公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

中南建设（000961.SZ） 高成长风华正茂，快周转提速增效

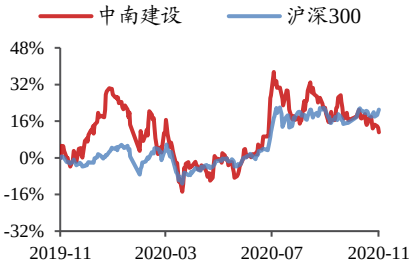
2020 年 11 月 05 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/11/4
当前股价(元)	8.75
一年最高最低(元)	11.29/6.91
总市值(亿元)	331.71
流通市值(亿元)	330.67
总股本(亿股)	37.91
流通股本(亿股)	37.79
近 3 个月换手率(%)	54.85

股价走势图



数据来源：贝格数据

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790520060001

陈鹏（分析师）
chenpeng@kysec.cn
证书编号：S0790520100001

● 规模、杠杆、激励多位一体，首次覆盖给予“买入”评级

中南建设近年来从上到下进行了系统性战略调整，在优秀人才引进、激励加强的助力下运营效率持续提速。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 2020-2022 年公司归母净利润 70.4、90.1、103.3 亿元，同比增速分别为 69.1%、28.0%、14.7%；EPS 分别为 1.86、2.38、2.73 元，当前股价对应 PE 为 4.7、3.7、3.2 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 地产销售增速迅猛，投资力度持续回升

中南建设在引进职业经理人团队、引入优秀人才、加强激励后，周转逐渐提速。2019 年公司实现销售金额约 1961 亿元，同比增长 34%，过去 5 年复合增速 72%；销售规模位列行业第 16 名，自 2013 年排名持续上行。截至 2020H1，公司已进入内地 109 个城市，覆盖全国 400 毫米等降水线以东多数人口密集省份。在项目类型上，公司逐渐摒弃了早年的超大盘模式，转为更加灵活的中小盘拿地。严格的土地投拓体系、叠加行之有效的管控、运营体系，公司盈利能力底部回升。

● 债务结构合理，杠杆水平持续回落

截至 2020H1，公司有息负债 781.4 亿元，同比增加 14%，其中短期债务占比仅 30.3%。公司 2020H1 净负债率为 147%，自 2017 年以来一直保持下降趋势，降负债效果明显。同时有息负债利用效率持续提高，2019 年公司单位有息负债撬动 2.8 倍销售规模，该指标自 2014 年以来持续提升，年复合增长率达 26%。

● 高业绩考核目标彰显公司未来发展坚定信心

2020-2022 年公司股权激励行权条件为归母净利润较 2017 年增速不低于 560%/1060%/1408%，对应归母净利润分别为 39.8/69.9/90.9 亿元；目前激励计划激励对象已经包含公司董事、高管及业务骨干人员，有效加强对管理层和业务骨干的激励，形成了管理团队与股东的利益绑定。

● 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；棚改货币化不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,110	71,831	104,715	135,114	158,191
YOY(%)	31.3	79.1	45.8	29.0	17.1
归母净利润(百万元)	2,193	4,163	7,040	9,012	10,334
YOY(%)	263.9	89.8	69.1	28.0	14.7
毛利率(%)	19.6	16.7	19.5	19.4	19.4
净利率(%)	5.5	5.8	6.7	6.7	6.5
ROE(%)	11.8	17.2	23.3	23.2	21.2
EPS(摊薄/元)	0.58	1.10	1.86	2.38	2.73
P/E(倍)	15.1	8.0	4.7	3.7	3.2
P/B(倍)	1.9	1.5	1.2	0.9	0.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 战略全面转型，职业经理人操盘的市场运作模式 4
1.1、 起于南通，布局全国，战略谋变，持续发展 4
1.2、 主营业务为房地产、建筑业务 5
2、 地产业务快速突进，盈利能力持续向好 6
2.1、 地产销售增速迅猛，排名拾级而上 6
2.2、 投资力度回升，土储保持充沛 7
3、 建筑业务：具备多项核心优势，新签合同规模可观 9
3.1、 布局广泛、资质齐全、技术创新多因素叠加增强业务竞争力 9
3.2、 新签合约规模助力公司建筑施工业务稳健增长 10
4、 负债结构较好，杠杆水平持续回落 10
5、 股权激励机制推动利益一体化 11
6、 盈利预测与投资建议 13
6.1、 盈利预测 13
6.2、 投资建议 14
7、 风险提示 14
附：财务预测摘要 15

图表目录

图 1： 中南建设成立至今逾二十载 4
图 2： 中南建设近 5 年销售规模复合增速达 72% 4
图 3： 控股股东中南城市建设投资有限公司持股占比 54.61%（截至 2020H1） 5
图 4： 公司 2020H1 营收同比增长 27% 5
图 5： 公司 2020H1 营收中 70%来自房地产业务 5
图 6： 公司 2020H1 归母净利润同比增长 56% 6
图 7： 公司 2020H1 预收账款同比减少 3% 6
图 8： 公司 2020Q1-3 销售金额同比增长 10% 6
图 9： 公司 2020 Q1-3 销售面积同比增长 5% 6
图 10： 公司行业销售排名持续上行 7
图 11： 公司 2020 Q1-3 拿地金额同比增长 20% 7
图 12： 公司 2020 Q1-3 拿地面积同比增长 38% 7
图 13： 公司 2020 Q1-3 拿地力度有所回升 8
图 14： 公司 2020H1 土储建面持续向上 8
图 15： 公司 2020H1 土储建面中一二线城市占比 35% 8
图 16： 公司盈利能力持续好转 9
图 17： 公司房地产业务毛利率呈上升趋势 9
图 18： 公司 2020H1 建筑新签合约金额同比增长 18% 10
图 19： 公司新签约合约中 3 亿元以上项目占比稳中有升 10
图 20： 公司 2020H1 有息负债同比增长 14% 10
图 21： 公司 2020H1 有息负债中短期债务占比 30% 10
图 22： 公司 2020H1 剔除预收后资产负债率 51% 11
图 23： 公司 2020H1 净负债率 147% 11

