布局优化成长迅速，平衡发展改善可期

——中南建设首次覆盖报告

市场对于公司较多的三四线布局和较高的净负债率有所担心。我们认为，**公司三四线土储主要位于长三角，且南通总部占据相当比例**。同时，公司近年亦加大核心城市布局力度并控制中小城市项目大小，土储结构逐步优化。商业模式方面，公司根据自身禀赋特点选择了制造业化开发模式，通过快速周转驱动规模增长。**当前净负债率较高主要系净资产积累较少，公司有息负债规模与扣预负债率较相似规模房企处较低水平**。未来杠杆有望随利润结转而持续下降。

深耕长三角区域，土储结构持续优化。公司多年来深耕长三角市场，2020H 区域销售额占比达 61.9%。**在巩固传统市场优势的同时，公司近年亦逐步增加其他核心城市布局力度，整体土储结构逐步优化**。截至 2020 年中期，公司土储约 4411 万方，按建面约 35%位于一二线城市。但拆分来看，公司土地储备按建面约 49.0%位于长三角区域，其中南通占比达 12.3%，土储集中于胡焕庸线以东。对于长三角、珠三角以外的内地城市，**公司重点布局于区域中心城市**，如西安、昆明、成都、武汉等单核省会二线城市，**而周边低线城市下沉较少。**

制造业化开发典型，平衡拿地改善可期。相比同业，公司净资产积累较少、融资成本相对较高，因此公司选择了制造业化开发模式，通过提升整体周转运营效率来加快净资产积累和规模增长，而非通过加大杠杆、囤地待涨获取土地增值收益与较高利润率。项目选择上公司则以 10-15 万方中小项目为主，招拍挂为主要拿地渠道。**虽然毛利率较同业有所差距，但 2019 年公司总资产周转率为 27.3%，高于 A 股地产算术平均的 23.3%；加权 ROE 达 21.6%，高于 A 股地产 ROE 平均水平 13.3%**。随着整体规模的成长，公司拿地强度较之前已有所下降，城市布局逐步优化，未来盈利能力与财务指标有望持续改善。

营收利润快速增长，财务状况持续优化。2020 年公司销售目标为 2300 亿元（+17.3%），成长性优势凸显。受益于良好销售，公司上半年经营现金净流入 20.3 亿元，连续多年转正。截至 6 月末，公司现金短债比为 1.19 倍（2019 年：1.05 倍）；净负债率 147.2%（2019 年：168.4%）。与类似规模同业相比，公司有息负债规模和扣预负债率处较低水平，未来净负债率有望随利润结转而持续下降。公司亦推出大规模激励计划，**2020/21 年净利润考核条件为较 2017 年增长不低于 1060%/1408%，整体经营动力充足**，能够有效支撑未来业绩增长。

成长性领先同侪，投资经营更趋平衡，首次覆盖给予“买入”评级。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 1.86 元、2.42 元和 3.03 元，同比增长 68.9%、30.0%和 25.4%，对应现价 5.27 倍、4.06 倍和 3.24 倍 PE。考虑到公司领先同侪的成长性与优化的财务状况，给予 7.0 倍目标动态 PE，目标价人民币 13.0 元，较现价空间达 33%。（最新股价为 9 月 22 日收盘价）

中南建设
(000961.SZ)
买入
(首次)

微信公众号

申思聪
分析师
+852 3958 4699
shensicong@cwghl.com
SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3700 7094
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30,552	40,110	71,831	102,143	131,050	164,075
(+/-)%	*-11.3%*	*31.3%*	*79.1%*	*42.2%*	*28.3%*	*25.2%*
毛利润	5,050	7,845	12,029	17,885	23,576	30,026
归母净利润	687	2,193	4,163	7,030	9,139	11,461
(+/-)%	*69.2%*	*219.1%*	*89.8%*	*68.9%*	*30.0%*	*25.4%*
PE	35.25	9.67	9.58	5.27	4.06	3.24
PB	1.57	1.22	1.86	1.22	0.98	0.77

目录

核心观点 4

1. 起家南通布局全国，聚焦主业成长迅速 6

2. 深耕长三角区域，土储结构持续优化 8

2.1 聚焦长三角区域，区内销售贡献逾 60% 8
2.2 核心城市布局持续推进，全国化版图稳步拓展 9
2.3 聚焦主流住宅产品，顺应需求加速周转 13

3. 快速周转驱动成长，平衡拿地改善可期 14

3.1 保持较高拿地强度，整体投资更趋平衡 14
3.2 制造业化开发模式，快速周转驱动成长 15
3.3 财务状况实际稳健，充分激励支撑发展 17

4. 营收利润快速增长，财务状况持续优化 18

4.1 销售增速领先同侪，营收利润快速增长 18
4.2 现金流量整体顺畅，货币资金稳步增长 20
4.3 积极管理财务融资，杠杆水平显著下降 20

5. 估值与投资建议 22

6. 风险提示 22

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，公司为制造业化开发模式典型，高额激励支撑整体协同发展 4
图 2：房屋销售和建筑施工为公司目前核心主业 6
图 3：公司目前股权结构稳定多元，能够保持战略与经营上的连贯性 7
图 4：公司 2020 年上半年销售额约 43%来自一二线 8
图 5：公司销售分布以长三角和区外二线城市为主 8
图 6：长三角区域人口分布较为集中，整体发展态势优良 10
图 7：公司土储多位于胡焕庸线以东，长三角及山东占比较高 11
图 8：公司土储按建面约 35%位于一二线 11
图 9：公司土储集中于长三角和内地核心城市 11

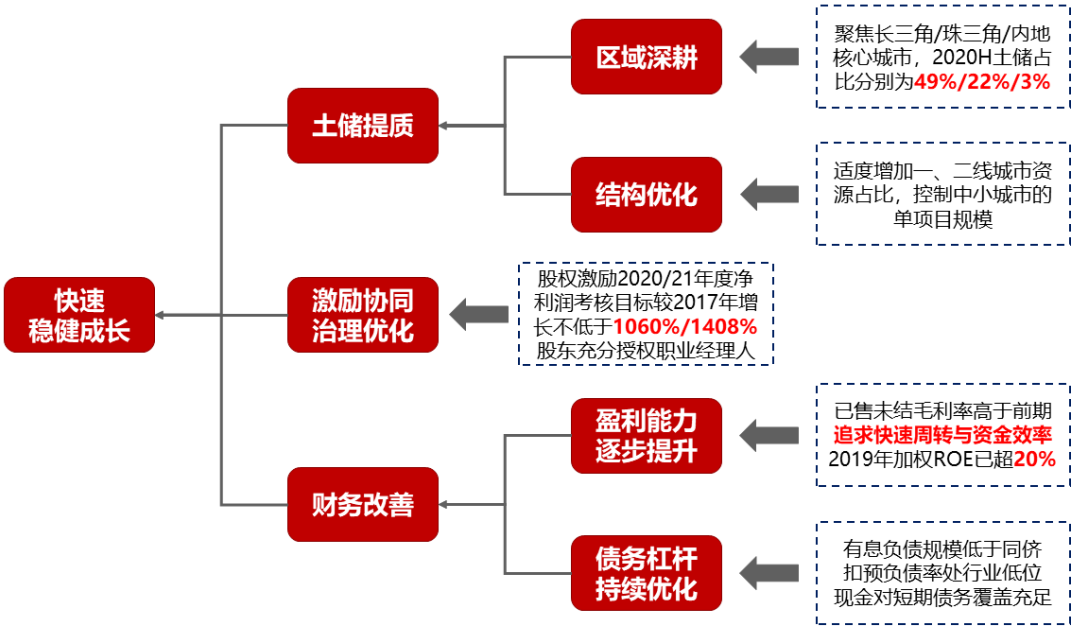
图 10：昆明中南樾府为公司新中式园林设计项目.....13
图 11：公司拿地强度整体较高，近年来逐步下降.....14
图 12：公司拿地成本整体较为稳定.....14
图 13：公司深耕长三角同时也逐步拓展其他核心城市.....15
图 14：公司整体拿地区域分布更趋平衡.....15
图 15：公司拿地以招拍挂为主，辅以收并购手段.....15
图 16：公司 2020 年上半年拿地中招拍挂比例较高.....15
图 17：公司获取项目以 10-15 万方中小型为主，加快整体周转速度.....16
图 18：公司毛利率水平较同业相对较低.....16
图 19：公司 ROE 水平处行业内较高水平.....16
图 20：公司剔除预收款后资产负债率水平较低.....17
图 21：公司有息负债规模与同业相比处较低水平.....17
图 22：受益于良好销售情况，公司近年营收快速增长.....18
图 23：公司整体毛利率水平较为稳定.....18
图 24：公司预收账款对营收覆盖充足，未来结算具备一定保障.....18
图 25：公司销售期间费用率整体控制较好.....19
图 26：公司近年来归母净利润快速增长.....19
图 27：公司 2020 年中期归母净利率有所增长.....19
图 28：公司 ROE 近年快速提升.....19
图 29：公司经营现金流多年保持净流入状态.....20
图 30：公司货币资金总额近年来快速增长.....20
图 31：公司有息负债总额整体稳定，结构有所优化.....21
图 32：公司现金短债比维持在较充裕水平.....21
图 33：公司近年来权益总额快速提升.....21
图 34：公司净负债率水平近年来明显下降.....21

