所属行业	房地产
发布时间	2020 年 12 月 15 日

中南建设（000961.SZ）

北上、南下、西扩，2020 年投资聚焦长三角和珠三角

核心观点：

中南建设自上市以来，在深耕长三角的基础上，逐渐向北部、中西部以及华南地区扩张，2020 年公司在全国化布局的基础上，重点投资长三角和珠三角。在能级城市选择上，公司高速扩张时期多重点布局三四线城市，当前中南建设投资逐渐向一二线城市转移，同时对核心地区强三线城市的长期深耕也为公司规模增长奠定基础。

一、货值充裕，全年销售额有望突破两千亿

经历 2015 年至 2019 年全国化扩张，中南建设已经实现全国化布局。2020 年，公司再次加大长三角和珠三角地区的投资力度，不断深耕已布局城市，总土地储备达到 4411 万平方米，充足的货值推动公司销售业绩持续增长。截至 11 月，公司销售金额达到 1951 亿元，在销售规模持续增长的基础上，全年销售金额有望突破两千亿。

二、四阶段完成全国化布局，2020 年投资聚焦至长三角和珠三角

发展初期，中南建设重点布局江苏和山东两个地区，在对外扩张中，公司优先选择布局北部营口，以及中西部的潜江、安庆、南充等城市，全国化扩张策略启动。在 2015 年行业向好的背景下，中南建设加大对中西部、长三角、环渤海以及珠三角等地区全范围的布局，但此时的投资重心仍集中在长三角

相关研究：

累计销售面积恢复至 2019 年同期，10 月土地购置面积同比下降 5.6%（2020 年 1-10 月）| 月读数据【第 38 期】	20201116
2020 年 11 月地产月报丨房企销售端积极发力，加快资金回笼，预计年底土地成交量上行【第 29 期】	20201206
2020 四季度策略报告——房住不炒下行业空间仍在，锚定资源是未来竞争关键	20201026

研究员 于小雨
rain_yxy（微信号）
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn
姜晓刚
18516525402（微信号）
jiangxiaogang@ehconsulting.com.cn
陈颖
15295771258
chenying@ehconsulting.com.cn

和中西部。2018 年来，在行业调控政策逐渐收紧的情况下，中南建设投资重心逐渐从全范围投资向长三角、珠三角以及部分中部核心城市转移，这一趋势在 2020 年愈加明显。

三、投资城市能级不断上移，净负债率持续下降

公司在扩张过程中，初期依赖三四线城市发展规模，随着行业融资环境收紧，三四线市场出现结构性分化，而一二线城市需求不断得到补充，公司土地投方向逐渐转向一二线及强三线城市，截至 2020 年，新增土地储备中，一二线城市土占比已经上升至 36.0%，另外深耕强三线城市为公司业绩增长奠定基础。与此同时，中南净负债率长期保持高位，但随着公司对负债增长管控力度的加大，加上长三角、珠三角等核心城市销售贡献保障，未来净负债率有望持续下降。

四、深耕核心地区、核心城市策略长期不变

公司在完成全国化扩张过程中，已形成“聚焦长三角、珠三角及中西部经济发达城市”的布局特点，主要原因在于，长三角及珠三角经济发达，人口流入较多，住房需求不断得到补充，因此吸引众多房企重点布局该区域；另外，中西部核心城市目前地价相对适中，市场潜力大，投资风险小。中南建设当前布局特点一方面能够保持现有市场占有率，另一方面未来销售结转有保障，为未来业绩持续提升保驾护航。

目录

一、货值充裕，全年销售额有望突破两千亿..... 4
二、四阶段完成全国化布局，2020 年投资聚焦至长三角和珠三角 5
1、第一阶段：北上辽宁，南下海南，对外扩张进程启动..... 6
2、第二阶段：快周转铺开长三角市场，并正式进入中西部..... 6
3、第三阶段：广拓深纵，全国化布局形成..... 7
4、第四阶段：投资方向更加明确，重点布局长三角和珠三角..... 9
三、投资城市能级不断上移，净负债率持续下降..... 11
1、布局三四线助力销售增长，后逐渐提高一二线投资力度..... 11
2、加强负债率管控，提高偿债能力..... 12
四、深耕核心地区、核心城市策略长期不变..... 14

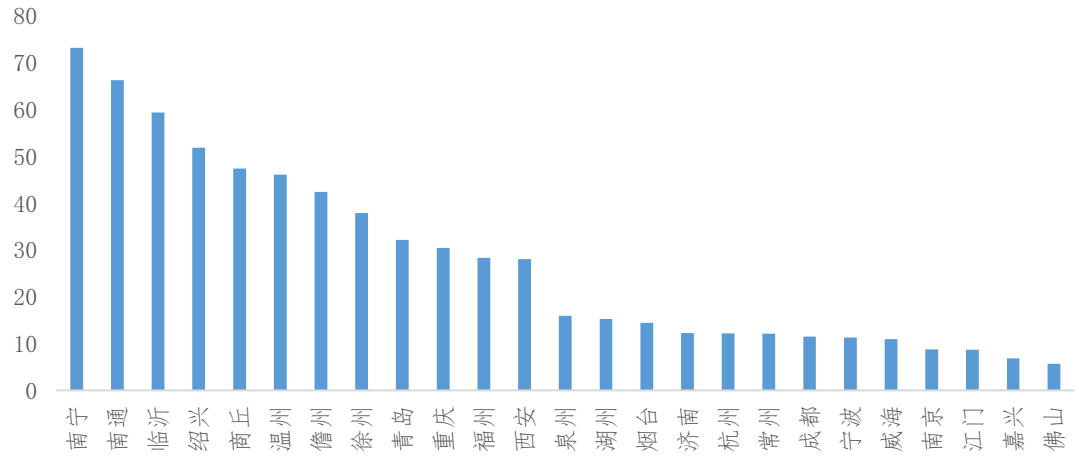
中国房地产市场按照区域可以划分为长三角、珠三角、环渤海和中西部经济区，其中，长三角和珠三角经济区房地产市场最为活跃，主要原因是长三角和珠三角人口较多，经济也更为发达，市场需求量更大，是众多房企首选的投资区域。但是仅深耕某一区域，对销售规模增长的支撑相对有限，为促使销售业绩的快速提升，多数房企选择全国化布局。本篇承接《华南房企对外扩张路径：占领长三角？》，目的在于探寻华东房企是如何对外扩张的，尤其是进入到 2020 年，投资方向是否发生变化，本文将从中南建设的发展视角出发，探讨公司自对外扩张以来的投资动向。