图 24: 公司单位有息负债撬动销售规模持续提升 11

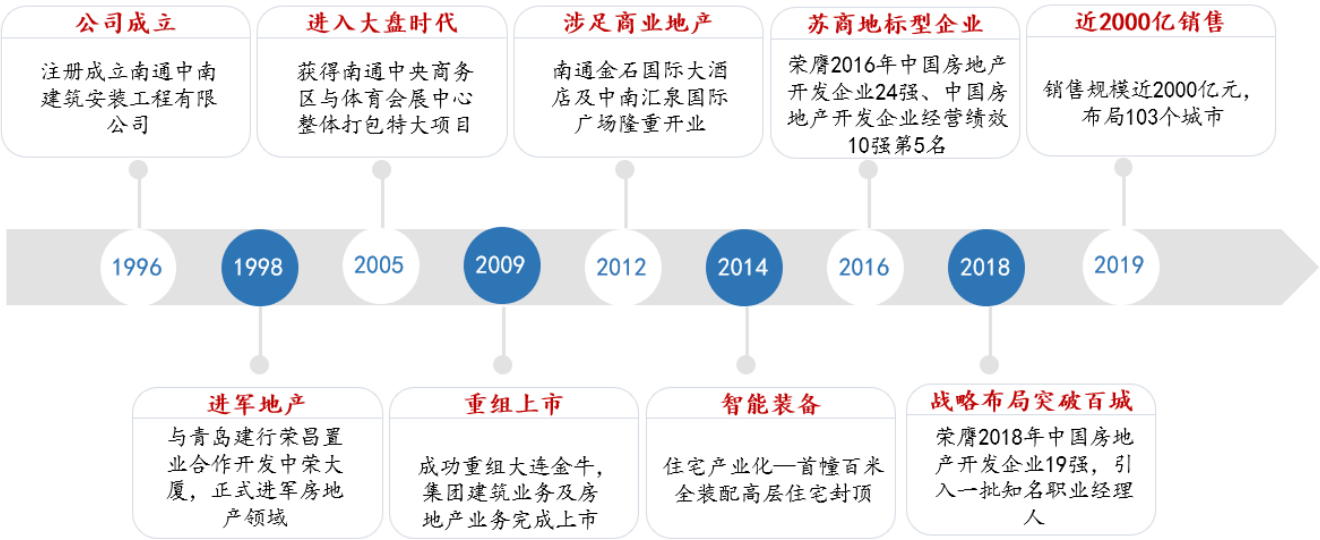
表 1: 中南建设拥有的建筑资质证书 9
表 2: 2018 年股权激励计划行权条件之公司业绩考核要求 12
表 3: 公司 2018 年股权激励计划激励对象情况 12
表 4: 公司 2019 年股票期权激励计划(草案)业绩承诺 12
表 5: 对应当前股价，可比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.0、4.2 倍（截至 2020 年 11 月 4 日） 13
表 6: 对应当前股价，可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 0.97、0.81 倍（截至 2020 年 11 月 4 日） 13

1、 战略全面转型，职业经理人操盘的市场运作模式

1.1、 起于南通，布局全国，战略谋变，持续发展

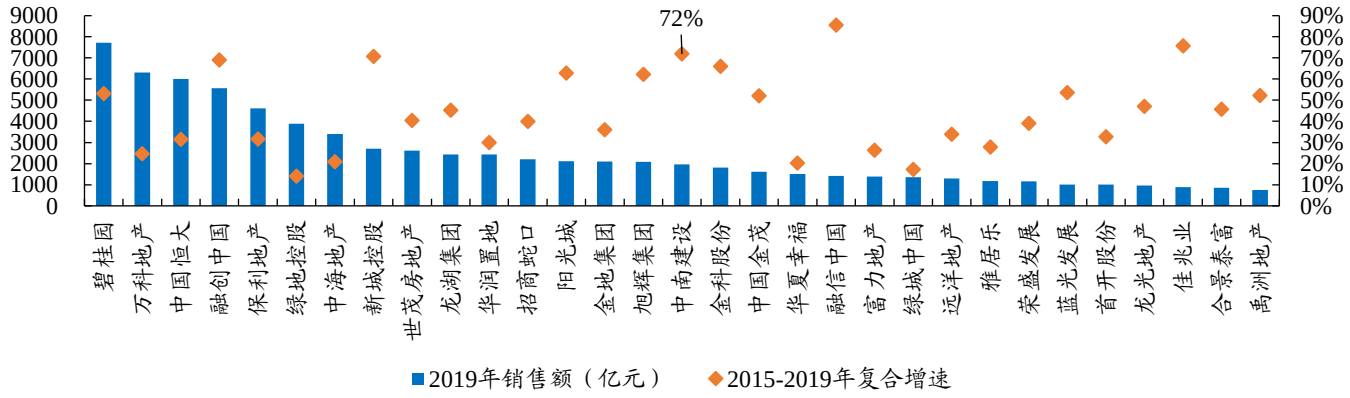
江苏中南建设集团有限公司(以下简称“中南建设”或“公司”)成立于 1988 年，2009 年 6 月成功借壳大连金牛实现上市。目前公司已经形成以建筑施工和房地产开发为主、物业管理业务为辅的成熟发展模式，成为国内融合全产业链的优质房地产开发企业。2019 年公司实现合同销售金额约 1961 亿元，同比增长 34%；近五年平均复合增速达 72%，销售增长速度位居行业前列。

图1：中南建设成立至今逾二十载



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图2：中南建设近 5 年销售规模复合增速达 72%

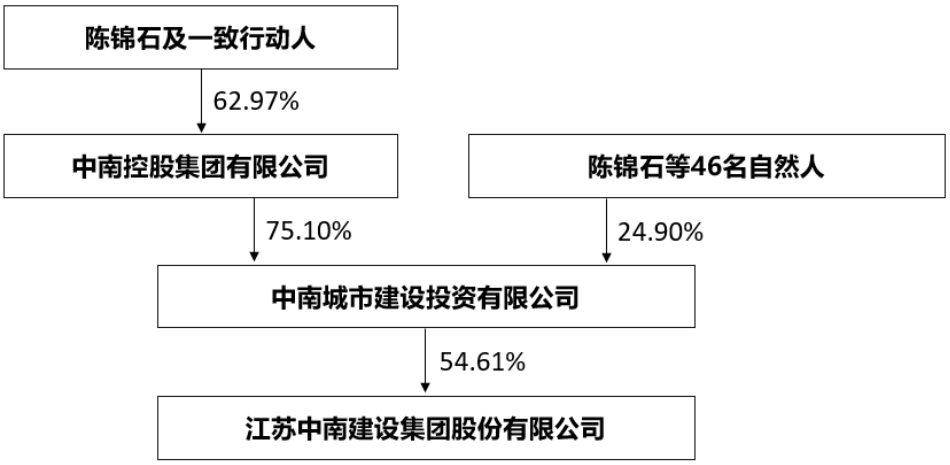


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

公司实际控制人为陈锦石先生，直接控股股东为中南城市建设投资有限公司，

控股股东持有中南建设 54.61%股权。中南建设曾经是一个家族烙印较强的企业，但近年来公司发展思路出现变化，逐渐转为董事长把握战略、职业经理人团队主导经营的企业。此前公司在规模扩张关键阶段引入明星经理人陈凯和刘畋等，同时还引入了众多优秀的同业翘楚，在投资模式、管理模式、企业文化上出现了很多积极变化。