表 1：公司多年来深耕长三角区域，区外核心城市亦有所布局.....9
表 2：公司集中于长三角和内地核心城市，布局市场发展情况整体较好.....12
表 3：公司确立了较高的期权激励考核目标，整体发展动力充足.....17

核心观点

市场对于公司较多的三四线布局和较高的净负债率有所担心。我们认为，公司三四线土储主要位于长三角区域，**且南通总部占据相当比例**。同时，公司近年亦加大核心城市布局力度并控制中小城市项目大小，土储结构逐步优化。商业模式方面，公司根据自身禀赋薄弱特点选择了制造业化开发模式，通过快速周转驱动规模增长。**当前净负债率较高主要系净资产积累较少，公司有息负债规模与扣预负债率较相似规模房企处较低水平。**未来杠杆水平有望随利润结转而持续下降。

图 1：本文核心逻辑图，公司为制造业化开发模式典型，高额激励支撑整体协同发展



数据来源：中达证券研究

1) **深耕长三角区域，土储结构持续优化。**公司多年来深耕长三角市场，2020H 区域销售额占比达 61.9%。在巩固长三角尤其是南通传统优势的同时，公司近年亦逐步增加一二线及长三角外核心城市的布局力度，整体土地储备结构逐步优化。截至 2020 年中期，公司土地储备约为 4411 万方，其中按建面约 35%位于一二线城市。但拆分来看，公司土地储备按建面约 49.0%位于长三角区域，其中南通占比达 12.3%，土储集中于胡焕庸线以东。对于长三角、珠三角以外的内地城市，公司重点布局于区域中心城市，如西安、昆明、成都、武汉等单核省会二线城市，而周边低线城市下沉较少。

2) **制造业化开发典型，平衡拿地改善可期。**相比同业，公司净资产积累较少、融资成本相对较高，因此公司选择了制造业化开发模式，通过提升整体周转运营效率来加快净资产积累和规模增长，而非通过囤地待涨获取土地增值收益与较高利润率。项目选择则以 10-15 万方中小项目为主，招拍挂为主要拿地渠道。**虽然毛利率较同业有所差距，但 2019 年公司总资产周转率为 27.3%，高于 A 股地产算术平均的 23.3%；加权 ROE 达 21.6%，高于 A 股地产 ROE 平均水平 13.3%**。随着整体规模成长，公司拿地强度较之前已有所下降，城市布局逐步优化，未来盈利能力与财务指标有望持续改善。

3) **营收利润快速增长，财务状况持续优化。**2020 年公司销售目标为 2300 亿元，较 2019 年增长约 17.3%，疫情之下更显成长性优势。受益于良好销售情况，公司上半年经营现金净流入 20.34 亿元，已连续多年转正。截至 6 月末，公司现金短债比为 1.19 倍（2019 年：1.05 倍）；净负债率 147.2%（2019 年：168.4%）。与类似规模同业相比，公司有息负债规模和扣预负债率处较低水平，未来净负债率有望随利润结转而持续下降。公司亦推出覆盖核心人员的激励计划，**2020/21 年度归母净利考核条件为较 2017 年增长不低于 1060%/1408%，整体经营动力充足，能够有效支撑未来业绩增长。**

4) **成长性领先同侪，投资经营更趋平衡，首次覆盖给予“买入”评级。**预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 1.86 元、2.42 元和 3.03 元，同比增长 68.9%、30.0%和 25.4%，对应现价 5.27 倍、4.06 倍和 3.24 倍 PE。考虑到公司领先同侪的成长性与优化的财务状况，给予 7.0 倍目标动态 PE，目标价人民币 13.0 元，较现价空间达 33%。（最新股价为 9 月 22 日收盘价）

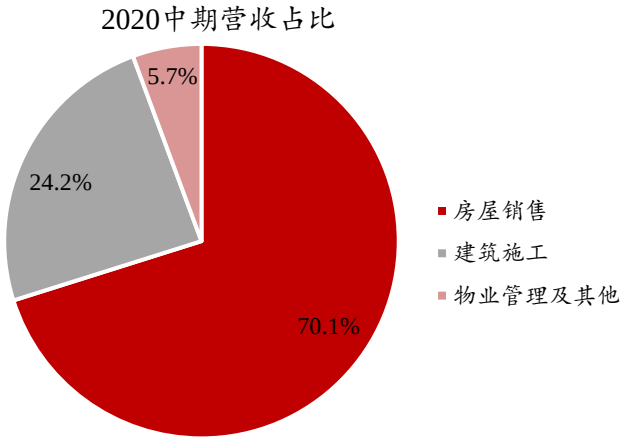
1.起家南通布局全国，聚焦主业成长迅速

公司是 A 股上市的大型房地产及建筑企业，2019 年销售金额居全国第 16 位。公司 1988 年 2 月于江苏南通成立，现于上海和南通设立集团总部。经过多年发展，公司房地产业务已进入内地 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，项目多分布于长三角及山东等华东区域。2019 年公司合同销售金额约 1961 亿元，同比增长 34%，销售规模居克而瑞全口径榜单第 16 位，并继续保持全国房地产开发企业 20 强。

深耕长三角区域，核心城市群布局逐步完善。公司起家于江苏南通，多年来深耕长三角区域，区内各级城市布局较为全面。2020 年上半年，公司合约销售额约 15.8%来自江苏南通，约 9.4%来自浙江宁波。除此之外，公司近年来也不断完善聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集核心城市布局，适度增加一、二线城市的资源占比。目前，公司已基本覆盖胡焕庸线以东绝大多数省会城市，全国主要城市群布局日趋完善。

产品聚焦主流需求，快速周转驱动成长。根据发展禀赋等方面的实际情况，公司确立了开发面向主流需求的住宅产品及快速周转的经营战略，通过较快的周转速度和较高的资金效率驱动规模和业绩的快速成长，而非通过囤积大量土地储备享受土地升值红利，整体开发流程更趋向制造业。因此，尽管毛利率水平相对同业较低，但公司 2019 年加权平均 ROE 已达 21.58%，高于 A 股上市地产公司净资产收益率平均水平 13.28%。**公司合约销售金额也由 2016 年的 502 亿元增长至 2019 年的 1961 亿元，体现出公司较高的成长性。**