一、货值充裕，全年销售额有望突破两千亿

中南建设起家于江苏南通海门，于 1988 年由陈锦石创立，起初以建筑业为主营业务，2001 年起，房地产成为中南建设的另一支柱业务。32 年以来，公司实现快速发展主要是抓住了四大机遇：第一，1992 年承接南通总包项目，为公司积累了独立完成项目的经验；第二，2005 年开发南通 CBD，中南正式进入大盘时代；第三，2007 年收购北京城建市政，公司进入轨交、市政工程等业务领域；第四，2009 年借壳上市，正式踏足资本市场。此后，中南建设不断发展壮大，2020 年已成为销售规模近两千亿的全国性房企。

根据土地分布来看，公司在 2009 年之前，土地储备主要位于江苏南通、盐城、镇江及常熟，山东青岛、潍坊以及海南文昌，截至 2020 年上半年，公司已完成全国化布局，土地储备总量达到 4411 万平方米。在新增土地储备方面，中南建设在 2020 年上半年新增土地储备达到 688.5 万平方米，其中南宁新增土地储备最多，为 73.1 万平方米，其次是南通的 66.2 万平方米、临沂的 59.3 万平方米及绍兴的 51.8 万平方米，总的来说，中南建设投资布局集中在在长三角、华南、环渤海以及中西部核心城市。

图表：1H2020 中南建设各城市新增土地储备情况（万平方米）

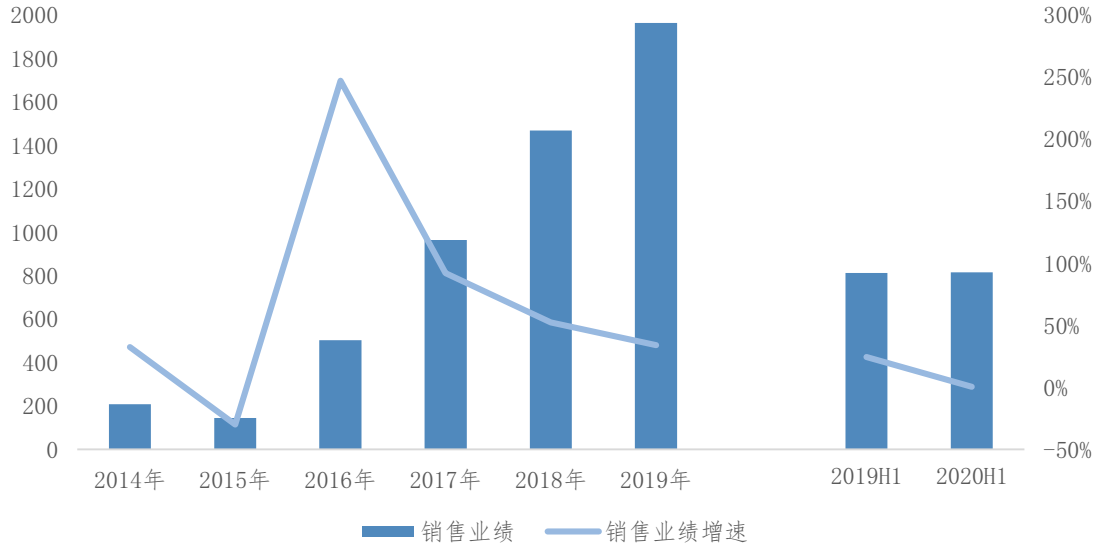


数据来源：亿翰智库、企业公告

结合销售情况来看，公司销售规模呈现爆发式增长，从 2015 年的 144.8 亿元大幅增长

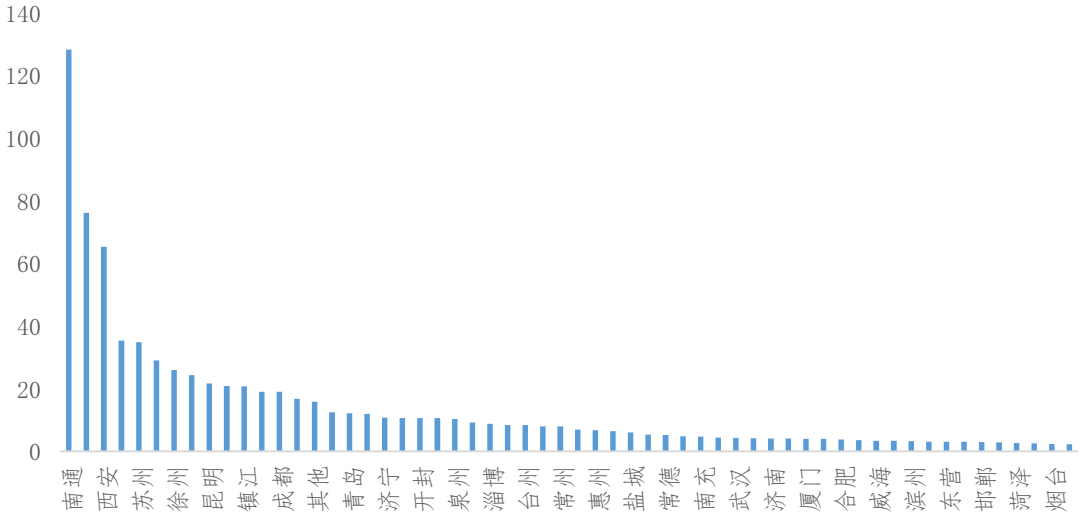
至 2019 年的 1960.5 亿元；2020 年上半年，公司实现销售金额 813.9 亿元，其中南通贡献销售金额最多，为 128.3 亿元，其次是宁波的 76.2 亿元以及西安的 65.3 亿元。预计 2020 年底，公司销售金额有望突破两千亿。