图3：控股股东中南城市建设投资有限公司持股占比 54.61%（截至 2020H1）

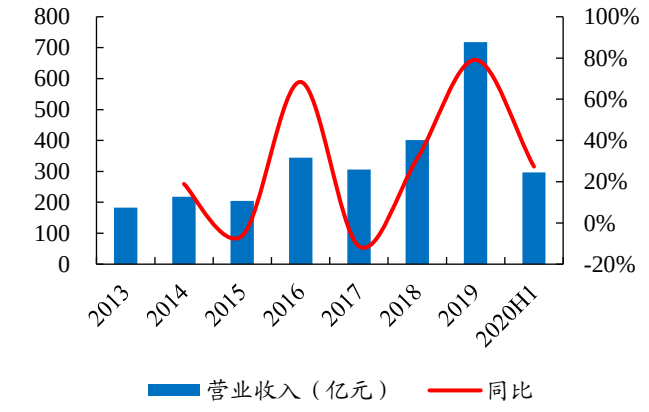


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 主营业务为房地产、建筑业务

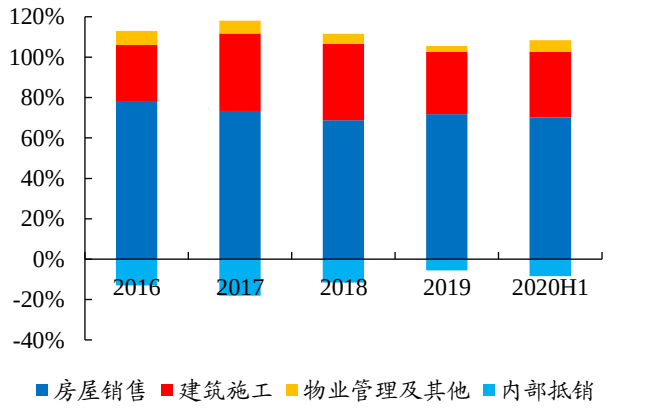
2020 年上半年，公司实现营收 297 亿元，同比增长 27%；归母净利润 20 亿元，同比增长 56%；按业务结构看，房地产业务、建筑业务是公司的主营业务，收入分别占比 70%、33%（存在内部抵消因素）。从毛利贡献来看，房屋销售业务毛利率明显高于建筑施工业务，2020 年上半年地产业务毛利贡献占比 82%。

图4：公司 2020H1 营收同比增长 27%



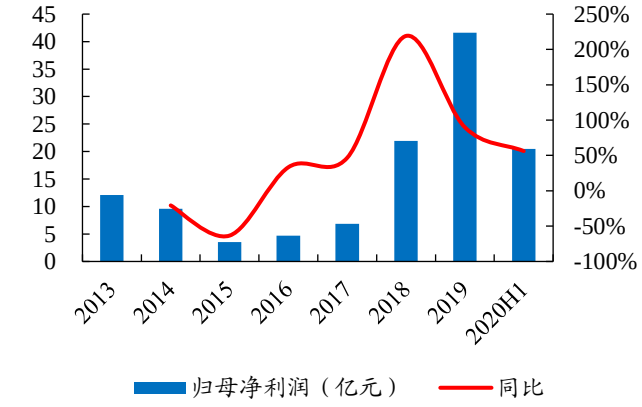
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司 2020H1 营收中 70%来自房地产业务



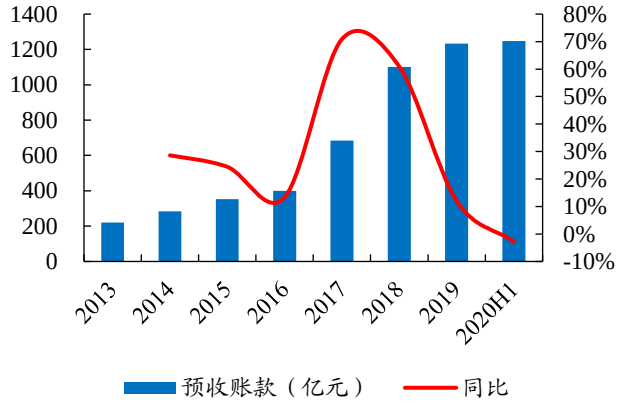
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司 2020H1 归母净利润同比增长 56%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司 2020H1 预收账款同比减少 3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

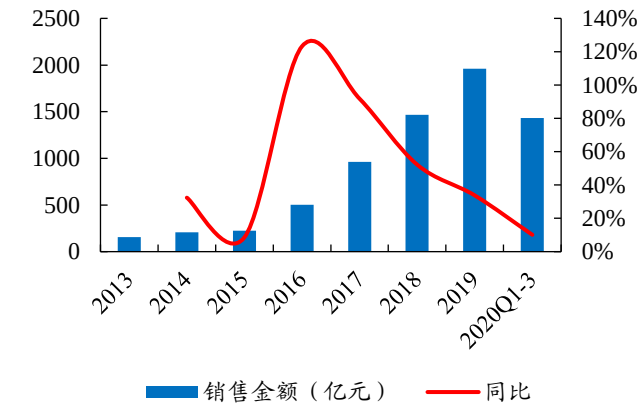
2、 地产业务快速突进，盈利能力持续向好

2.1、 地产销售增速迅猛，排名拾级而上

在引入优秀人才、加强激励后，公司周转逐渐提速。2019 年公司实现销售金额约 1961 亿元，同比增长 34%，过去 5 年复合增速 72%；销售面积约 1541 万平米，同比增长 35%，过去 5 年复合增速 59%，按照第三方机构 CRIC 的排名，公司位列行业第 16 名，自 2013 年公司行业排名持续上行。截至 2020H1，公司已进入内地 109 个城市，覆盖全国 400 毫米等降水线以东多数人口密集省份，开发项目主要集中在长三角区域和山东，在珠三角区域、福建、湖南、河南、京津冀区域以及沈阳、西安、武汉、成都、重庆、昆明、贵阳、南宁等中心城市亦有项目。从城市布局看，2020 年上半年，公司在一二线城市销售面积占比例为 36%，销售金额占比 43%。