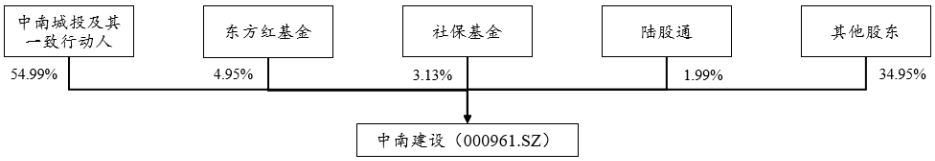
图 2：房屋销售和建筑施工为公司目前核心主业



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：已对内部业务抵销影响进行处理

股权结构稳定多元，保障发展战略连贯性。截至 2020 年 6 月末，公司控股股东中南城投及其一致行动人持股比例约为 54.99%。除此之外，东方红基金、社保基金以及陆股通分别持股 4.95%、3.13%和 1.99%。其余股东持股比例约为 34.95%。从公司治理上看，**公司董事会及控股股东对于管理团队有充分授权，二者之间具备较明确的权责划分**。整体而言，公司目前股权结构较为稳定，治理结构较为合理，能够保持战略与经营上的一致性和连贯性。

图 3：公司目前股权结构稳定多元，能够保持战略与经营上的连贯性



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：股权结构数据截至 2020 年 6 月末

控股股东及部分管理人员增持彰显发展信心。2020 年 2 月 25 日至 3 月 10 日，公司 43 位产业总部及区域管理人员累计增持公司股份 738.78 万股，占公司总股份的 0.20%，累计增持金额 5964.54 万元，增持主体涵盖总部及区域的核心人员。2020 年 3 月 25 日至 6 月 24 日，公司控股股东中南城投累计增持公司股份约 3763.14 万股，占 2020 年 3 月 24 日公司总股本的 1%，累计增持金额约为 3.15 亿元。控股股东及部分主要管理人员增持能够增强整体利益的一致性，同时也彰显出核心人员对于公司未来发展的信心。

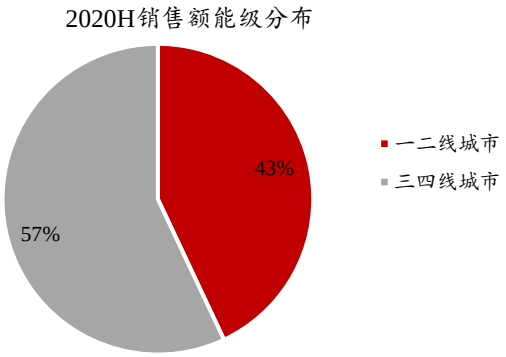
2. 深耕长三角区域，土储结构持续优化

2.1 聚焦长三角区域，区内销售贡献逾 60%

深度布局长三角区域，区内销售额占比超 60%。公司起步于江苏南通，多年来深耕长三角市场，区域品牌口碑与知名度较高。2020 年上半年，公司合约销售金额中约 61.9%来自长三角区域，其中南通、宁波、杭州、苏州、嘉兴占比分别为 15.8%、9.4%、4.4%、4.3%和 3.6%。除此之外，长三角以外的省会城市或计划单列市销售额占比约为 19.4%，其中占比最高的为西安，占比为 8.0%。另外，公司近年来也逐步加大珠三角区域的布局，目前已进入佛山、惠州等城市。目前而言，长三角仍是公司重点布局的区域，区域外的核心城市亦开始贡献可观销售金额，整体销售分布更为多元。

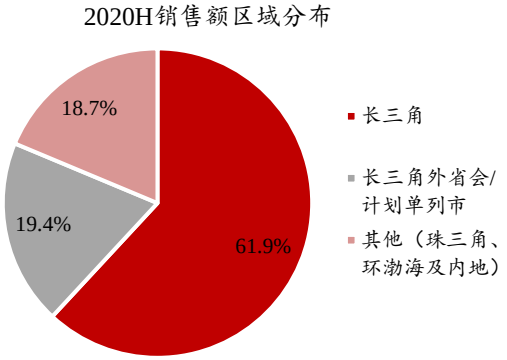
长三角市场具备较强影响力，主要布局城市实际能级较高。若以传统的一二线、三四线的城市划分来看，公司 2020 年上半年销售额中一二线占比约为 43%，三四线占比约为 57%。但详细拆分来看，**公司布局的三四线城市主要为江苏、浙江的三四线城市，其中南通占比即达 15.8%**，嘉兴、徐州、绍兴占比分别为 3.6%、3.2%和 3.0%，长三角区域整体占比约为 61.9%。上述城市虽为三线城市，但整体经济发展、人口情况、交通基建等方面均较为发达，市场需求有一定支撑。对于长三角、珠三角以外的内地城市，**公司主要布局于单核省会二线城市**，如西安、昆明、成都等，**内地城市下沉布局较少**。整体而言，公司重点布局的城市实际能级较高。

图 4：公司 2020 年上半年销售额约 43%来自一二线



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司销售分布以长三角和区外二线城市为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：公司多年来深耕长三角区域，区外核心城市亦有所布局

城市	2020 年上半年签约金额（亿元）	金额占比
南通	128.33	15.8%
宁波	76.18	9.4%
杭州	35.43	4.4%
苏州	34.90	4.3%
嘉兴	29.08	3.6%
徐州	25.99	3.2%
绍兴	24.39	3.0%
镇江	20.80	2.6%
南京	19.06	2.3%
淮安	16.82	2.1%
温州	12.44	1.5%
长三角其他	80.38	9.9%
长三角合计	**503.80**	**61.9%**
西安	65.33	8.0%
昆明	21.72	2.7%
成都	19.00	2.3%
青岛	12.20	1.5%
重庆	12.02	1.5%
沈阳	6.48	0.8%
南宁	5.36	0.7%
武汉	4.33	0.5%
济南	4.13	0.5%
厦门	3.96	0.5%
贵阳	3.37	0.4%
长三角外省会/计划单列市	**157.90**	**19.4%**
其他（珠三角、环渤海及内地）	152.17	18.7%
合计	**813.87**	**100.0%**

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：长三角区域包括上海、江苏、浙江、安徽

2.2 核心城市布局持续推进，全国化版图稳步拓展

长三角区域发展水平较高，市场需求具备一定支撑。长三角区域是我国经济最为发达的区域之一，整体人口较为密集，交通基建完善，经济产业发展水平较高。长三角也是我国一体化发展程度最高的区域，核心城市的人口、产业向外扩张较早。**尽管多数城市属传统的三线城市，但相关城市的经济发展水平与人口密度显著高于其他地区。**从海外经验来看，城市发展通常将会经历“城市—都市圈—城市群”的过程。长三角区域作为我国城市群发展较好的区域，相关城市的楼市需求也将获得一定的支撑。