图表：2014 年-1H2020 中南建设销售金额（亿元）及其增速



数据来源：亿翰智库、企业公告

图表：1H2020 中南建设各城市销售金额贡献情况（亿元）



数据来源：亿翰智库、企业公告

二、四阶段完成全国化布局，2020 年投资聚焦至长三角和珠三角

根据中南建设年报来看，我们发现其扩张过程分为四个阶段，第一阶段是 2011 年及以

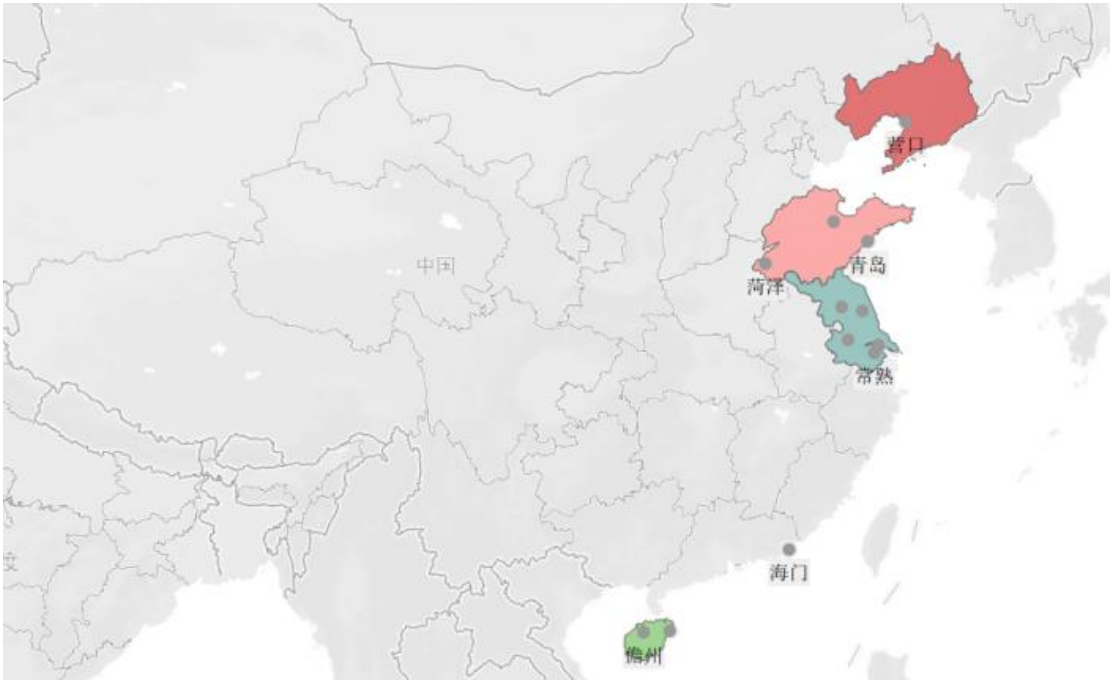
前，公司首次向北布局辽宁营口；第二阶段是 2012 年至 2014 年，公司新进入湖北潜江、安徽安庆、四川南充，正式向中西部扩张；第三阶段是 2015 年至 2018 年，公司进驻华南区域，例如深圳、广东惠州、福建泉州等，初步完成全国化拼图；第四阶段为 2019 年至 2020 年上半年，公司拿地主要集中在长三角、珠三角及内地核心城市，例如南宁、南通、临沂和绍兴，并新进入济南和厦门。

1、第一阶段：北上辽宁，南下海南，对外扩张进程启动

2011 年以前，中南建设在深耕江苏、山东以及海南的同时，新进入辽宁营口，环渤海区域的土地储备得到扩充。

2009 年，中国房地产市场逐渐回暖，量价超过金融危机前的 2007 年，中南建设借壳大连金牛，成功上市，当年公司的土地储备主要分布在江苏的南通、镇江、盐城、常熟和山东的潍坊、青岛以及海南的文昌。此后，公司逐渐加快对外扩张。2010 年新进入海南儋州，获取首期 53 万平方米的土地。2011 年，在房价过快上涨、社会资源过度倾斜房地产行业背景下，中国房地产业遭遇宏观调控，此时中南集中力度深耕，加大江苏淮安、辽宁营口、山东菏泽的深耕。这一阶段中，中南建设在深耕江苏、山东及海南三个省份的同时，新进入东北区域，是公司加大对外扩张的开端。