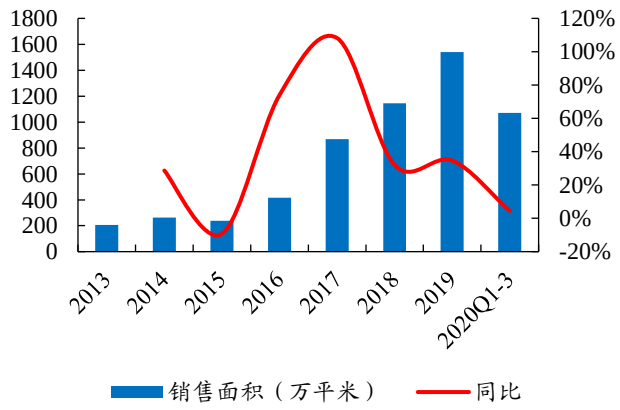
2020 年前三季度，在疫情影响下公司销售持续正增长，实现销售金额 1431 亿元，同比增长 10%；销售面积 1070 万平米，同比增长 5%。

图8：公司 2020Q1-3 销售金额同比增长 10%



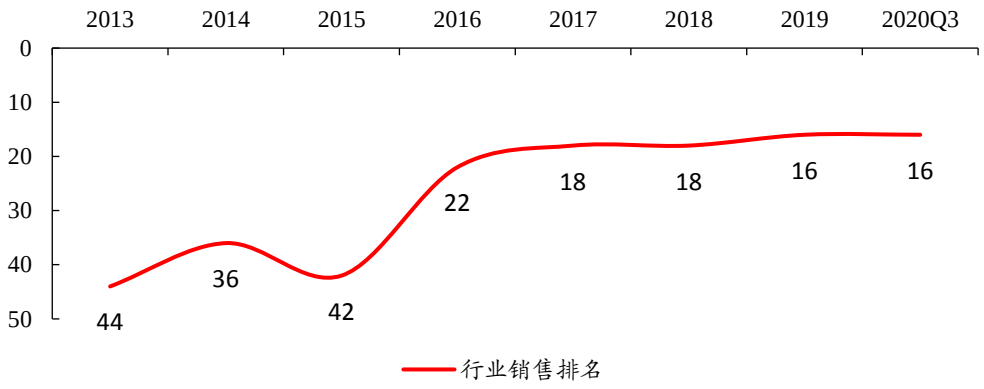
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：公司 2020 Q1-3 销售面积同比增长 5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司行业销售排名持续上行



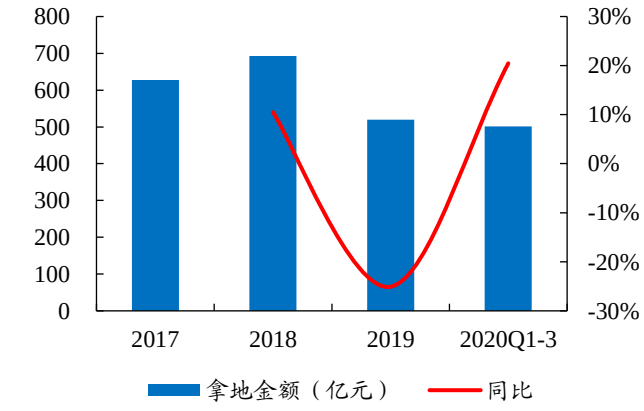
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 投资力度回升，土储保持充沛

投资力度有所提升，楼面价维持低位。公司 2020 年 1-9 月拿地金额 501 亿元，同比增长 20%；拿地面积 1035 万平米，同比增长 38%；金额口径的拿地力度达 35%，较 2019 年全年提升 9 个百分点。公司当期楼面价是销售均价的 36%，较 2019 年全年下降 5 个百分点。

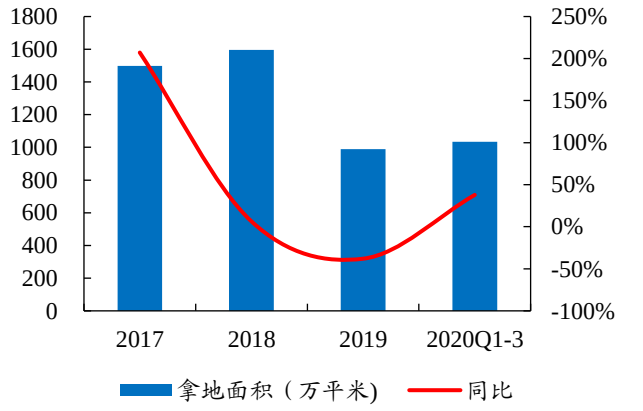
截至 2020 年上半年，公司共有 418 个项目，未开发及未销售土地储备达 4411 万平米，其中一二线城市、三四线城市分别占比 35%、65%。尽管公司有大量土储布局在三线城市，但多位于一、二线城市周边区域，仍是去化较为良好的城市，并且公司较早地布局长三角市场，具备较强市场竞争力。

图11：公司 2020 Q1-3 拿地金额同比增长 20%



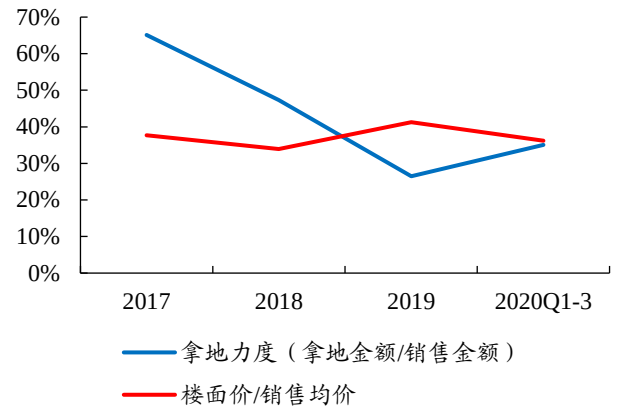
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司 2020 Q1-3 拿地面积同比增长 38%