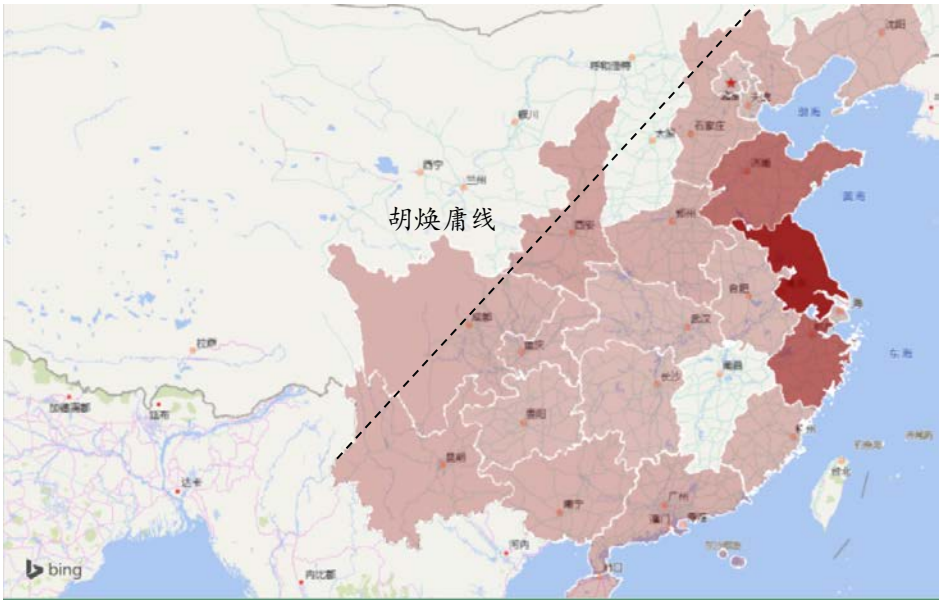
图 6：长三角区域人口分布较为集中，整体发展态势优良



数据来源：腾讯，中达证券研究；注：星云图使用效果模拟数据，数据截至 2020/9/1

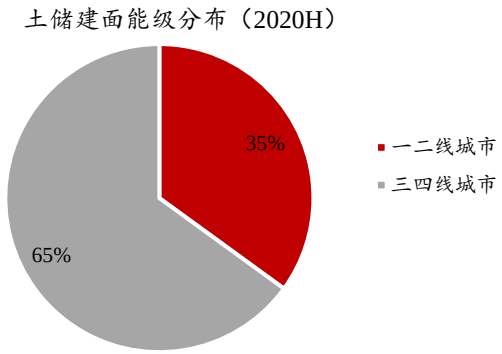
土储聚焦长三角区域，核心城市布局逐步拓展。公司近年来坚持聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集核心城市布局，在巩固长三角尤其是南通区域传统优势的同时逐步增加一二线城市及长三角外核心城市的布局力度，整体土地储备结构逐步优化。截至 2020 年 6 月末，公司土地储备（在建+待开发口径）约为 4411.08 万方，其中按建面约 35%位于一二线城市。但拆分来看，**公司土地储备按建面约 49.0%位于长三角区域，其中南通占比为 12.3%**。除长三角外，公司近年来也逐步加大了对内地单核省会二线的投资力度，整体土储中建面占比第三的为西安，占比约为 4.70%，仅次于南通和宁波。**对于长三角、珠三角以外的内地城市，公司重点布局于区域中心城市，如西安、昆明、成都、武汉等单核省会二线城市，而周边低线城市下沉较少。**整体而言，公司城市布局较为合理，土储结构已逐步优化。

图 7：公司土储多位于胡焕庸线以东，长三角及山东占比较高



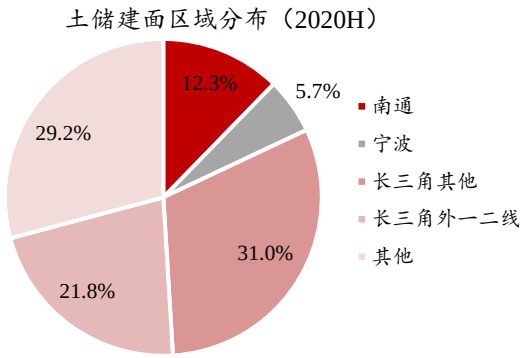
数据来源：必应，中达证券研究；注：数据截至 2020 年中期，以省份于地图着色

图 8：公司土储按建面约 35%位于一二线



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：在建+待开发口径

图 9：公司土储集中于长三角和内地核心城市



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：在建+待开发口径

深耕长三角区域市场，享受重仓城市发展红利。按传统城市能级划分，公司土储中一二线城市占比相对较少。但拆分来看，公司总部所在的南通土储建面占比已达 12.29%（2020 年 6 月末数据），镇江和绍兴占比分别为 3.42%和 2.72%。上述城市虽为三线城市，但整体经济发展水平和市场化程度较高，楼市需求具备一定支撑，相关城市亦是近年龙头房企重点布局城市。特别的，公司深耕的南通区域紧邻上海北部和崇明岛，靠近长江入海口，为长三角重点城市，近年来房地产市场呈供需两旺态势，销售均价已有明显上升。**公司作为深耕南通区**

域的房企，在区域市场具备较强的市场影响力，自然能够充分享受区域市场的发展红利，借此驱动销售业绩和现金流的稳步增长。

表 2：公司集中于长三角和内地核心城市，布局市场发展情况整体较好

城市	2020 年 6 月末土地储备（万平）	土储占比
南通	542.23	12.29%
宁波	251.58	5.70%
镇江	150.90	3.42%
绍兴	119.81	2.72%
温州	95.18	2.16%
苏州	93.31	2.12%
台州	70.94	1.61%
嘉兴	63.58	1.44%
杭州	49.28	1.12%
南京	47.12	1.07%
无锡	31.56	0.72%
合肥	15.64	0.35%
长三角其他	631.68	14.32%
长三角合计	**2162.81**	**49.03%**
西安	207.50	4.70%
昆明	126.03	2.86%
南宁	117.71	2.67%
重庆	101.71	2.31%
青岛	94.15	2.13%
成都	88.77	2.01%
贵阳	64.16	1.45%
武汉	41.31	0.94%
福州	35.39	0.80%
沈阳	25.42	0.58%
天津	24.56	0.56%
济南	17.56	0.40%
北京	12.87	0.29%
厦门	5.25	0.12%
长三角外一二线	**962.39**	**21.82%**
珠三角	**138.04**	**3.13%**
其他	**1147.84**	**26.02%**
合计	**4411.08**	**100.00%**

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：长三角区域包括江浙沪皖，其他主要为环渤海、内地城市

2.3 聚焦主流住宅产品，顺应需求加速周转

匹配主流客户需求的优质产品是加快周转的关键因素之一。随着我国住房市场逐步告别总量紧缺，购房者对于产品品质的需求与日俱增，产品力也成为项目能否快速去化的重要影响因素之一。中南多年来坚持大众主流住宅产品定位，积极推进快速周转，近年来适度增加一、二线城市的资源占比，同时控制中小城市的单项目规模，借此匹配核心城市的刚需及合理改善客户需求，达到整体项目的快速周转。

建立多元产品系列，打造健康产品标签。自 2017 年起，中南置地联合建筑科学研究院，率先发布国内健康住宅标准，明确规范了评定健康住宅的 6 大体系、39 个二级指标、138 项标准条文子项。2019 年，公司进一步将产品体系延展为悦、集、府三大产品系，匹配客户更趋多元的住宅需求。公司也获得了 2019 中国绿色地产运行典范 TOP10、2019 年中国匠心美宅作品系 TOP10 等业内奖项，体现出公司健康产品的竞争力。

图 10：昆明中南樾府为公司新中式园林设计项目



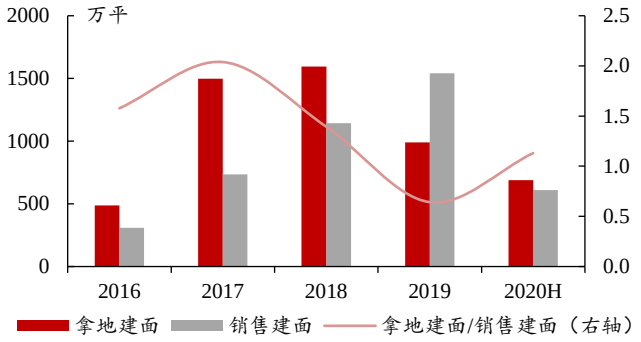
数据来源：公司网站，中达证券研究

3. 快速周转驱动成长，平衡拿地改善可期

3.1 保持较高拿地强度，整体投资更趋平衡

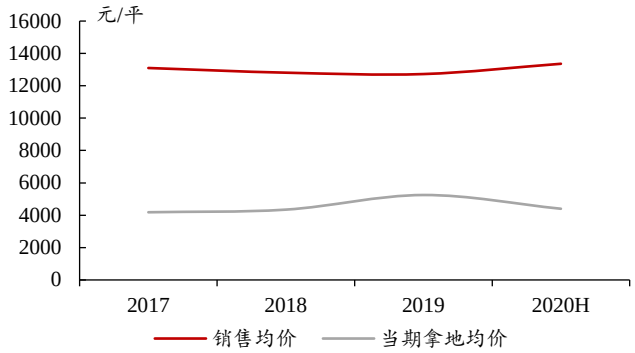
土地投资渐趋平衡，拿地成本较为稳定。公司根据自身禀赋特点，确立了快速开发、强调周转的开发模式，整体成长速度显著快于同业，因而保持了较高的拿地强度。随着公司规模的快速扩大，公司整体的拿地投资也更趋平衡，拿地强度虽仍保持在相对较高水平，但较 2018 年之前已有明显下降。拿地成本方面，公司秉持稳健的投资策略，新获取项目与销售均价比例维持稳定，能够保障公司整体的快速周转和盈利能力的稳定。