图表：2011 年以前中南建设土地储备布局情况



数据来源：亿翰智库、企业公告

2、第二阶段：快周转铺开长三角市场，并正式进入中西部

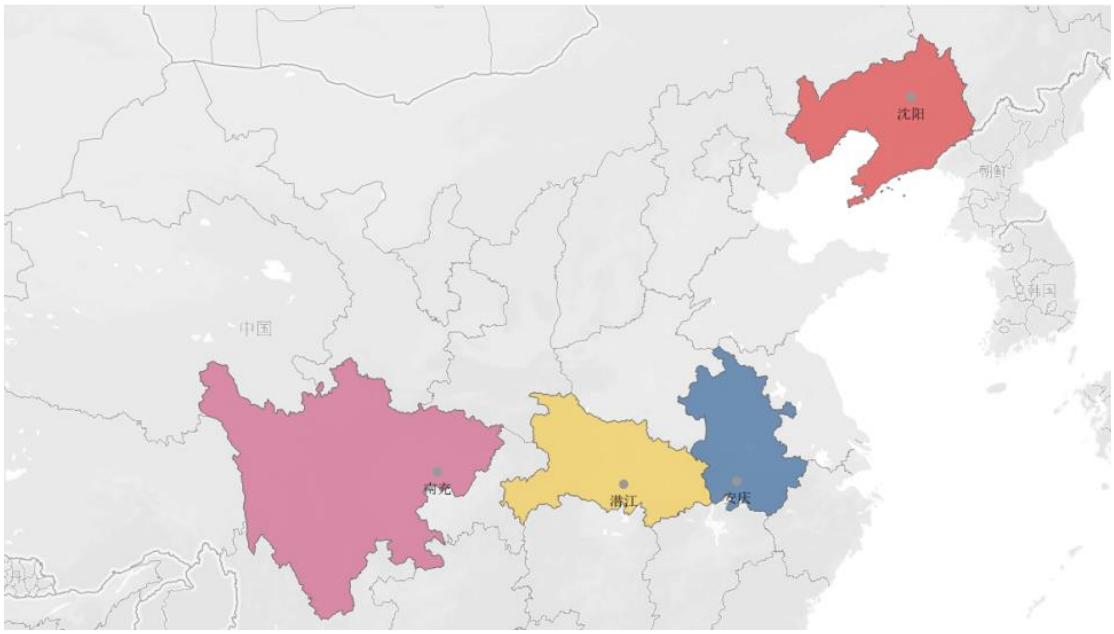
2012 年至 2014 年，中南建设在深耕长三角和环渤海的基础上，开始由东向西布局安徽安庆，湖北潜江，以及西南区域的四川南充，开启中西部城市的扩张进程。

具体来看，2012 年，中国房地产调控政策趋于稳定，在融资环境逐渐放松的情况下，市场表现向好，在此背景下，中南建设新获取辽宁沈阳、江苏苏州及泰安、山东东营、湖北潜江、安徽安庆等地的项目，这一年首次进入湖北和安徽。

2013 年政府出台“新国五条”，在各城市分类调控下，房地产市场成交量有所下降，行业出现两极分化趋势。公司把握拿地机会，获取昆山、常熟、海门、泰兴、南充等 6 幅宅地，不断深耕的同时，初次进入四川南充。值得注意的是，2013 年中南建设的“三先六快”体系成熟，其中三先是指，先获取土地信息、先规划设计、先招标；六快是指，快速匹配人力资源、快速完成规划报批、快速实现开工开盘、快速实现银行融资、快速销售回款以及快速实现资金回流，公司正式进入快周转时期。2014 年，房地产行业融资紧张、销售低迷，但在四季度政府启动救市救企举措，行业资金面改善，楼市销售回升态势明显，中南建设“高周转”运作机制保障了苏州、常熟、南京等项目高速周转，迅速抢先市场。在土地获取方面，完成了昆山、常熟、海门、泰兴、南京等上海、北京大城市周边县市、郊区市场多个项目的获取，主要集中在长三角和环渤海。

这一阶段，中南建设重点深耕长三角地区，尤其是上海周边购买力外溢的城市，例如苏州和昆山，在深耕江苏和山东的同时向西出发，首次在安徽和四川拿地，开始布局中西部。

图表：2012 年-2014 年中南建设新增城市分布情况



数据来源：亿翰智库、企业公告

3、第三阶段：广拓深纵，全国化布局形成

2015 年至 2018 年，这一阶段中国房地产市场持续升温。中南建设在深耕长三角的同时，补充环渤海区域土地储备，例如天津；接着加大中西部扩张力度，在湖北、河南、陕西西安增加土地储备，并由北向南布局浙江、深圳、云南和广东，截至 2018 年底，公司基本完成

全国化布局。

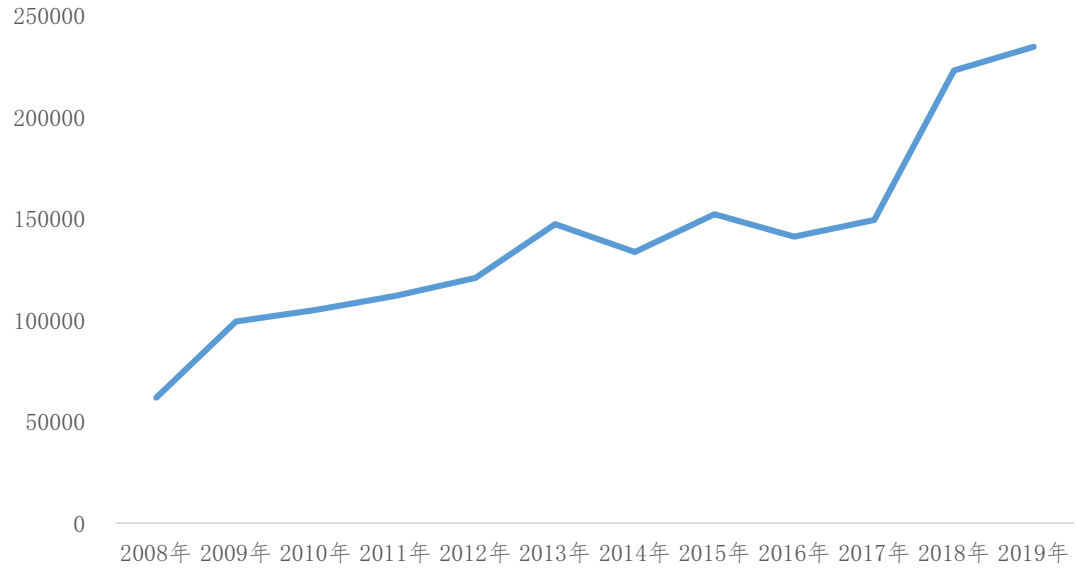
具体来看，2015 年，行业坚持促消费、去库存，融资环境宽松，公司加强核心区域布局，加快资金流转，当年新获取南京小行、南京溧水、上海奉贤、北京密云、苏州吴中、苏州常熟等优质城市项目。