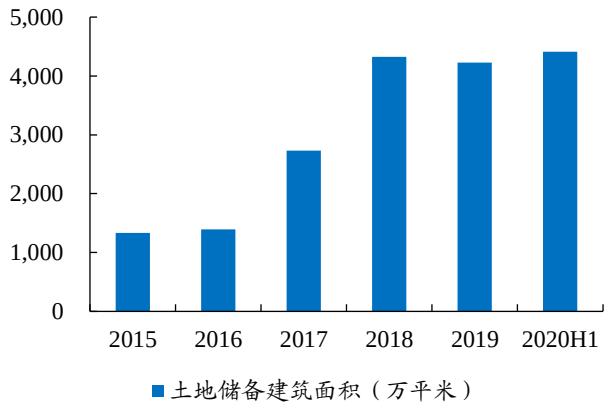
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：公司 2020 Q1-3 拿地力度有所回升



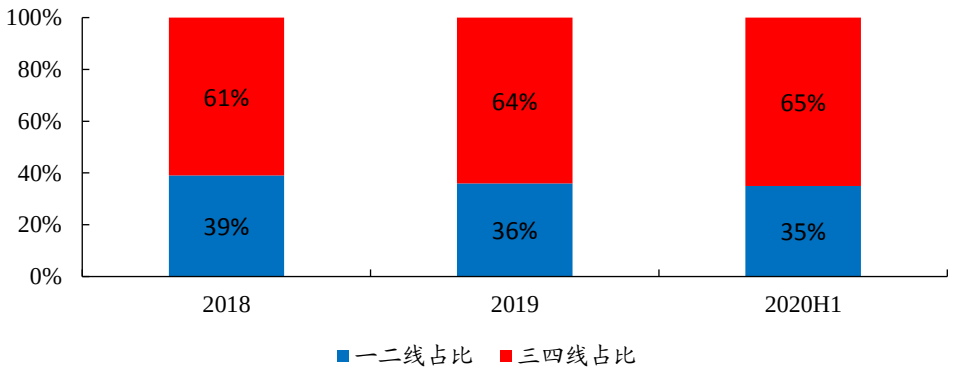
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：公司 2020H1 土储建面持续向上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

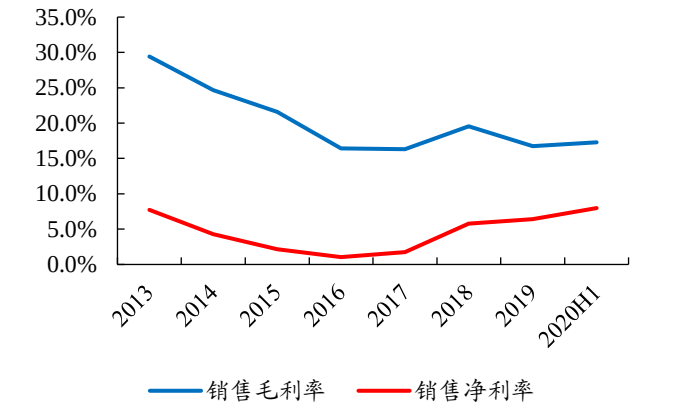
图15：公司 2020H1 土储建面中一二线城市占比 35%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

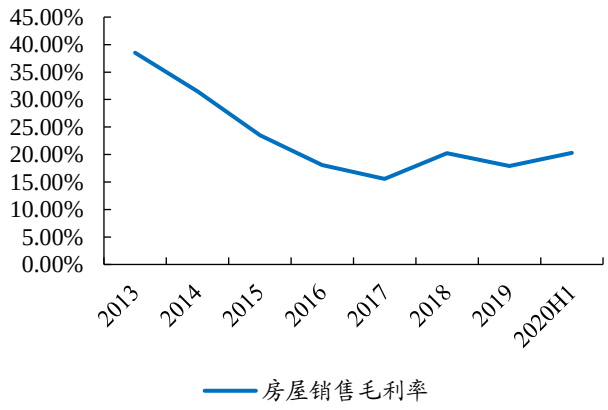
公司在土地投资上依然本着“找洼城、寻洼区、拿洼地”的思路去拓展项目，加大寻找价格明显偏低、短期不看好、中期有利好、长期有潜力的城市区域，实现超额收益。在项目类型上，公司逐渐摒弃了早年的超大盘模式，转为更加灵活的中小盘拿地。严格的土地投拓体系、叠加行之有效的管控、运营体系，公司盈利能力底部回升。2020 年上半年公司综合毛利率 17.3%，其中房地产业务毛利率 20.3%；销售净利率 8.0%，净利率水平从 2016 年开始持续提升。

图16：公司盈利能力持续好转



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司房地产业务毛利率呈上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 建筑业务：具备多项核心优势，新签合同规模可观

3.1、 布局广泛、资质齐全、技术创新多因素叠加增强业务竞争力

公司具备超 20 年的建筑施工实践经验，建筑施工布局广泛、相关资质较全。公司建筑施工业务主要由子公司江苏中南建筑产业集团有限责任公司负责运营。子公司中南建筑作为江苏省建筑业的龙头企业，经营业务遍及江苏、北京、上海、天津等全国 22 个省市，并先后涉足美国、新加坡、阿尔及利亚、日本、科威特和俄罗斯等国家和地区。中南建筑相关资质较全、施工经验丰富，在国内房建工程市场拥有很强的市场地位。

公司重视建筑技术研发，累计获得国家专利 160 余项。公司建筑工业化和钢结构住宅建设产业化进一步提速，不断推广 NPC 技术（采用工厂机械化生产、现场装配的形式进行建筑施工，具备减少施工现场污染、环保节能和缩短工期等特点），公司 NPC 技术得到了国家住房和城乡建设部的认可，累计获得 23 项发明专利和 13 项实用型专利。

表1：中南建设拥有的建筑资质证书

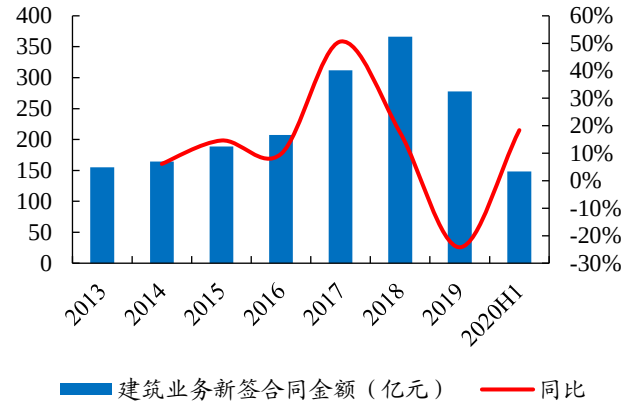
序号	证书
1	公路工程施工总承包一级
2	市政公用工程施工总承包一级
3	地基与基础工程专业承包一级
4	桥梁工程专业承包一级
5	隧道工程专业承包一级
6	公路路面工程专业承包一级
7	公路路基工程专业承包一级
8	房屋建筑工程施工总承包二级
9	水利水电工程施工总承包二级
10	机电安装施工总承包二级