图 11：公司拿地强度整体较高，近年来逐步下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

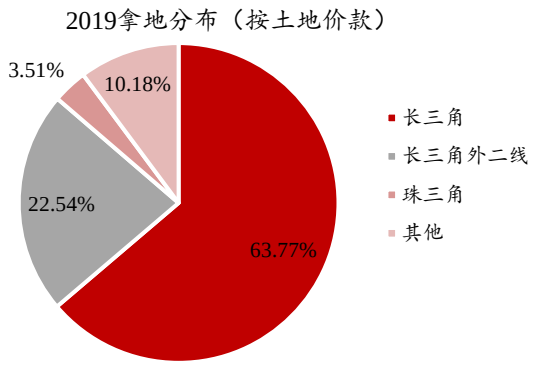
图 12：公司拿地成本整体较为稳定



数据来源：公司公告，中达证券研究

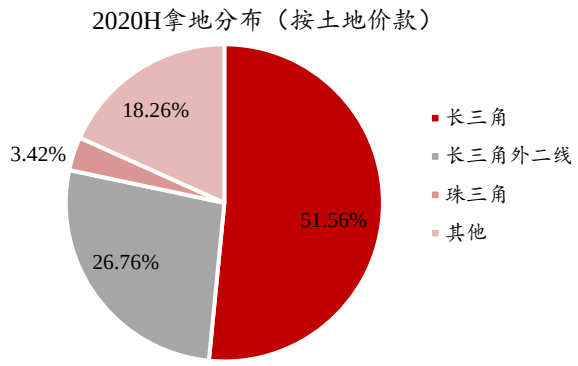
城市布局更趋多元，土储结构逐步优化。公司 2016 年后整体经营质量明显提升，近年来确立了聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集城市等核心都市圈的布局战略，已逐步从深耕南通市场的区域房企成长为布局全国 109 个城市的全国性龙头房企。2019 年全年，按土地成交价款计公司新增土储约 63.77%位于长三角区域，22.54%位于长三角外二线城市，约 3.51%位于珠三角区域。2020 年上半年，公司在继续巩固长三角区域优势的同时，增加了对区外核心城市的拓展力度。按土地成交价款计，公司 2020 年上半年新增土储约 51.56%位于长三角区域，26.76%位于长三角外二线城市，约 3.42%位于珠三角区域。整体而言，公司的区域布局已更趋均衡，土地储备的结构和质量也已逐步优化。

图 13：公司深耕长三角同时也逐步拓展其他核心城市



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：公司整体拿地区域分布更趋平衡

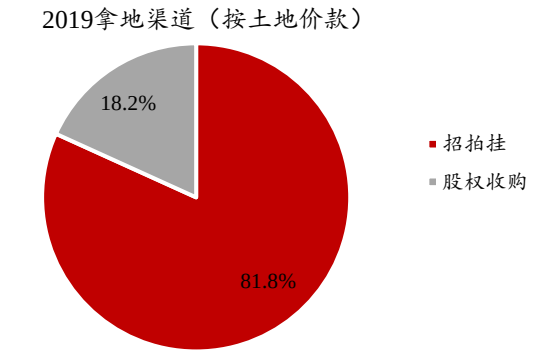


数据来源：公司公告，中达证券研究

3.2 制造业化开发模式，快速周转驱动成长

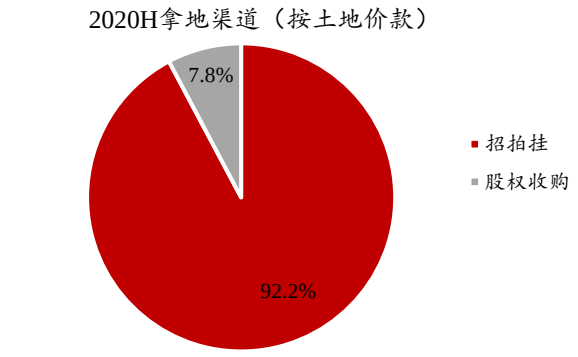
采取制造业化开发模式，追求整体快速周转。与竞争对手相比，公司净资产积累较少、融资成本相对较高，**相对薄弱的基础使得公司选择了制造业化的开发模式，通过提升整体的周转效率和资金使用效率来加快净资产的积累和规模的增长，而非通过囤积大量土储来获取土地增值收益与较高的利润率。**在投资标准方面，公司更看重项目的周转和利润率的确定性，通过合理的利润率和更高的周转率和确定性，实现较高的资产回报率。从拿地渠道看，公司近年来**主要以招拍挂拿地为主**，辅以收并购项目，**主要系招拍挂项目透明度更高，开发周转速度更快。**从地块大小来看，公司倾向于**获取 10-15 万方的中小型项目，近年来三四线新增项目大小趋于下降**（2020 年上半年上升主要系南通、绍兴、临沂、海南陵水新增较大项目）。公司目前**项目获取到销售的平均周期保持在 7~8 个月**，较快的周转速度能够有效支撑公司销售业绩的持续增长。

图 15：公司拿地以招拍挂为主，辅以收并购手段



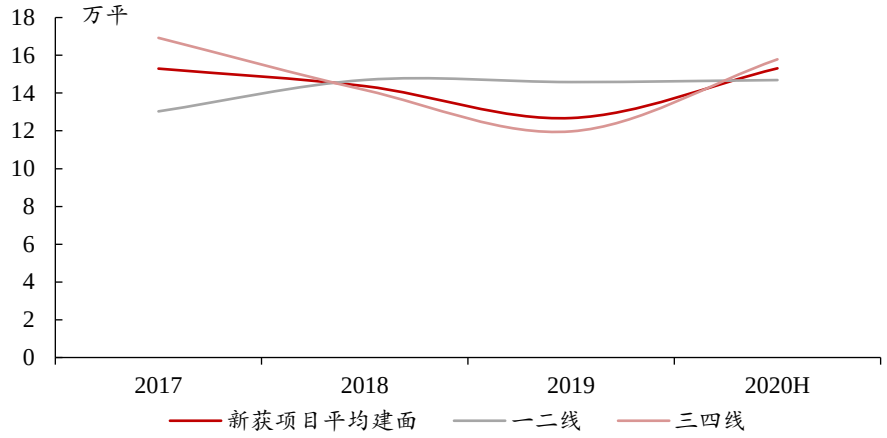
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 16：公司 2020 年上半年拿地中招拍挂比例较高



数据来源：公司公告，中达证券研究

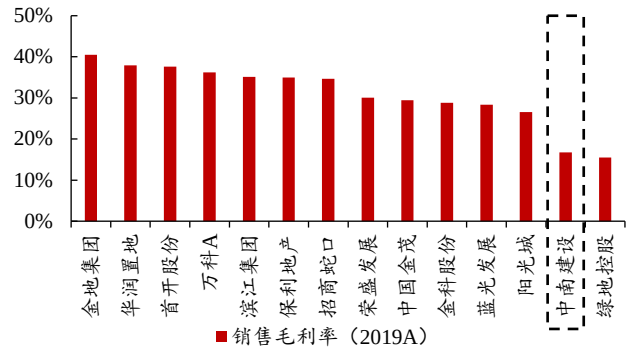
图 17：公司获取项目以 10-15 万方中小型为主，加快整体周转速度



数据来源：公司公告，中达证券研究

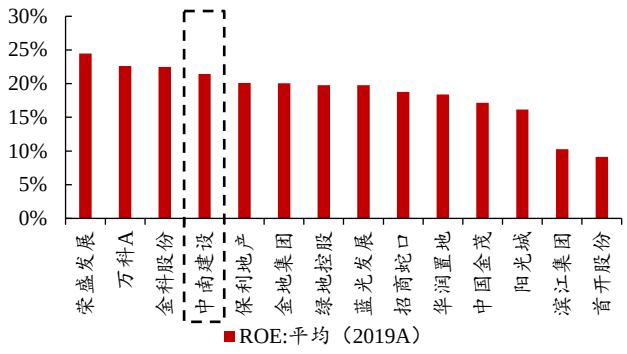
周转速度快于同侪，ROE 水平行业领先。如前所述，公司选择了制造业化的开发模式，在合理利润水平下依靠周转速度提升整体资产回报率。2019 年公司房地产业务结算毛利率 17.93%，低于以证监会标准统计的 A 股上市地产公司毛利率算术平均水平 35.75%，但公司总资产周转率 27.30%，高于 A 股上市地产公司总资产周转率算术平均水平 23.27%，而公司加权平均净资产收益率 21.58%，高于 A 股上市地产公司净资产收益率平均水平 13.28%，亦高于部分聚焦一二线房企。随着销售和利润的持续快速增长，公司整体 ROE 水平有望维持较高水平。