2016 年，行业政策环境由松趋紧，“两会”提出因城施策去库存。政策分化逐渐明显，核心城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存策略。这一年，中南引入明星职业经理人陈凯，此后扩张力度进一步加大，新增天津、杭州、嘉兴、武汉及无锡等城市。2017 年随着房住不炒政策提出以及融资环境进一步收紧，房地产行业投资力度总体下降，中南开始加速全国布局，除继续深耕长三角和山东区域外，新进深圳、宁波、郑州、成渝、西安、昆明等 29 个热点城市，重点布局长三角和中西部城市。同时，职业经理人引进效果显著，2017 年全年实现销售金额 963.0 亿元，较 2015 年的 144.8 亿元增长 6 倍多。

2018 年，政府推进结构性去杠杆，防范化解金融风险，宏观流动性有所收紧，市场融资成本上升，国家在坚持“房住不炒”定位前提下，遵循“因城施策、分类调控”原则，继续对房地产市场实施调控。这一年中南建设新进入重庆、合肥、南宁、温州、惠州、梅州、泉州、湘潭等城市，加大了华南地区的布局力度，全国化布局更加完善。

总的来说，在这一阶段，中南建设在深耕长三角的基础上，新进入环渤海的北京、天津，中西部的河南、陕西西安、云南以及成渝，华南地区的广东和深圳，正式形成全国化布局。

图表：2008 年-2019 年中国房地产市场成交额表现（亿元）



数据来源：亿翰智库、国家统计局

图表：2015 年-2018 年中南建设新增城市分布情况



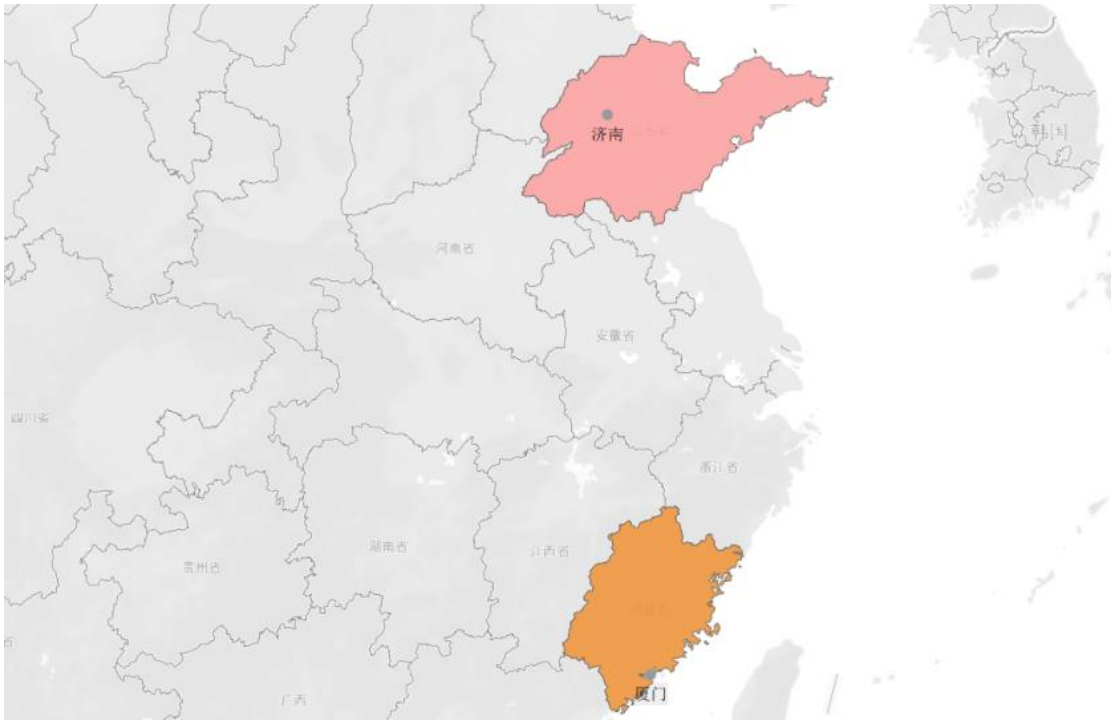
数据来源：亿翰智库、企业公告

4、第四阶段：投资方向更加明确，重点布局长三角和珠三角

2019 年至 2020 年，该阶段公司新进入环渤海的山东济南，以及华南区域的福建厦门。这期间中南建设保持深耕长三角和珠三角的布局特点，但对于中西部非核心城市的投资力度明显减弱。

具体来看，2019 年，政府推进落实“一城一策、因城施策、城市政府主体责任”的长效调控机制，行业融资环境收紧，在此背景下，公司新进入济南和厦门，聚焦长三角、珠三角。2020 年一方面受新冠疫情的影响，房企销售回款减少，另一方面三道红线举措发布，有息负债规模增长限速，对此，中南建设缩减中西部的投资力度，布局聚焦长三角和珠三角，投资方向更加明确。

图表：2019 年-1H2020 中南建设新增城市分布



数据来源：亿翰智库、企业公告

图表：2017 年-1H2020 中南建设新增土地储备布局城市（万平方米）

省份	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
江苏	608.3	156.1	339.9	124.9
陕西	152.4	25.9	91.3	28.0
浙江	139.7	223.3	158.9	143.4
山东	138.8	101.6	122.2	129.0
四川	105.9	12.0	33.8	11.5
河南	88.7	20.7	-	47.3
云南	53.1	22.2	6.4	-
湖北	47.2	-	15.6	-
安徽	41.1	38.5	14.1	-
河北	34.2	14.6	-	-
辽宁	33.8	4.5	34.4	-
广东	15.9	27.0	45.7	14.4
上海	13.8	-	-	-
天津	4.8	7.2	-	-

重庆	-	28.3	35.3	30.4
湖南	-	12.8	13.6	-
贵州	-	9.7	40.0	-
福建	-	8.9	22.7	44.2
广西	-	7.9	14.9	73.1
海南	-	-	-	42.4