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、 新签合约规模助力公司建筑施工业务稳健增长

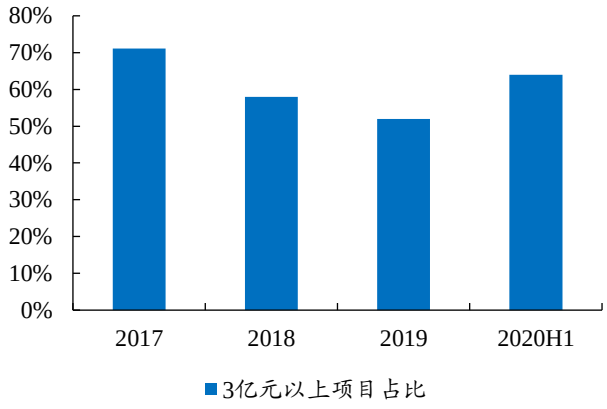
新签合约规模稳健提升。2020 年上半年，公司新签合同额达 148.3 亿元，同比增速有所回升，达 18%。公司所承接的项目的规模也在较 2019 年有所提升，2020 年上半年公司新签 3 亿元以上合同金额 94.9 亿元，占比达 64%，较 2019 年的 52%稳中有升。2019 年公司继续注重大型公共建筑及民用建筑的承接，业务模式从单一的施工总承包向多元化建筑集团升级。

图18：公司 2020H1 建筑新签合约金额同比增长 18%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：公司新签约合约中 3 亿元以上项目占比稳中有升

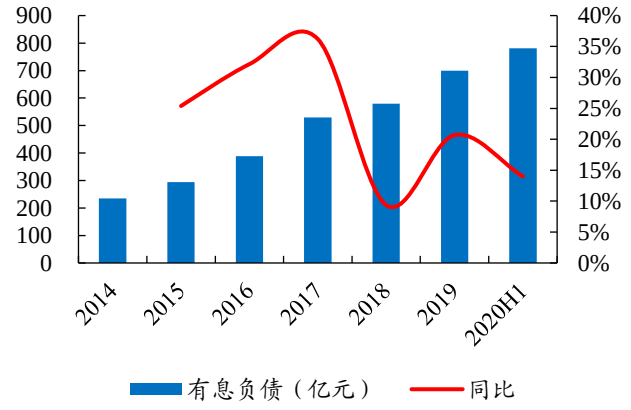


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 负债结构较好，杠杆水平持续回落

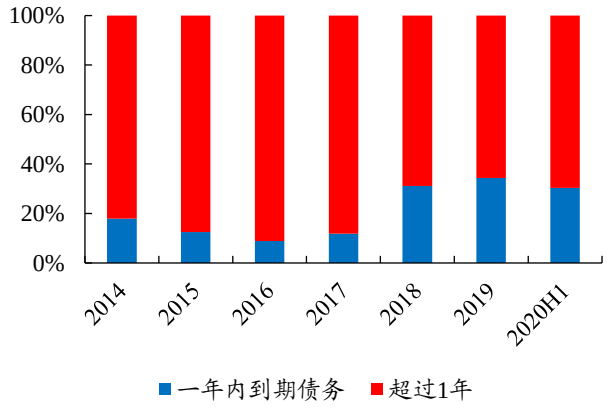
截至 2020H1,公司有息负债 781.4 亿元，同比增加 14%，增速较 2019 年有明显回落；有息负债中一年内到期的债务占比 30.3%，为 2018 年以来最低水平，短期内偿债压力较小。公司 2020 年上半年剔除预收后的资产负债率为 51%，净负债率为 147%，其中净负债率自 2017 年以来一直保持下降趋势，公司降负债效果明显，杠杆水平持续回落。

图20：公司 2020H1 有息负债同比增长 14%



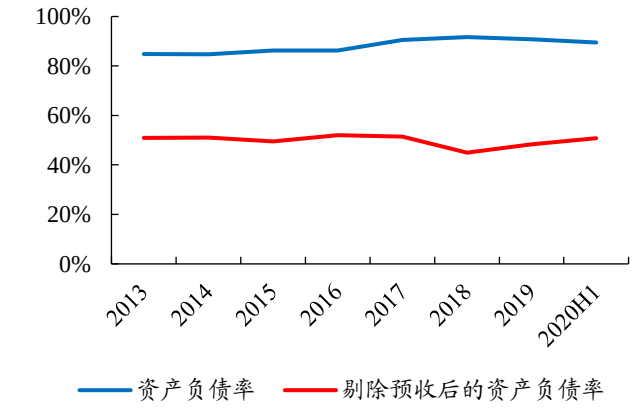
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司 2020H1 有息负债中短期债务占比 30%



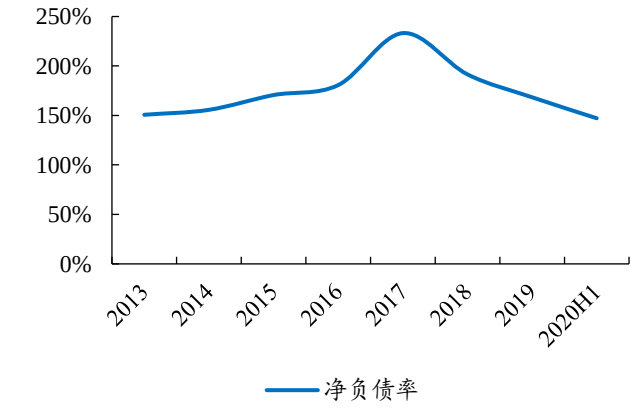
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：公司 2020H1 剔除预收后资产负债率 51%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