图 18：公司毛利率水平较同业相对较低



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 19：公司 ROE 水平处行业内较高水平

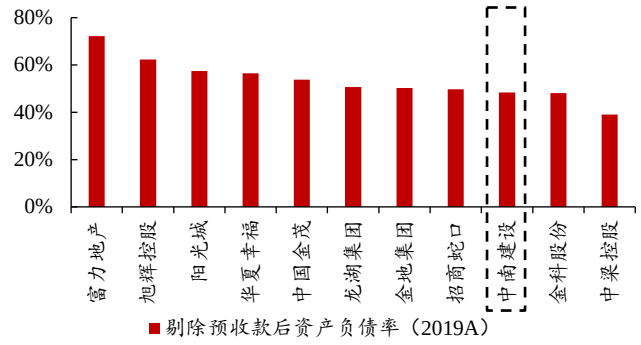


数据来源：公司公告，中达证券研究

3.3 财务状况实际稳健，充分激励支撑发展

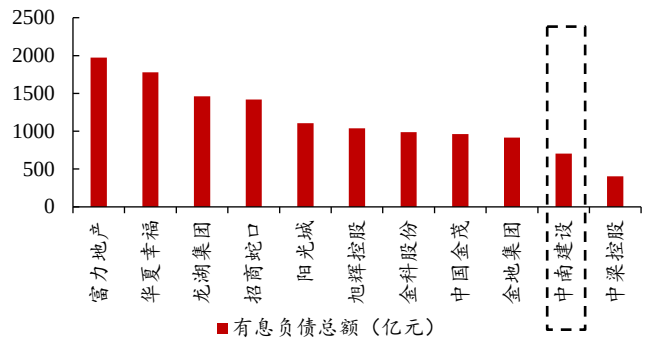
有息负债规模相对较低，剔除预收款后负债率处较低水平。公司商业模式上以快速开发、强调周转为核心，而非大规模举债通过囤地待涨模式获取土地增值收益，实际有息负债规模与相似销售规模房企相比处较低水平。由于销售规模增长迅速，公司近年来预收账款（合同负债）出现较快增长，剔除预收账款后的资产负债率在行业中仍属较低水平。**部分杠杆指标较高主要系公司净资产规模相对薄弱。随着公司项目逐步进入结算期，未来杠杆水平有望持续下降。**

图 20：公司剔除预收款后资产负债率水平较低



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 21：公司有息负债规模与同业相比处较低水平



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

确立较高业绩考核目标，经营动力整体充足。根据 2019 年股票期权激励计划，公司拟向业务总部和区域有关负责人员及业务骨干授出股票期权，授予数量占激励计划草案公告时公司总股本的约 3.73%。根据业绩考核条件，公司期权激励行权需满足 2019-2021 年三年净利润较 2017 年的 6.03 亿元分别增长不低于 560%、1060%和 1408%，相应业绩增速居行业前列。**公司近年来也完善了应届生校招培养体系，整体人才梯队渐趋成熟。**在较高的业绩考核目标下，公司整体经营动力充足，能够有力支撑未来销售业绩的持续增长。

表 3：公司确立了较高的期权激励考核目标，整体发展动力充足

行权期	考核年度	考核目标	考核目标对应归母净利润（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%	39.80
第二个行权期	2020 年	相对 2017 年度净利润增长率不低于 1060%	69.95
第三个行权期	2021 年	相对 2017 年度净利润增长率不低于 1408%	90.93

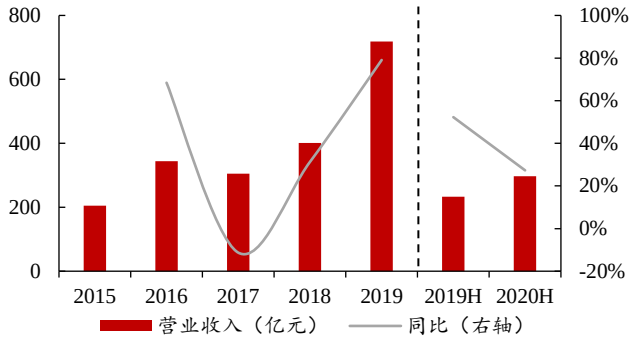
数据来源：公司公告，中达证券研究

4. 营收利润快速增长，财务状况持续优化

4.1 销售增速领先同侪，营收利润快速增长

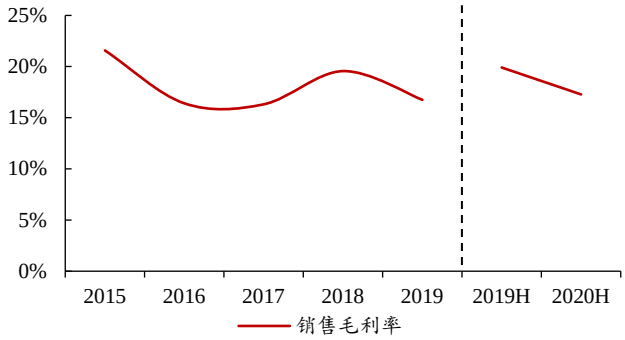
受益于前期良好销售情况，公司近年来营收规模快速增长。公司周转速度在行业中处较高水平，近年来销售规模快速增长。2019 年，公司销售金额达 1960.5 亿元，同比增长约 33.7%；2020 年上半年销售金额达 813.9 亿元，疫情影响之下仍同比增长 0.2%。公司全年销售金额目标达 2300 亿元，整体规模较 2015 年的 225 亿元已有明显跃升。受益于良好的销售情况，公司近年营收呈快速增长之势，预收账款对营收覆盖充足，未来结算具备一定保障。

图 22：受益于良好销售情况，公司近年营收快速增长



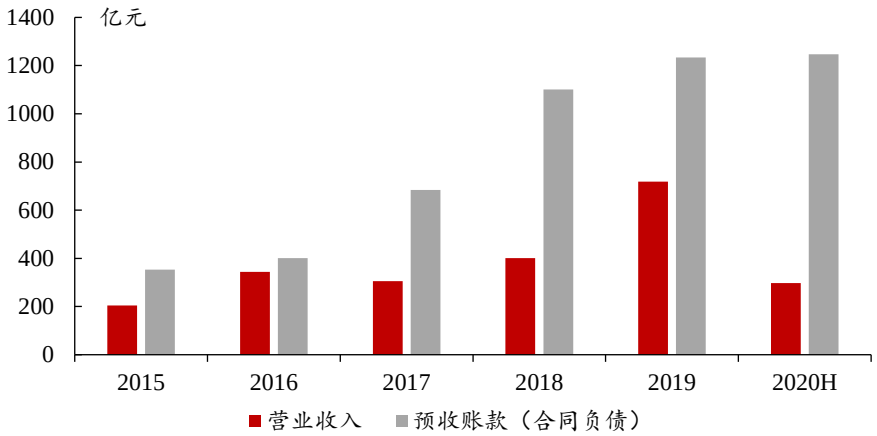
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 23：公司整体毛利率水平较为稳定