数据来源：亿翰智库、企业公告

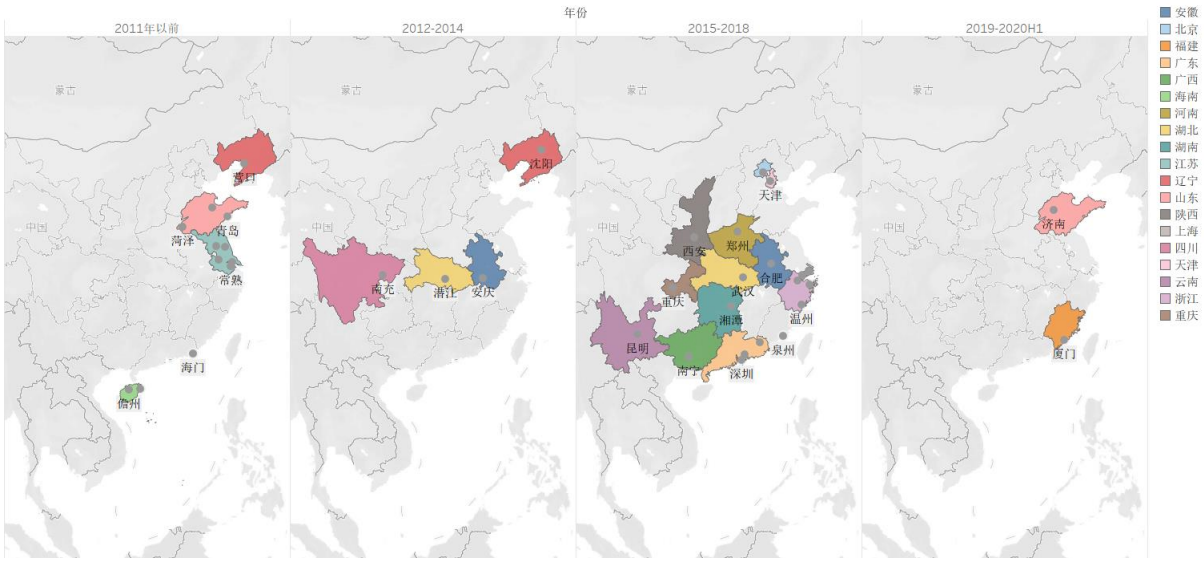
总的来说，在四个发展阶段中，中南建设在深耕长三角的基础上，由近及远逐渐向环渤海、中西部和华南地区扩张，在 2018 年完成全国化布局。此后，在政策调控作用下，中南建设明确投资走向，加大长三角和珠三角的布局，逐渐减少中西部的投资力度，并有望成为公司长期的布局趋势。

三、投资城市能级不断上移，净负债率持续下降

1、布局三四线助力销售增长，后逐渐提高一二线投资力度

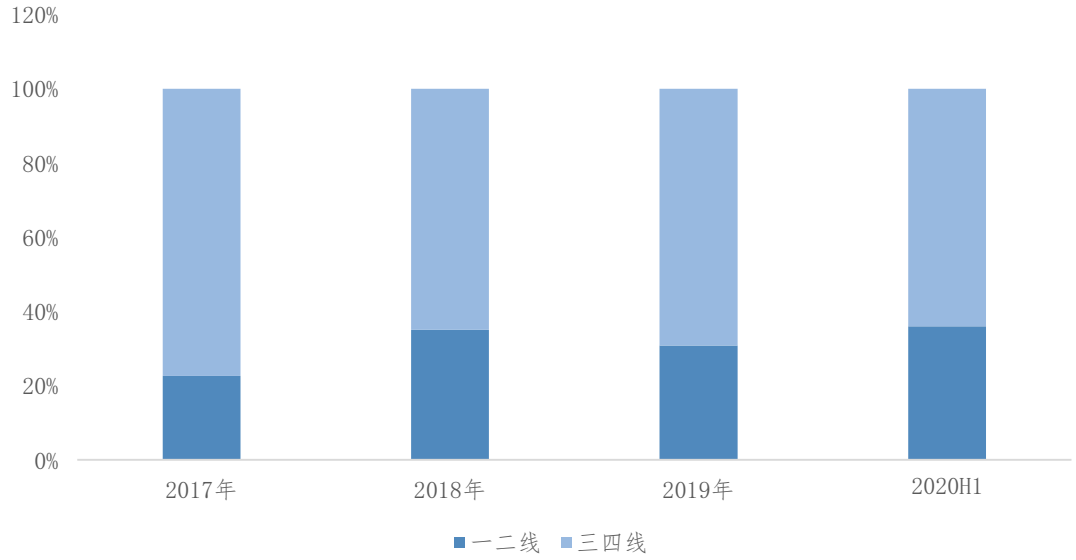
根据中南建设的扩张历程，我们发现，公司在发展初期主要依赖三四线城市来发展规模，截至到 2017 年公司在三四线城市土地储备占比达到 77.4%。随着行业融资环境收紧，三四线市场呈现结构性分化，而一二线城市人口不断流入，住房需求也得到补充，各大房企纷纷加大对一二线城市的投资力度，中南建设的土地投资也逐渐转向一二线及强三线城市，截至到 2020 年上半年，公司在三四线的土地储备占比降至 64.0%，预计未来公司仍将保持现有投资方向，加强一二线和强三线城市的布局。

图表：四个阶段中南建设新增城市分布情况



数据来源：亿翰智库、企业公告

图表：2017 年-1H2020 中南建设各能级城市新增土地储备占比



数据来源：亿翰智库、公司公告

2、加强负债率管控，提高偿债能力

中南建设销售规模快速发展导致公司负债率保持较高水平，在行业融资收紧和三道红线的限制下，公司致力于提高偿债能力。

从长期偿债能力来看，截至 2020 年上半年，中南建设净负债率为 147.2%，尽管较往年有较大幅度的下降，但仍高于“三道红线”净负债率 100%的要求，而剔除预收账款的资产负债率为 50.9%，满足“三道红线”要求。

