675	5,484	7,193
营业费用	724.11	966.40	1,791	2,925	3,853
管理费用	1,768	2,391	4,621	7,368	9,751
财务费用	341.61	415.63	1,148	1,305	1,289
资产减值损失	256.46	206.20	222.95	217.37	219.23
公允价值变动收益	35.32	53.25	(24.00)	150.00	200.00
投资净收益	614.03	579.01	590.00	708.00	778.80
营业利润	1,163	3,156	6,654	11,445	14,713
营业外收入	33.22	63.58	53.46	56.83	55.71
营业外支出	162.43	170.07	164.00	165.76	165.89
利润总额	1,034	3,050	6,544	11,336	14,603
所得税	411.30	737.38	2,066	3,455	4,351
净利润	622.32	2,313	4,478	7,881	10,252
少数股东损益	(64.99)	119.45	458.06	816.22	1,095
归属母公司净利润	687.31	2,193	4,020	7,065	9,157
EBITDA	1,787	3,994	8,232	13,240	16,542
EPS (元, 基本)	0.19	0.59	1.08	1.90	2.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(11.29)	31.28	102.02	56.71	32.50
营业利润	86.35	171.44	110.82	72.00	28.55
归属母公司净利润	103.00	219.09	83.28	75.77	29.61
获利能力 (%)					
毛利率	16.53	19.56	21.65	21.96	21.42
净利率	2.25	5.47	4.96	5.56	5.44
ROE	4.44	12.61	19.19	25.62	25.53
ROIC	1.82	5.99	8.84	13.82	16.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	89.82	91.69	90.36	88.33	86.15
净负债比率 (%)	25.07	22.28	26.96	24.67	23.16
流动比率	1.40	1.21	1.26	1.31	1.35
速动比率	0.46	0.44	0.41	0.42	0.43
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.19	0.34	0.50	0.60
应收账款周转率	3.97	4.53	8.89	14.44	18.89
应付账款周转率	2.01	2.01	4.25	6.81	8.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.59	1.08	1.90	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.79)	5.21	(2.57)	1.42	2.32
每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.67	5.62	7.40	9.62
估值比率					
PE (倍)	46.05	14.43	7.87	4.48	3.46
PB (倍)	2.05	1.82	1.51	1.15	0.88
EV_EBITDA (倍)	33.29	14.89	7.22	4.49	3.60

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com