数据来源：公司公告，中达证券研究

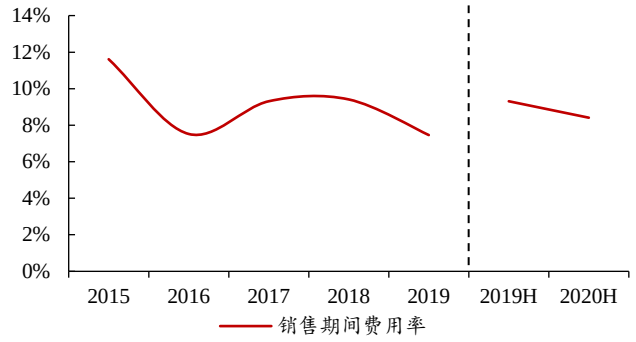
图 24：公司预收账款对营收覆盖充足，未来结算具备一定保障



数据来源：公司公告，中达证券研究

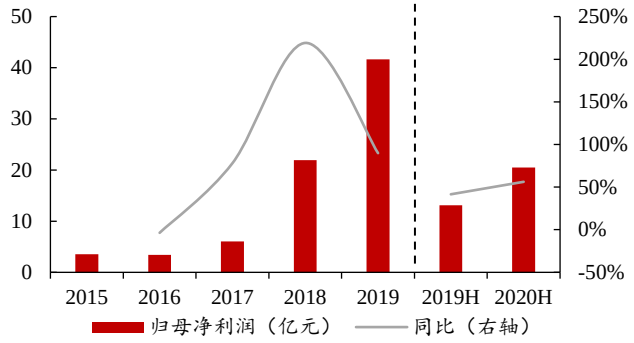
归母净利快速增长，盈利能力有所提升。随着前期销售项目逐步进入结算期，公司近年来归母净利润归母出现快速增长。2020 年上半年，公司归母净利润同比增长 56.2%，增速处行业内较高水平。随着整体拿地投资更趋平衡，公司盈利能力也出现一定提升。尽管毛利率水平相对同业较低，但公司已售未结资源毛利率水平高于上半年结算资源，表明销售毛利率近年已有所提升。虽然公司项目利润率相对不高，但公司整体 ROE 水平已有明显提升，2019 年加权平均 ROE 达 21.58%，较 2018 年提高了 8.29 个百分点，高于 A 股上市地产公司净资产收益率平均水平 13.28%。

图 25：公司销售期间费用率整体控制较好



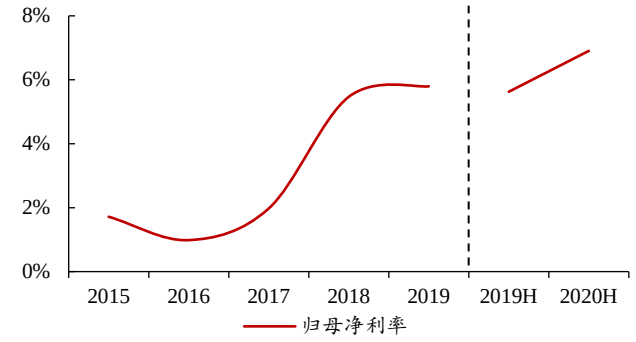
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 26：公司近年来归母净利润快速增长



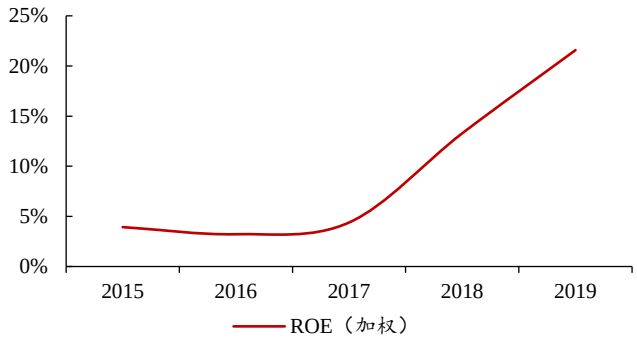
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 27：公司 2020 年中期归母净利率有所增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 28：公司 ROE 近年快速提升

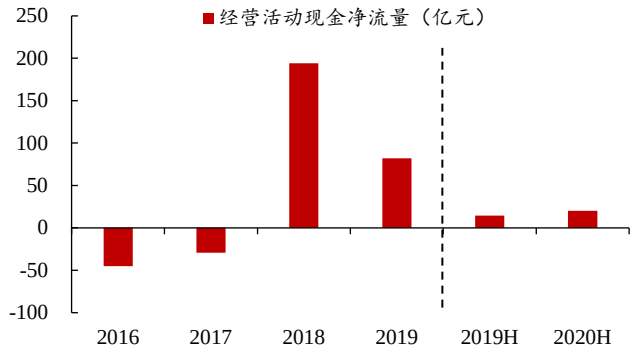


数据来源：公司公告，中达证券研究

4.2 现金流量整体顺畅，货币资金稳步增长

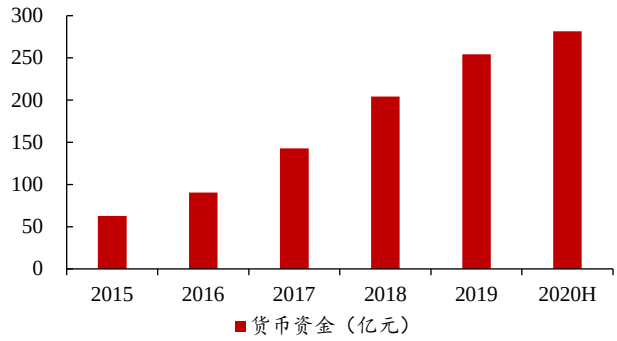
经营现金流多年保持净流入状态，整体货币资金持续增长。如前所述，公司整体运营能力较强，周转速度处于业内较高水平，因而整体现金流表现顺畅。2020 年上半年，公司经营活动现金净流入约 20.34 亿元，较 2019 年上半年的 14.35 亿元明显提升。自规模达到较高水平、拿地强度逐步下降后，公司经营活动现金流已多年转正。截至 2020 年 6 月末，公司现金余额约为 281.52 亿元，较 2019 年末增加 10.8%，保持了货币资金稳步增长的势头。

图 29：公司经营现金流多年保持净流入状态



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 30：公司货币资金总额近年来快速增长



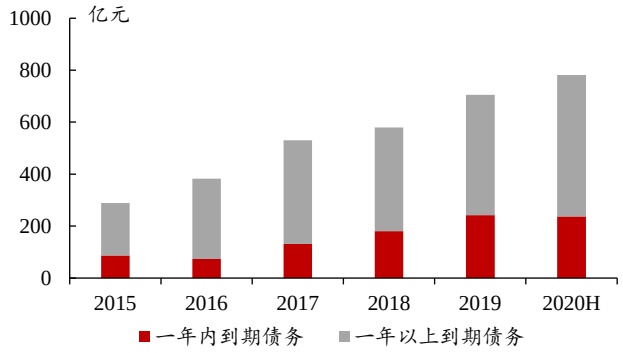
数据来源：公司公告，中达证券研究

4.3 积极管理财务融资，杠杆水平显著下降

融资渠道较为多元，有息负债整体稳定。公司作为销售规模排名前 20 的龙头房企，整体融资渠道较为多元，包括境内公司债、中期票据、资产证券化、境外美元债等。在规模快速增长的同时，公司近年来有息负债规模增长较为平稳，2020 年 6 月末公司有息负债（含期末应付利息）781.4 亿元，相比 2019 年末增加 10.7%，有息负债绝对金额仍在行业类似规模的公司里保持低位。