具体来看，2009 年，公司净负债率 38.0%，随着全国扩张的开始，这一数据逐年上升，2013 年大幅增长至 150.7%。在 2017 年，中南建设加速全国布局，有息负债规模较 2016 年同比上升 37.9%，净负债率更是达到 218.3%，此后公司开始降低净负债率，截止 2020 年上半年，中南建设净负债率为 147.2%。

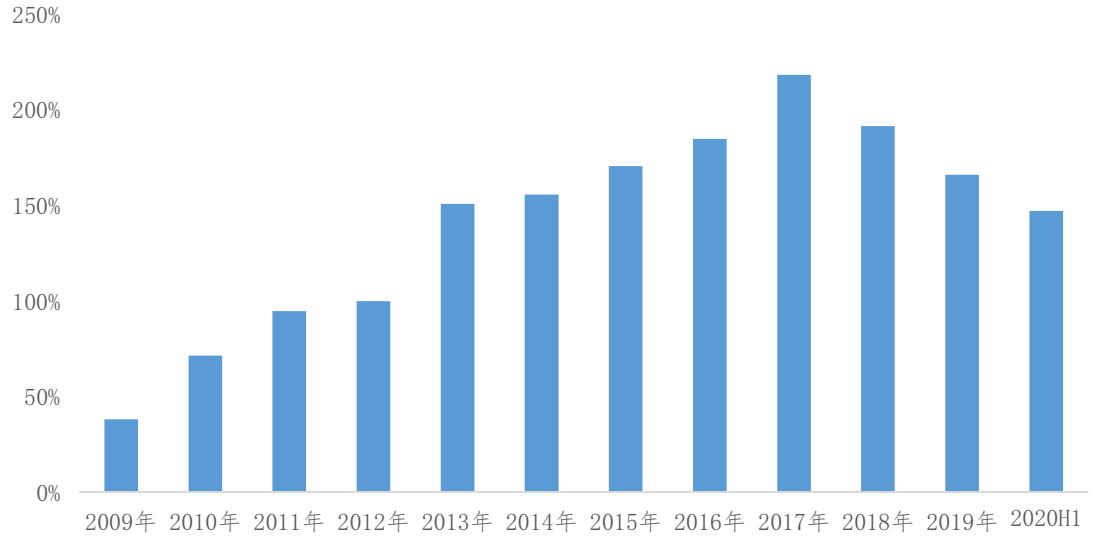
在剔除预收账款的资产负债率方面，公司这一数据长期位于 60%以下，2020 年上半年，公司剔除预收账款的资产负债率为 50.9%，符合“三道红线”要求。

总的来说，经历高速增长后，公司重视偿债能力的提升，其中净负债率从 2018 年起持续下降，虽然仍处于较高水平，但能看出公司降负债的态度。另外，公司剔除预收账款后的资产负债率为 50.9%，说明中南具备充足的销售回款，现金流压力相对较小，预计后期偿债能力有望不断增强。

从短期偿债能力来看，截至 2020 年上半年，公司现金短债比 1.19，处于“三道红线”安全区，货币资金充裕，短期偿债压力较小。

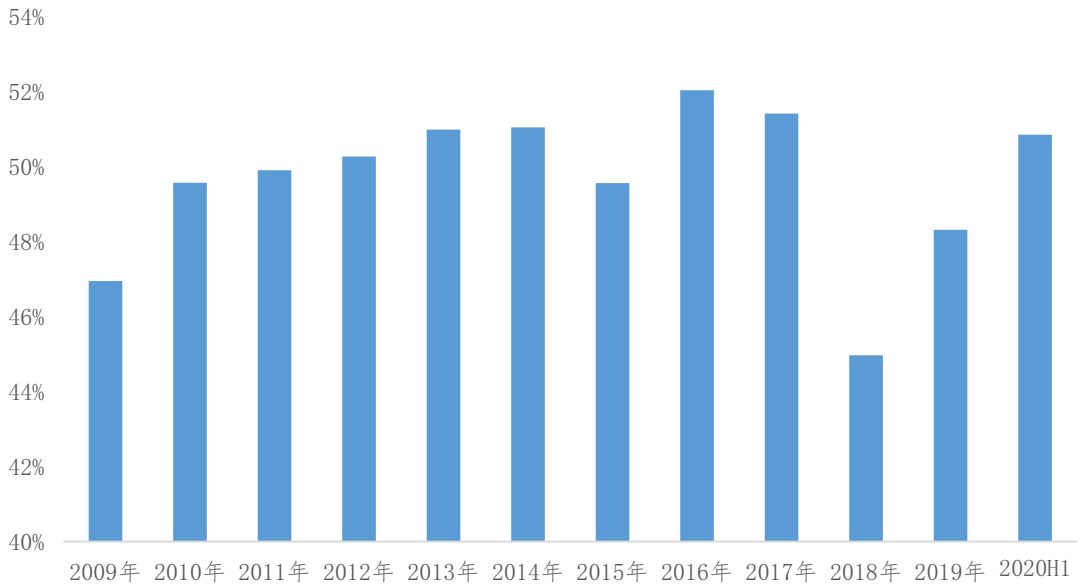
总的来说，在融资环境持续收紧的背景下，中南建设坚持深耕长三角、珠三角和中西部核心城市，有望为公司提供充足的销售回款保障，而随着对负债增长的管控，预计净负债率也将得到有效控制，从而提高偿债能力。