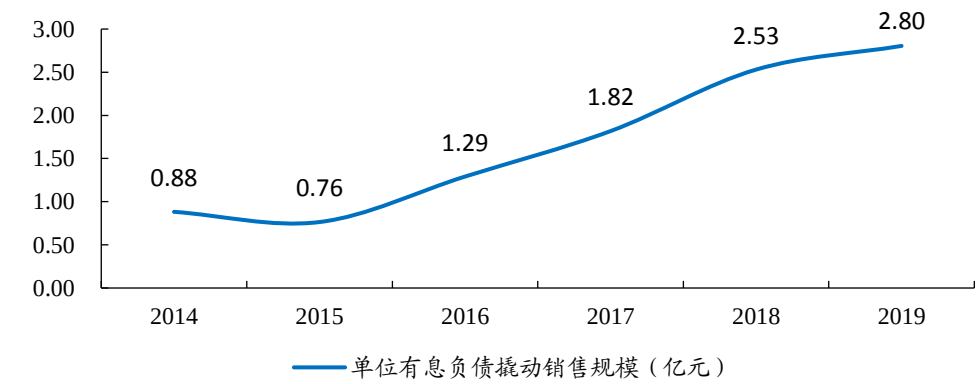
图23：公司 2020H1 净负债率 147%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在杠杆水平回落的同时有息负债利用效率持续提高。2019 年公司单位有息负债撬动 2.8 倍销售规模，该指标自 2014 年以来持续提升，年复合增长率达 26%。

图24：公司单位有息负债撬动销售规模持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、 股权激励机制推动利益一体化

公司 2018 年 7 月发布 2018 年股票期权激励计划（草案）：拟向 49 名激励对象授予股票期权数量为 2.33 亿份，约占公司总股本的 6.27%。其中首次授予 2.16 亿份，约占公司总股本的 5.82%，占激励计划股票期权授予总数的 92.78%；预留 1680 万份。首次授予的股票期权的行权价格为 6.33 元。此次激励对象包括公司董事刘畋、董事辛琦、董事会秘书梁洁以及其他 44 位产业集团经理层、战区董事长、总经理，覆盖公司管理团队及业务骨干，有效加强对管理层和业务骨干的激励，形成了管理团队与股东的利益绑定。

高业绩考核目标彰显公司未来发展坚定信心。此次激励计划授予的股票期权行权考核标准分为公司层面和个人层面，考核年度为 2018-2020 年。公司层面，行权条

件为：2018 年至 2020 年归母净利润较 2017 年增速不低于 240%/560%/1060%，对应归母净利润分别为 20.5/39.8/69.9 亿元。公司业绩考核的高标准彰显出公司对业绩增长的迫切需求。个人层面而言，在公司考核达标基础上，年度考核等级需在 A/B/C 级方可行权。公司本次股权激励业绩考核目标非常高，彰显了管理层对公司发展的坚定信心。

表2：2018 年股权激励计划行权条件之公司业绩考核要求

行权期	业绩考核目标
首次授予股票期权的第一个行权期	2018 年经审计合并报表归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 240%。
首次授予股票期权的第二个行权期	2019 年经审计合并报表归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 560%。
首次授予股票期权的第三个行权期	2020 年经审计合并报表归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 1060%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表3：公司 2018 年股权激励计划激励对象情况

类别	姓名	职位	获授的股票期权数量（万份）	占拟授予股票期权总数的比例	占总股本比例
董事	刘畋	董事、副总经理	480	2.06%	0.13%
董事	辛琦	董事、副总经理	800	3.44%	0.22%
高级管理人员	梁洁	董事会秘书	240	1.03%	0.06%
其他人员	共 44 人	产业集团经理层、战区董事长、总经理	19,020	81.77%	5.13%
预留		产业集团经理层、战区董事长、总经理	1,680	7.22%	0.45%
总计			23,260	100.00%	6.27%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2019 年 5 月，公司再次发布 2019 年股票期权激励计划（草案），在原有基础上，增加 2021 年业绩承诺，2021 年归母净利润较 2017 年增长 1408%，即达 90.9 亿元。目前公司已顺利完成 2018、2019 年业绩承诺。并且本次激励计划激励对象包括公司地产业务和建筑业务总部和区域有关负责人员及业务骨干人员，不包括公司董事、高级管理人员，首次授予共计 486 人。

表4：公司 2019 年股票期权激励计划(草案)业绩承诺

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2019 年经审计合并报表归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 560%。
第二个行权期	2020 年经审计合并报表归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 1060%。
第三个行权期	2021 年经审计合并报表归属于上市公司股东的净利润较 2017 年增长率不低于 1408%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

6、 盈利预测与投资建议

6.1、 盈利预测

我们对中南建设未来的盈利预测基于以下假设:

房地产业务方面，2017-2019 年公司销售规模增长迅猛，销售金额分别为 963、1466、1961 亿元，一般房地产行业从预售到竣工交付，周期在 1.5-2.5 年左右，这些项目将陆续在未来两年结算。

建筑业务方面，2018、2019 年公司建筑业务新签约合同金额有所波动，增速有所下滑，未来收入端增长趋于稳健。

最终我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 70.4、90.1、103.3 亿元，同比增速分别为 69.1%、28.0%、14.7%；EPS 分别为 1.86、2.38、2.73 元，当前股价对应 PE 为 4.7、3.7、3.2 倍。与主流可比公司相比，公司动态估值低于平均水平。我们认为，更高的销售增速，以及更为确定的业绩成长性使得公司估值具备明显的提价空间。

表5：对应当前股价，可比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.0、4.2 倍（截至 2020 年 11 月 4 日）

上市公司	代码	市值	归母净利润(亿元）				PE 估值			
		（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	3145	389	447	514	583	8.09	7.04	6.12	5.40
阳光城	000671.SZ	287	40	53	67	80	7.14	5.42	4.27	3.58
蓝光发展	600466.SH	151	35	47	58	66	4.36	3.19	2.60	2.27
荣盛发展	002146.SZ	310	91	107	126	148	3.40	2.89	2.45	2.10
绿地控股	600606.SH	761	147	170	199	228	5.16	4.48	3.82	3.33
金地集团	600383.SH	615	101	116	133	153	6.11	5.31	4.62	4.03
金科股份	000656.SZ	409	57	71	87	104	7.21	5.76	4.68	3.95
保利地产	600048.SH	1860	280	330	390	459	6.65	5.63	4.77	4.05
可比公司均值							**6.02**	**4.97**	**4.17**	**3.59**
中南建设	**000961.SZ**	**331**	**42**	**70**	**90**	**103**	**7.94**	**4.70**	**3.67**	**3.20**