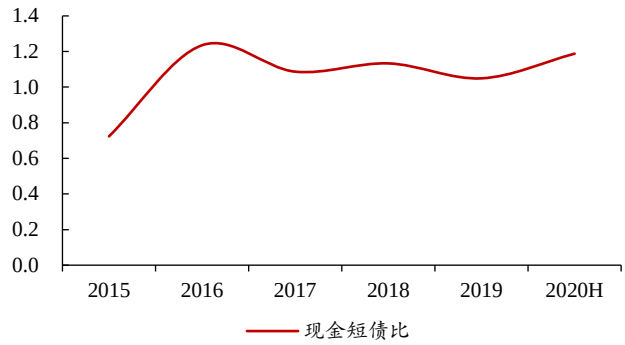
短期债务覆盖充足，杠杆水平显著下降。公司 2020 年 6 月末剔除预收款后的负债率为 50.85%（2019 年末：48.31%），保持在行业绝对低位。有息负债中短期借款和一年内到期的非流动负债 237.0 亿元，占全部有息负债的 30.33%，较 2019 年末的 34.31%下降 3.98 个百分点，期限结构有所优化。截至 2020 年 6 月末，公司现金短债比约为 1.19 倍，较 2019 年末提升 0.14 倍，短债覆盖倍数进一步提高；净负债率约为 147.2%，较 2019 年末下降 21.2 个百分点。随着结算规模的快速提升，公司未来净负债率有望继续快速下降。

图 31：公司有息负债总额整体稳定，结构有所优化



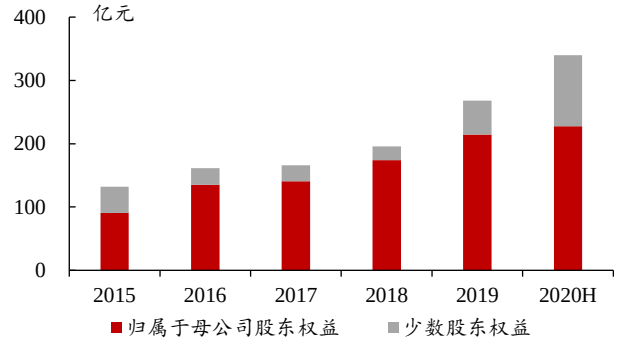
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 32：公司现金短债比维持在较充裕水平



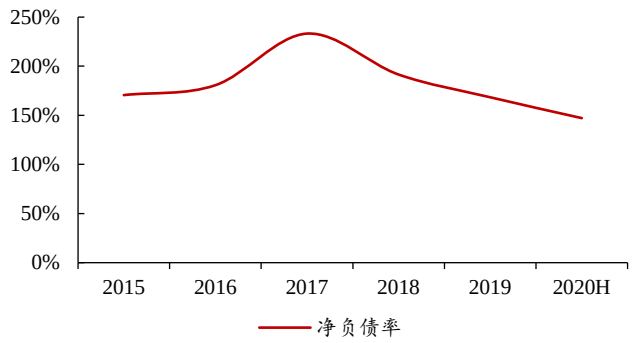
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 33：公司近年来权益总额快速提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 34：公司净负债率水平近年来明显下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

5. 估值与投资建议

成长性领先同侪，投资经营更趋平衡，首次覆盖给予“买入”评级。预测公司2020-2022年EPS分别为人民币1.86元、2.42元和3.03元，同比增长68.9%、30.0%和25.4%，对应现价5.27倍、4.06倍和3.24倍PE。考虑到公司领先同侪的成长性与优化的财务状况，给予7.0倍目标动态PE，目标价人民币13.0元，较现价空间达33%。（最新股价为9月22日收盘价）

注：计算估值指标及EPS增速时已使用最新总股本进行调整

6. 风险提示

1）调控政策与流动性环境存在一定不确定性，或对公司经营造成一定影响；

2）公司重点布局城市市场或出现一定波动，影响公司销售与现金流；

3）公司未来销售结算或存一定不确定性。

损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,110	71,831	102,143	131,050	164,075
营业成本	-32,265	-59,802	-84,258	-107,474	-134,049
毛利润	7,845	12,029	17,885	23,576	30,026
销售费用	-966	-1,463	-2,145	-2,752	-3,610
管理费用	-2,391	-3,216	-4,596	-6,028	-7,712
EBIT	3,035	5,471	8,488	11,257	14,274
利息支出	-546	-752	-1,473	-1,623	-1,742
利息收入	193	212	289	322	346
投资收益	579	2,092	3,043	3,831	4,471
其他收入	138	108	134	154	150
税前利润	3,050	6,155	10,158	13,547	17,091
所得税	737	1,532	2,346	3,278	4,068
少数股东损益	119	459	781	1,130	1,563
归母净利润	2,193	4,163	7,030	9,139	11,461
股权数	3,710	3,757	3,780	3,780	3,780
EPS	0.59	1.11	1.86	2.42	3.03

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,050	6,155	10,158	13,547	17,091
营运资本变动	17,053	4,113	1,704	-267	-1,682
其他	-671	-2,072	-3,593	-5,092	-6,388
经营性现金流合计	19,432	8,196	8,268	8,188	9,022
投资物业	-6,308	-6,385	-8,218	-8,737	-9,219
其他	-6,342	-6,996	2,944	3,715	4,347
投资性现金流合计	-12,650	-13,381	-5,274	-5,022	-4,872
自由现金流	6,782	-5,184	2,995	3,166	4,150
每股自由现金流	1.83	-1.38	0.79	0.84	1.10
权益融资	325	2,761	0	0	0
债权融资	5,368	12,193	3,720	6,576	7,496
其他	-9,735	-6,895	365	-3,123	-3,242
融资性现金流合计	-4,042	8,059	4,085	3,453	4,254
现金变动合计	2,735	2,857	7,079	6,619	8,404
期初现金	10,576	13,311	25,410	32,489	39,108
期末现金	13,311	16,168	32,489	39,108	47,512

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	4,210	4,419	4,419	4,419	4,419
其他非流动资产	12,695	20,230	20,232	20,235	20,238
长期股权投资	6,893	13,486	21,704	30,441	39,660
非流动资产合计	23,799	38,136	46,356	55,095	64,318
存货	135,003	165,587	189,292	220,837	257,080
应收账款及应收票据	9,656	13,120	13,992	16,157	17,981
现金	20,417	25,410	32,489	39,108	47,512
其他流动资产	46,819	48,319	60,739	69,214	76,948
总资产	235,694	290,571	342,869	400,411	463,839
流动负债合计	175,117	216,417	255,063	298,805	344,708
长期借款	30,127	36,006	39,008	42,540	47,041
应付债券	9,801	10,356	11,356	12,856	14,356
其他非流动负债	1,056	969	969	969	969
非流动负债合计	40,984	47,331	51,333	56,365	62,366
少数股东权益	2,195	5,383	6,164	7,294	8,857
归属母公司股东权益	17,398	21,439	30,308	37,946	47,907
总负债和权益合计	235,694	290,571	342,869	400,411	463,839

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	19.6%	16.7%	17.5%	18.0%	18.3%
经营利润率	7.6%	7.6%	8.3%	8.6%	8.7%
归母净利率	5.5%	5.8%	6.9%	7.0%	7.0%
营收增长率	31.3%	79.1%	42.2%	28.3%	25.2%
EBIT 增长率	199.9%	80.3%	55.2%	32.6%	26.8%
归母净利润增长率	219.1%	89.8%	68.9%	30.0%	25.4%
EPS 增长率	219.1%	87.4%	67.9%	30.0%	25.4%
每股净资产	4.69	5.71	8.02	10.04	12.68
利息覆盖倍数	5.56	7.27	5.76	6.94	8.20
净负债资本率	61.9%	60.9%	47.6%	41.1%	34.3%
净负债率	191.5%	168.4%	118.5%	95.4%	74.4%
总资产周转率	0.19	0.27	0.32	0.35	0.38
资产权益比	13.55	13.55	11.31	10.55	9.68
ROA	1.0%	1.6%	2.4%	2.5%	2.8%
ROE（平均）	13.3%	21.4%	27.2%	26.8%	26.7%
ROCE	3.7%	6.2%	8.7%	9.6%	10.4%

分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。