图表：2009 年-1H2020 中南建设净负债率变化



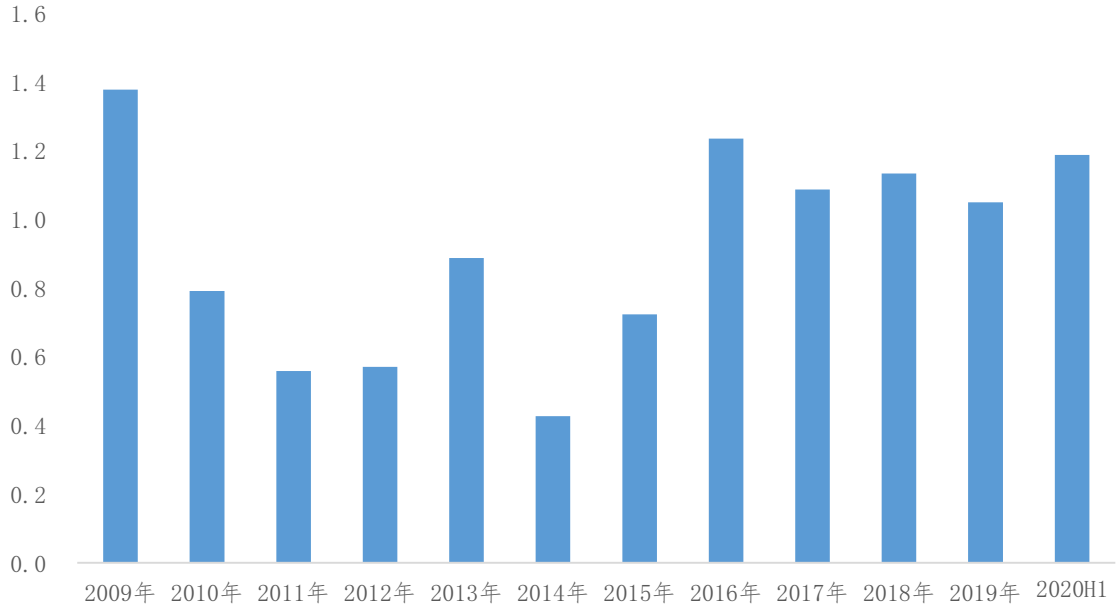
数据来源：亿翰智库、企业公告

图表：2009 年-1H2020 中南建设剔除预收账款的资产负债率变化



数据来源：亿翰智库、企业公告

图表：2009 年-1H2020 中南建设现金短债比变化



数据来源：亿翰智库、企业公告

指标说明：净负债率=（有息负债-货币资金）/净资产；剔除预收账款的资产负债率=（总负债-预收账款）/总资产；现金短债比=货币资金/短期有息负债

四、深耕核心地区、核心城市策略长期不变

从中南建设当前投资分布来看，公司拿地方向已形成“聚焦长三角、珠三角及中西部经济发达城市”的特点。从公司扩张路径可以看出，从 2018 年到 2020 年上半年，中南建设在中西部的拿地力度明显减弱，投资方向集中在长三角、珠三角及中西部经济发达城市。我们认为主要有以下三点原因：

1、长三角及珠三角经济发达，人口较为密集，因此该类区域房地产市场需求较其他城市更加充足，所投资项目未来销售压力不大，回款能够得到一定保障，现金流更加安全。

2、中西部核心城市具有较高的发展潜力。例如重庆、成都、武汉、西安、郑州等，大多为当地省会城市，近年来这类省会城市人才引进等政策，有利于带来更大需求量，当地产业在建设、经济高速发展过程中，土地价格以及对房企开发资金要求相对较低，发展预期会更好。

3、长三角、珠三角及中西部核心城市是今年来诸多房企未来发展的目标区域。2020 年上半年，多家房企在业绩会上表示，未来布局策略将聚焦长三角、珠三角、中西部核心城市及粤港澳大湾区，房地产市场的区域性特征更加明显，中南建设选择这些区域，也能够保持一定的市场占有率。

图表：2020 年 E50 房企投资布局策略

企业	布局策略
德信中国	立足浙江，深耕长三角，布局全国核心城市
雅居乐	投资拿地聚焦在珠三角和长三角。在粤港澳大区，我们会增加大湾区的投资拿地，同时长三角在未来的销售业绩方面对我们的支撑也是很大，我们今年仍然会加大在长三角的一个投资
大悦城控股	积极寻求并购机会，尤其是希望通过并购获取长三角，华南区域的优质项目
佳兆业	我们还是强化大湾区和长三角的发展，这两个经济圈要保证投资领先地位，特别在深圳、广州这两个核心一线城市，我们会保证高速的增长
时代中国	继续深耕粤港澳大湾区，逐步布局长三角、成渝、长江中游城市群等高增长潜力区域
首创置业	投资坚持 3+X 战略布局，聚焦三大核心城市圈及潜力型强二线单核城市
合景泰富	继续深耕粤港澳大湾区和长三角区域，聚焦一二线城市发展
龙光地产	将围绕两个都市圈跟两个区域的城市群，寻找选择有产业、有人口、有需求的城市，深耕下去，来做强做大
世茂集团	积极布局国家战略重点区域，包括粤港澳大湾区、长三角、海峡西岸、京津冀等核心城市群
新力控股集团	深耕计划，但是在长三角大湾区，我们会继续加大力度，江西我们会往深处拓展
万科	围绕人口导入、产业聚集和配套设施完善的这些城市和区域做投资
宝龙地产	夯实长三角深耕优势，扩展大湾区版图
中国奥园	以区域公司为据点持续深耕所在城市群，提升一二线城市占比
中骏集团	2020 年也考虑在大湾区重仓

资料来源：企业业绩会、亿翰智库

总的来说，中南建设在深耕长三角的基础上，逐渐向北布局环渤海，向西布局中西部，向南布局珠三角，整体形成由近及远的布局趋势。在 2018 完成全国化布局之后，中南建设开始改变投资策略，降低中西部非核心城市的拿地力度，重点深耕长三角和珠三角经济区，同时公司逐渐加大一二线和强三线城市的布局。我们认为，中南建设当前的投资策略相比扩张时期更加精细化，有利于保障企业未来实现有质量的发展。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

亿翰智库二维码