数据来源：上市公司公告、Wind、开源证券研究所（除保利地产、金地集团、金科股份、中南建设外，其余为 Wind 一致预期）

表6：对应当前股价，可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 0.97、0.81 倍（截至 2020 年 11 月 4 日）

上市公司	代码	收盘价	每股净资产（元）				PB 估值			
		（元）	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科 A	000002.SZ	28.16	16.64	19.38	22.90	26.84	1.69	1.45	1.23	1.05
阳光城	000671.SZ	6.97	5.33	7.77	9.46	11.52	1.31	0.90	0.74	0.61
蓝光发展	600466.SH	4.97	5.06	8.80	10.50	12.38	0.98	0.56	0.47	0.40
荣盛发展	002146.SZ	7.14	9.40	11.47	13.89	16.78	0.76	0.62	0.51	0.43
绿地控股	600606.SH	6.25	6.32	7.66	9.01	10.60	0.99	0.82	0.69	0.59
金地集团	600383.SH	13.63	11.96	13.86	16.18	18.96	1.14	0.98	0.84	0.72
金科股份	000656.SZ	7.66	4.98	5.86	7.18	8.77	1.54	1.31	1.07	0.87
保利地产	600048.SH	15.54	11.76	13.71	16.47	19.76	1.32	1.13	0.94	0.79

上市公司	代码	收盘价（元）	每股净资产（元）				PB 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
可比公司均值							1.22	0.97	0.81	0.68
中南建设	000961.SZ	8.75	5.71	7.26	9.53	12.13	1.53	1.21	0.92	0.72

数据来源：上市公司公告、Wind、开源证券研究所（除保利地产、金地集团、金科股份、中南建设外，其余为 Wind 一致预期）

6.2、 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速。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 2020-2022 年公司归母净利润 70.4、90.1、103.3 亿元，同比增速分别为 69.1%、28.0%、14.7%；EPS 分别为 1.86、2.38、2.73 元，当前股价对应 PE 为 4.7、3.7、3.2 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

7、 风险提示

1）行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。

3）房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

4）房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	211895	252435	313439	351767	383209
现金	20417	25410	49082	67368	69604
应收票据及应收账款	9656	13120	16799	19232	22953
其他应收款	28556	29843	33621	39414	43845
预付账款	8648	6015	7947	8943	10831
存货	135003	165587	193006	203245	221814
其他流动资产	9616	12460	12985	13567	14162
非流动资产	23799	38136	44905	51974	59238
长期投资	6893	13486	16853	20356	24084
固定资产	3069	3267	4680	6020	7029
无形资产	599	667	657	648	634
其他非流动资产	13237	20715	22715	24951	27491
资产总计	235694	290571	358344	403742	442447
流动负债	175117	216417	275158	311775	344969
短期借款	10687	13082	13344	13611	13883
应付票据及应付账款	25171	34790	49479	59490	68028
其他流动负债	139259	168544	212335	238674	263058
非流动负债	40984	47331	49565	48751	43288
长期借款	39928	46362	48622	47795	42339
其他非流动负债	1056	969	943	956	949
负债合计	216101	263748	324722	360526	388257
少数股东权益	2195	5383	6160	7155	8296
股本	3710	3757	3791	3791	3791
资本公积	2474	2823	2823	2823	2823
留存收益	10053	13697	20116	28228	37339
归属母公司股东权益	17398	21439	27461	36061	45894
负债和股东权益	235694	290571	358344	403742	442447

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19432	8196	26802	22376	11332
净利润	2313	4623	7817	10007	11475
折旧摊销	422	610	641	418	330
财务费用	416	675	832	1073	1232
投资损失	-579	-2092	-2216	-2183	-2544
营运资金变动	16998	3978	20124	13476	1334
其他经营现金流	-137	402	-397	-415	-494
投资活动现金流	-12650	-13381	-4828	-4875	-4563
资本支出	6081	7851	1510	1428	1196
长期投资	-5513	-6599	-3366	-2000	-3729
其他投资现金流	-12081	-12129	-6684	-5447	-7095
筹资活动现金流	-4042	8059	1698	785	-4533
短期借款	3494	2395	262	267	272
长期借款	77	6434	2260	-827	-5456
普通股增加	0	47	34	0	0
资本公积增加	-172	349	0	0	0
其他筹资现金流	-7441	-1167	-858	1345	651
现金净增加额	2735	2857	23672	18286	2236

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40110	71831	104715	135114	158191
营业成本	32265	59802	84269	108969	127518
营业税金及附加	1454	1878	3267	3874	4735
营业费用	966	1463	2132	2752	3222
管理费用	2391	3216	5465	6551	7962
研发费用	0	1	1	2	2
财务费用	416	675	832	1073	1232
资产减值损失	206	267	557	762	784
其他收益	138	108	129	142	157
公允价值变动收益	53	51	56	62	68
投资净收益	579	2092	2216	2183	2544
资产处置收益	-26	9	-9	0	-4
营业利润	3156	6309	10585	13518	15501
营业外收入	64	51	49	55	52
营业外支出	170	205	226	248	273
利润总额	3050	6155	10408	13324	15279
所得税	737	1532	2591	3317	3804
净利润	2313	4623	7817	10007	11475
少数股东损益	119	459	777	995	1141
归母净利润	2193	4163	7040	9012	10334
EBITDA	6251	9994	13138	15356	16841
EPS(元)	0.58	1.10	1.86	2.38	2.73

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	31.3	79.1	45.8	29.0	17.1
营业利润(%)	200.6	99.9	67.8	27.7	14.7
归属于母公司净利润(%)	263.9	89.8	69.1	28.0	14.7
获利能力					
毛利率(%)	19.6	16.7	19.5	19.4	19.4
净利率(%)	5.5	5.8	6.7	6.7	6.5
ROE(%)	11.8	17.2	23.3	23.2	21.2
ROIC(%)	5.8	7.6	9.2	9.9	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	91.7	90.8	90.6	89.3	87.8
净负债比率(%)	194.3	169.9	75.7	21.8	8.1
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4.5	6.3	7.0	7.5	7.5
应付账款周转率	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	1.10	1.86	2.38	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	5.13	2.16	7.07	5.90	2.99
每股净资产(最新摊薄)	4.59	5.66	7.23	9.50	12.10
估值比率					
P/E	15.1	8.0	4.7	3.7	3.2
P/B	1.9	1.5	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	11.7	8.3	4.8	3.1	2.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
电话：029-88365835
传真：029-88365835

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn