

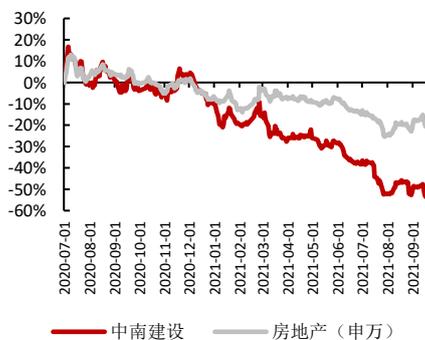
首次覆盖

谨慎推荐

公司基本情况

最新收盘价(元)	4.06
52周内高	9.45
52周内低	4.06
总市值(亿元)	157.27
流通市值(百万元)	157.27
总股本(百万股)	3826.56
A股(百万股)	3826.56
—已流通(百万股)	3811.26
—限售股(百万股)	15.30

股价走势



联系人

分析师: 魏大朋
 SAC 登记编号: S1340521070001
 Email: weidapeng@cnpsec.com

研究助理: 王文颢
 SAC 登记编号: S1340121070021
 Email: wangwenhao@cnpsec.com

公司研究

中南建设 (000961.SZ) 业绩释放可期, 盈利能力升级

摘要:

● 地产业务: 增速亮眼、激励到位、布局优化

2020年公司在疫情冲击下销售金额达2238亿元, 同比增长14%; 公司合同销售面积1,685.3万平方米, 同比增长9.4%。2015-2020六年销售金额规模接近十倍增长, 近年来公司, 坚持快周转模式, 对一线团队激励充分, 带来销售规模提速迅猛, 叠加公司合理的城市布局结构, 预计未来公司业绩将持续释放。

● 建筑业务: 优质工程水平, 稳健协同地产共发展

公司具备超20年建筑施工经验, 具备多种相关资质和专利。2020年新增合同额306.8亿元, 同比增长10.4%, 建筑业务毛利率8.65%, 表现稳定, 建筑业务不仅是集团内部房地产业务的辅助与补充, 同时也是对外承担其他重要工程建设的平台。

● 盈利能力提升, 长短期负债结构均衡

2020年末公司有息负债799.0亿元, 其中短期负债233.7亿元, 占比29.25%, 长短期结构更加均衡。公司2020年ROE达28.2%, 不断新高, 行业内处于上游水平, 主要受益于净利率的提升。

● 盈利预测与估值:

由于公司战略不同于传统房地产公司加杠杆经营, 而是以高周转运营和高质量发展为核心, 不存在较大流动性问题, 我们预计2021-2023年, 公司持续优化“三条红线”监管指标, 提升周转和营运效率, 盈利能力不断提高, 归母净利润分别为81.14亿、89.21亿和97.29亿。EPS分别为2.12元/股、2.33元/股、2.55元/股。我们认为公司业绩增速将稳中向好, 我们给予公司2021年PE 2.2倍, 首次覆盖给入“谨慎推荐”评级。

风险提示:

销售去化率不达预期、利润率下行、调控政策超预期收紧、融资成本大幅上行、新增项目权益比降低等。

目 录

1 中南建设简介	4
2 地产业务：增速亮眼、激励到位、布局优化.....	6
2.1 增速亮眼：销售金额规模六年十倍.....	6
2.2 激励到位：构建长效机制，助力企业远行.....	8
2.3 布局优化：聚焦长、珠三角，辐射优质三线.....	9
3 建筑业务：优质工程水平，稳健协同地产共发展.....	12
4 财务分析	14
4.1 毛利率稳定，净利率亮眼.....	14
4.2 ROE 持续提高，杠杆率结构合理.....	15
4.3 资本结构优化，偿债能力提升.....	16
5、盈利预测与估值	18
6、风险提示	20

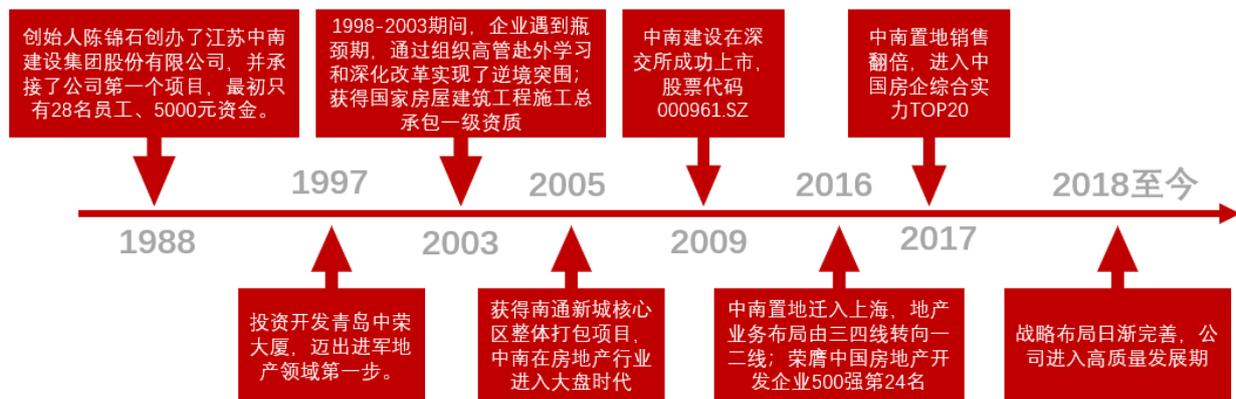
图表目录

图表 1 中南建设发展历史	4
图表 2 中南建设股权结构 (更新至 2021H1)	5
图表 3 公司近年营业收入构成 (亿元)	5
图表 4 主营业务毛利贡献比重	5
图表 5 公司合同销售金额及增速 (亿元, %)	6
图表 6 公司合同销售面积及增速 (万方, %)	6
图表 7 2016-2019 行业内主流房企销售金额及面积复合增速	7
图表 8 2020 年公司房地产销售额占比	7
图表 9 公司房地产销量价 (万方, 元/平)	7
图表 10 员工持股计划梳理	8
图表 11 员工持股计划梳理	9
图表 12 2020 年公司销售金额构成 (按省份)	10
图表 13 2020 年公司销售面积构成 (按省份)	10
图表 14 2020 年拿地方式占比 (万方)	10
图表 15 公司近年拿地情况 (万方)	10
图表 16 2020 年在建及未开工面积 (万方, %)	11
图表 17 2020 年竣工面积 (万方, %)	11
图表 18 2020 年在建及未开工面积前 20 城市 (万方)	11
图表 19 公司获得的奖项、资质及排名	12
图表 20 新增建筑合同金额 (亿元)	13
图表 21 2020 年未完工项目金额 (亿元)	13
图表 22 建筑施工业务毛利率 (%)	13
图表 23 公司总利润及增速 (亿元, %)	14
图表 24 公司毛利率及增速 (%)	14
图表 25 公司净利润及增速 (亿元, %)	14
图表 26 公司净利率及增速 (%)	14
图表 27 部分可比公司 ROE (%)	15
图表 28 中南建设近年 ROE 水平 (%)	15
图表 29 中南建设 ROE 拆解 (%)	15
图表 30 中南建设负债率	16
图表 31 中南建设现金短债比	16
图表 32 2021H1 有息负债构成	17
图表 33 2021H1 各融资方式利率区间	17
图表 34 2015 年至今公司发行债券明细	17
图表 35 盈利预测表	19

1 中南建设简介

江苏中南建设集团股份有限公司（简称“中南建设”）成立于1988年，隶属于中南集团。中南建设以房地产开发和建筑施工为双主业，在集团多产业链融合联动的支持下，构建了完整产业格局，由住宅开发、轨道交通、市政路桥、基础设施建设、商业、酒店运营等组成。2009年，中南建设借壳大连金牛成功在深交所上市，股票代码000961.SZ。在城市拓展上，公司由最初的南通、盐城逐渐发展到长三角，再到现在的“深耕长三角、拓展珠三角、进军京津冀”以及聚焦西安、武汉、成都、重庆等新一线城市。目前，公司已进入内地107个城市，战略布局日渐完善。2021年上半年公司实现销售金额1090亿，同比增长33.9%，位列克而瑞销售榜单第16位。2020年公司位居中国房地产开发企业20强第16位、中国房企综合实力200强第15名、中国房地产上市公司A股十强、中国房企品牌价值第16位，品牌认知度越来越高。

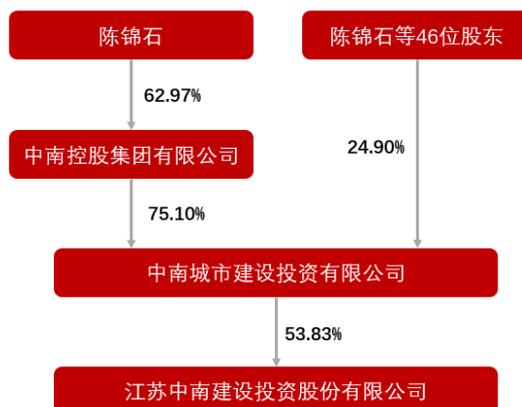
图表 1 中南建设发展历史



资料来源：Wind，中邮证券研究所

中南建设的母公司为中南城市建设投资有限公司，最终母公司为中南控股集团有限公司，实际控制人为陈锦石先生。截至2021H1末，中南城市建设对公司持股比例约53.83%。较为稳定且集中的股权结构，为公司连续且稳健的经营模式提供保障。

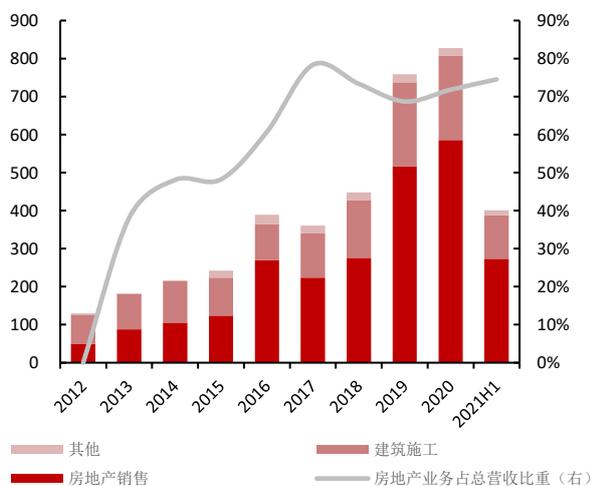
图表 2 中南建设股权结构（更新至 2021H1）



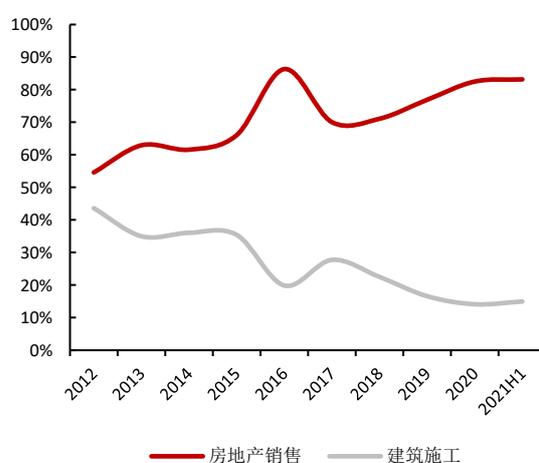
资料来源：Wind，中邮证券研究所

中南建设作为中南集团旗下的上市公司，主要包括集团内中南置地和中南建筑的业务内容，以房地产开发及建筑施工为双主业。(1) 营业收入方面：2015 年之前，建筑施工业务营收贡献占比超 50%。2015 年起，公司房地产业务开始发力，营收贡献占比不断提升，并于 2016 年达到顶峰 78.4%，后维持在 65%以上（剔除内部抵消）。(2) 毛利方面：公司房地产业务销售收入占营收比重与毛利贡献占比自 2012 年进入上行阶段，截至 2020 年底，房地产销售业务毛利贡献占比达 82.5%（剔除内部抵消）。双主营业务的模式下，地产板块业绩贡献表现亮眼，后续有望进一步获得资源倾斜与战略侧重，业务规模持续提升可期。

图表 3 公司近年营业收入构成（亿元）



图表 4 主营业务毛利贡献比重



资料来源：Wind，中邮证券研究所

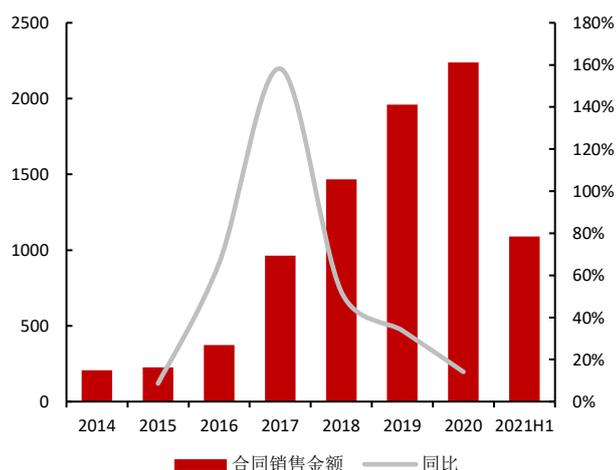
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 地产业务：增速亮眼、激励到位、布局优化

2.1 增速亮眼：销售金额规模六年十倍

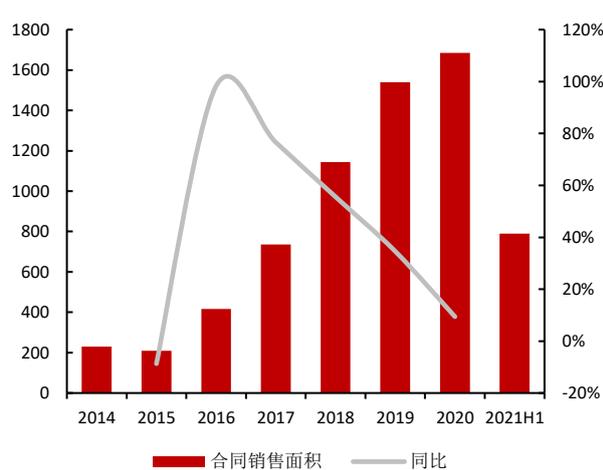
自 2005 年开发南通中央商务区项目开始，公司便充分挖掘自身建筑业起家的优势，采用“房地产开发+公建工程施工”相结合的打包模式进行项目获取，在大盘时代获得了大量优质项目。随着囤地思维的摒弃，行业奔放式发展模式逐渐被专业、规模、品牌等新竞争力取代。公司逐步调整城市综合体大盘项目及短平快项目拿地份额；从项目设计、成本控制、产品质量、工程进度、市场营销等全方面提升公司综合经营能力。2018 年，中南建设以 1466 亿元的销售金额迈入千亿房企行列，2020 年在疫情冲击下销售金额达 2238 亿元，同比增长 14%。2021 上半年实现销售金额 1090 亿元，同比增长 33.9%。中南建设近几年房地产销售增长显著，2015 年至 2020 年销售金额复合增速 58.32%，销售面积复合增速 51.67%，2015-2020 六年销售金额规模接近十倍增长，增长速度在头部房企中名列前茅。2020 年第一季度受疫情影响，公司房地产业务合同销售面积和金额同比分别下降 34.6%和 30.1%，但二季度开始就恢复增长，2020 年全年公司合同销售面积 1,685.3 万平方米，同比增长 9.4%。短期冲击不改公司实现稳步增长的势头。

图表 5 公司合同销售金额及增速（亿元，%）



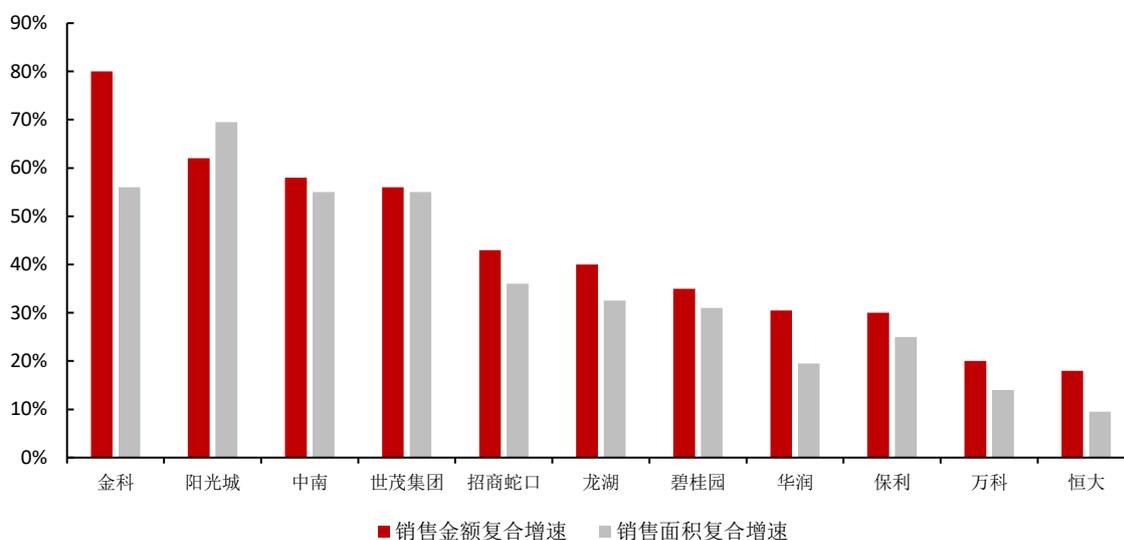
数据来源：公司年报，中邮证券研究所

图表 6 公司合同销售面积及增速（万方，%）



数据来源：公司年报，中邮证券研究所

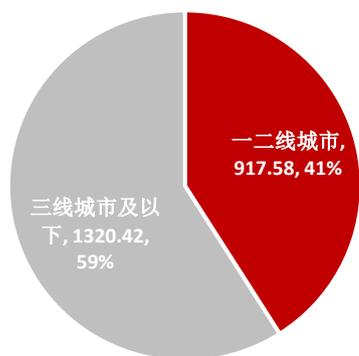
图表 7 2016-2019 行业内主流房企销售金额及面积复合增速



数据来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

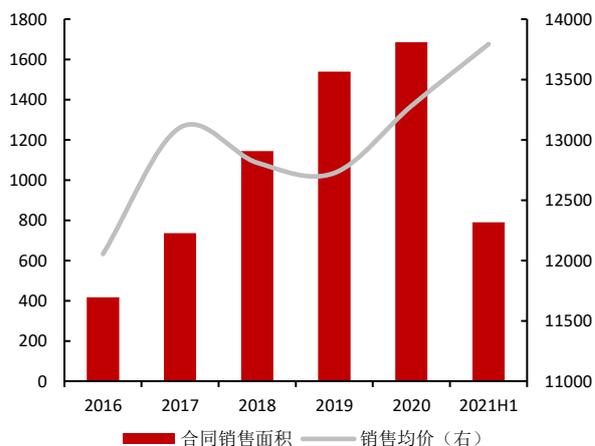
在不同等级城市销售贡献上，公司区域布局合理，超过 40% 的销售来源为一二线城市，较 2019 年小幅减少，剩余项目位于三四线城市优质地段。地产销售均价持续上行，2021 上半年达 13793 元/平，同比增 3.2%。

图表 8 2020 年公司房地产销售额占比



数据来源：公司年报，中邮证券研究所

图表 9 公司房地产销量价 (万方, 元/平)



数据来源：公司年报，中邮证券研究所

2.2 激励到位：构建长效机制，助力企业远行

公司两次推出持股计划，员工与公司共成长。2015年第一次推出员工持股计划，作为公司股票浮动收益的收取方与国信证券开展互换协议，参与员工包括公司及下属子公司的部分董事、监事、高级管理人员等。2017年第二次员工持股计划，公司全额认购委托中海信托设立的“中海信托-中南建设员工持股计划集合资金信托计划”一般信托单位份额，参与范围扩大至公司及下属子公司的在职员工。员工持股计划的实施，一方面有利于员工享受公司成长带来的红利，另一方面充分调动了员工积极性，让员工与公司利益深度绑定，共同成长，并为公司实施股权激励计划奠定基础。

图表 10 员工持股计划梳理

	2015年	2017年
实施方式	方略德合代表中南方略1号基金与国信证券签订股票收益权互换协议	委托中海信托管理，并将全额认购由中海信托设立的“中海信托-中南建设员工持股计划集合资金信托计划”
锁定期	12个月	
存续期	不超过18个月	不超过24个月
规模	公司全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不超过公司股本总额的10%，单个员工所获股份权益对应的股票总数累计不超过公司股本总额的1%	
持有人范围	公司及下属子公司的部分董事（除独立董事）、监事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干员工	公司及下属子公司的在职员工
参与人数	138人	不超过450人
设立时资金总额上限	25000万元	30000万元
托底保证	保证员工自有资金收益率不低于10%/年	保证员工自有资金收益率不低于8%/年

数据来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

股权激励计划，明确发展信心。公司于2018年发布首次股权激励计划，激励对象行权需要满足公司和个人业绩考核要求。公司业绩考核要求为2018、2019和2020年归母净利润相对2017年增长幅度分别不低于240%、560%和1060%。2018年共授予期权23260万份，占当时总股本的6.27%，期权初始行权价格为6.33元/股。2019年，公司期权激励总数为13837万份，占当时总股本的3.73%，行权价格为8.37元/股，行权业绩考核条件为2019、2020和2021年的归母净利润相对2017年的增长幅度分别不低于560%、1060%和1408%，对应2020、2021年归母净利润不低于69.9亿元、90.9亿元。高业绩设定条件，彰显公司对未来发展的信心。

除核心管理团队中施行完善的激励机制外，公司还设立了项目跟投制度，将组织效率与员工积极性进一步提升。完善的股权激励制度与项目跟投制度叠加，公司管理从制度与利益上将员工与公司成长绑定，挖掘员工潜力，助推公司快速成长，实现双赢。2018 年底，中南建设推出项目跟投制度，明确强制跟投方，房地产总部及区域公司核心负责人必须对负责项目进行跟投，从项目上进一步与员工进行利益绑定。2019 年公司共有 40 个新项目引入跟投机制，员工跟投本金总额 1.21 亿元，占跟投项目资金峰值的 0.059%。

图表 11 员工持股计划梳理

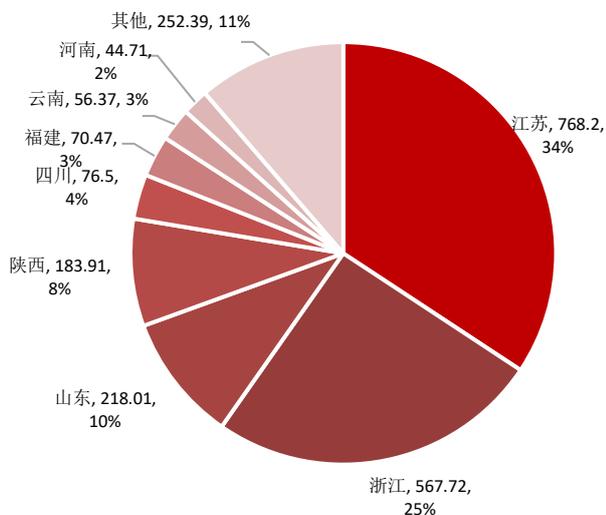
	2018年	2019年
激励总数（万份）	23260	13837
激励总数占当时总股本比例	6.27%	3.73%
期权初始行权价格	6.33元/股	8.37元/股
行权有效期	4年	5年
行权业绩条件	2018年、2019年和2020年归属上市公司股东净利润相对2017年的增长幅度分别不低于240%、560%和1060%	2019年、2020年和2021年归属上市公司股东净利润相对2017年的增长幅度分别不低于560%、1060%和1408%

数据来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

2.3 布局优化：聚焦长、珠三角，辐射优质三线

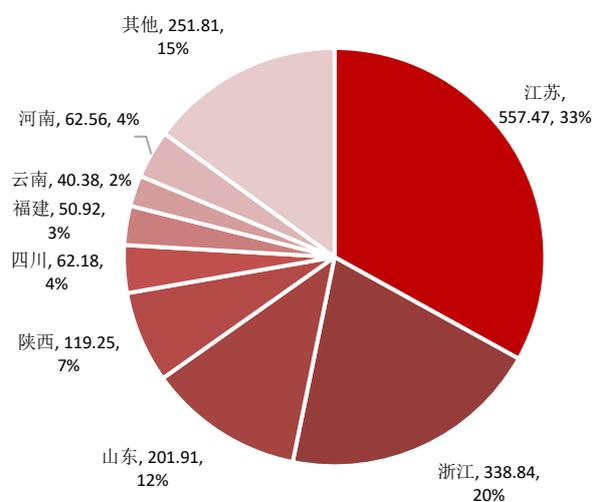
中南建设在建房地产项目分布全国 20 余个省份。在重点布局的长三角、珠三角、环渤海及中西部区域，公司优质充沛的项目储备保障了未来销售结算的持续增长，销售金额和面积前五的省份分别为江苏、浙江、山东、陕西和四川。其中仅江苏和浙江的销售金额和面积占比就高达 59%和 55%。

图表 12 2020 年公司销售金额构成（按省份）



数据来源：公司年报，中邮证券研究所

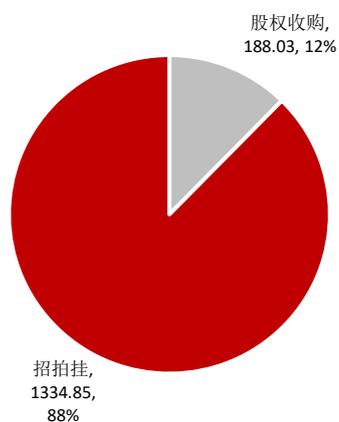
图表 13 2020 年公司销售面积构成（按省份）



数据来源：公司年报，中邮证券研究所

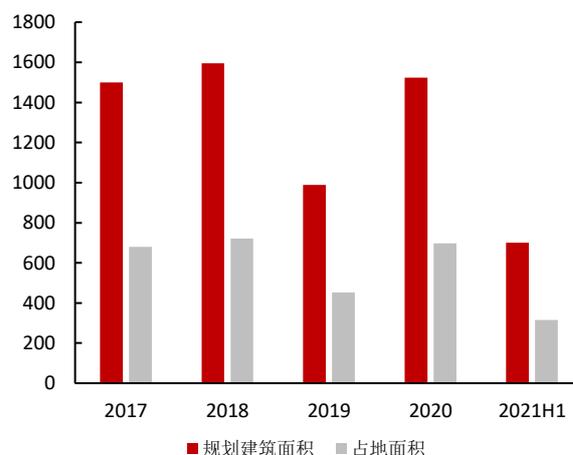
2019 年以来，中南建设拓宽拿地渠道，通过股权收购及招拍挂公开市场拿地相结合的方式，在二三线城市以合理的价格获取大量土地储备。公司 2020 年通过股权收购方式合计拿地 188 万方，占拿地总建筑面积的 12%，招拍挂拿地占比 88%，合计约 1335 万方。2021 年 1-6 月，新增拿地 699.9 万方，同比增加 1.7%。

图表 14 2020 年拿地方式占比（万方）



数据来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

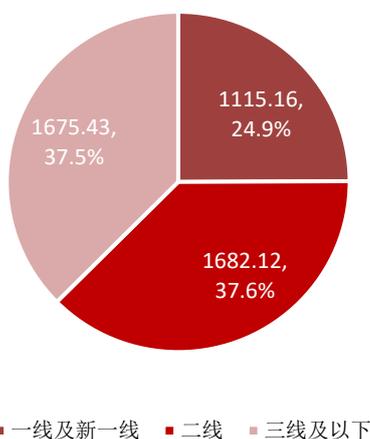
图表 15 公司近年拿地情况（万方）



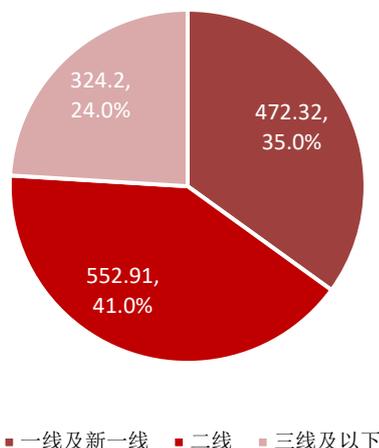
数据来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

待完工项目充沛，布局持续优化。截至 2020 年末，公司共有 468 个项目，在建及待建面积合计约 4472 万方。其中，一线及新一线城市占比约 24.9%，二线城市 37.6%，三线城市及以下 37.5%；竣工面积合计约 1350 万方，一线及新一线城市占比约 35%，二线城市 41%，三线城市及以下 24%，较高能级城市竣工效率较高。公司坚定围绕核心区域深耕布局，确保有质量发展。对特大城市群进行战略布局：秉承“一二线城市为主、优质三线为辅，依托一二线、辐射优质三线”的指导思想，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，建立城市和板块的深度解读能力。由于公司布局的三线城市多在核心城市辐射区域内，且大都处于经济快速发展的核心都市圈，考虑到城市独立周期的开启及地区的协同发展，公司所布局的城市具备良好的市场基础，需求存在较强韧性。

图表 16 2020 年在建及未开工面积（万方，%）



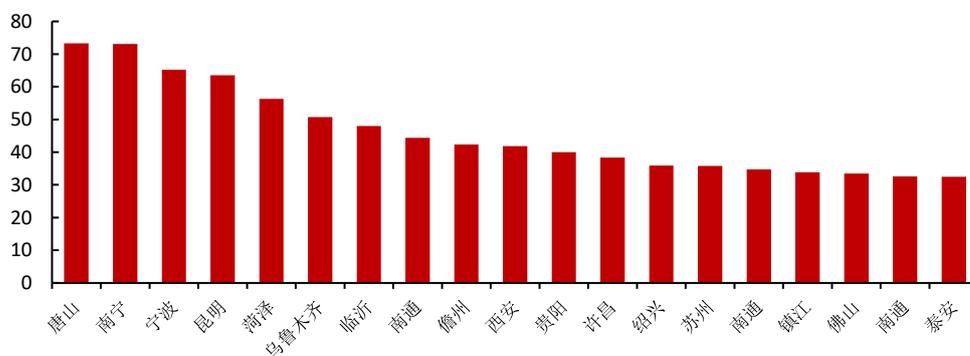
图表 17 2020 年竣工面积（万方，%）



数据来源：公司年报，中邮证券研究所

数据来源：公司年报，中邮证券研究所

图表 18 2020 年在建及未开工面积前 20 城市（万方）



数据来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

3 建筑业务：优质工程水平，稳健协同地产共发展

建筑施工业务是中南建设的传统强势业务。公司建筑业务拥有国家首批授予的民营企业特一级资质，还拥有建筑装修装饰一级、机电设备安装一级等资质，是AAA诚信施工企业，累计获得国家专利180余项，先后荣获鲁班奖、詹天佑奖、钢结构金奖、安装之星等国家级大奖100余项，扬子杯、长城杯、白玉兰杯、泰山杯等省级优质工程奖200余项。公司建筑工业化和钢结构住宅建设产业化进程加速，不断推广NPC技术，通过采用在工厂机械化生产然后才在现场装配的形式进行建筑施工的方式，使其具备减少施工现场污染、降低噪音、环保节能、缩短施工工期、缩减施工成本等优点，同时公司NPC技术得到了国家住房和城乡建设部的认可，累计获得数十项发明专利和新型专利。公司注重大型公共建筑及民用建筑的承接，以管理、技术、劳动密集型的运营特色，承接了多项高、大、难工程，形成了“大市场、大业主、大项目”核心竞争力。近年来公司业务模式从单一的施工总承包向多元化建筑集团升级。

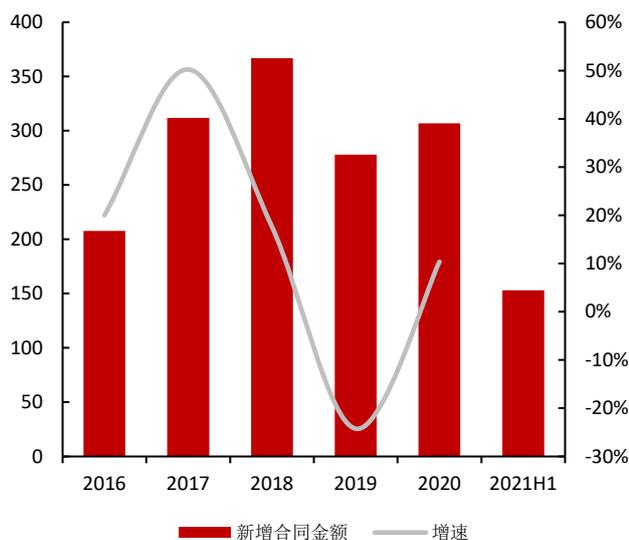
图表 19 公司获得的奖项、资质及排名

公司获得的荣誉	公司获得的资质
全国优秀施工企业	房建特级、设计甲级、市政一级、公路一级等总承包和专业资质
中国建筑业竞争力百强单位	位列江苏省建筑业综合实力前三名，是全国建筑业AAA级信用企业
江苏省建筑业竞争力百强单位	ENR2019中国承包商80强第11名等荣誉
江苏省建筑业百强企业	
江苏省建筑产业现代化年度突出贡献单位	行业排名
科技创新和科技先进企业	2017年荣获中国建筑企业500强第8名
重合同、守信用企业	中国50家最佳建筑承包商第6名
全国建筑业AAA级信用企业	ENR2018年全球最大250家工程承包商第38名
企业信用评价AAA级信用企业	

数据来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

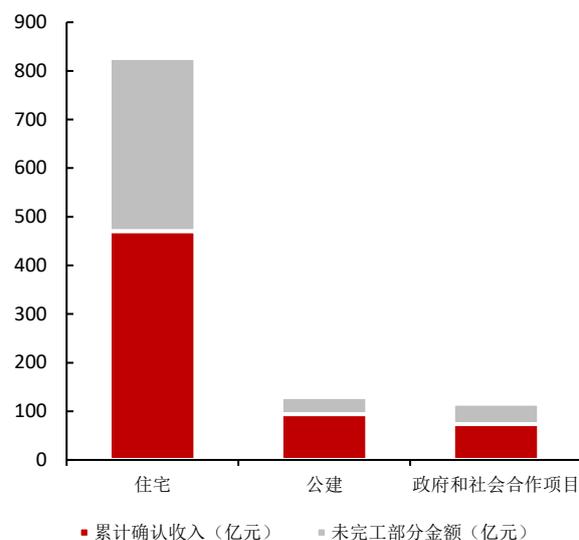
面对疫情冲击，公司寻找机遇，2020年实现新承接(中标)项目合同金额306.8亿元，同比增长10.4%。其中合同金额3亿元以上项目33个，占比62%。2021年上半年新承接(中标)项目合同金额153.1亿元，同比增长3.3%。在疫情的冲击下，公司建筑业务2020年实现营业收入222.0亿元，同比增长0.09%。公司未完工建筑项目中，累计确认收入638.5亿元，未完工部分待确认收入432.77亿元。建筑业务不仅是集团内部房地产业务的辅助与补充，同时也是对外承担其他重要工程建设的平台。

图表 20 新增建筑合同金额 (亿元)



数据来源: 公司公告, Wind, 中邮证券研究所

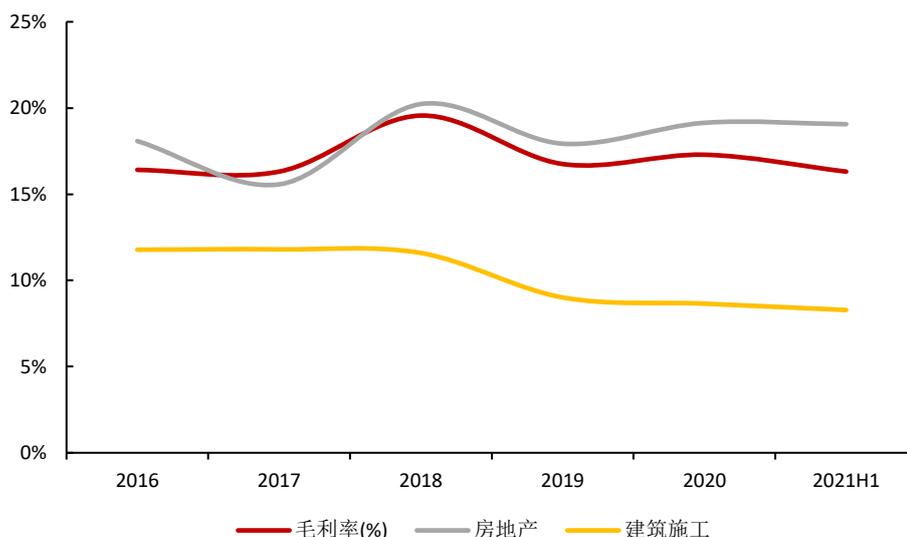
图表 21 2020 年未完工项目金额 (亿元)



数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所

2020 年, 建筑施工业务实现了 222 亿元的营业收入, 毛利率 8.65%, 同比下降 0.36 个百分点, 稳定盈利。公司综合毛利率 17.3%, 房地产业务毛利率 19.1%, 建筑施工业务毛利率远低于前两者, 主要原因是公司建筑施工业务的承接项目中低毛利率的房屋建筑项目占比依然较大, 拉低了建筑板块整体的毛利率水平。随着公司的业务结构不断调整, 非房屋建筑业务的增加或将带来建筑施工业务盈利水平的修复改善。

图表 22 建筑施工业务毛利率 (%)



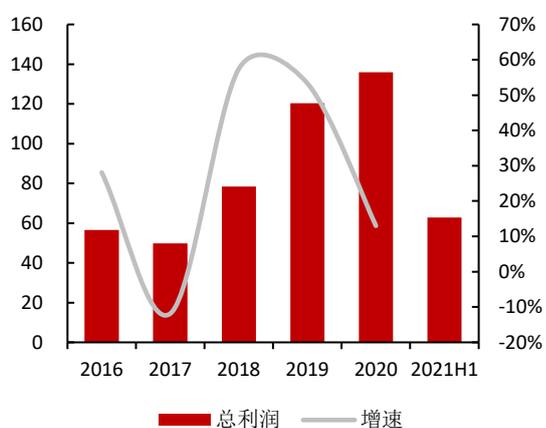
数据来源: 公司公告, Wind, 中邮证券研究所

4 财务分析

4.1 毛利率稳定，净利率亮眼

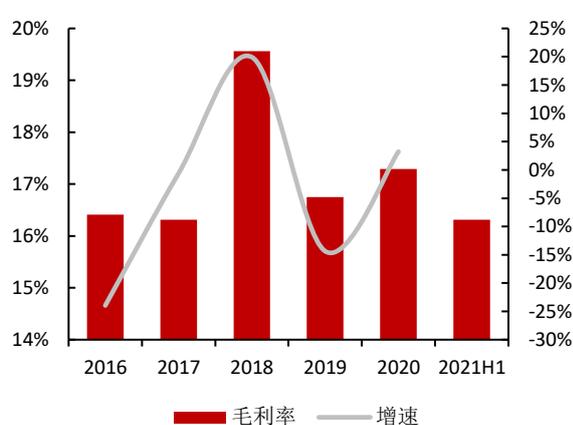
盈利能力方面，公司总利润和净利润增长明显，毛利率相对稳定但净利率增幅亮眼。2020年公司总利润达135.92亿元，净利润78.04亿元。近年来毛利率维持在15%-20%之间，净利率自2016年的2.2%大幅增长至2020年的9.9%，居于行业中上水平，主要是受益于利润贡献占比越来越高的房地产业务和稳定的建筑施工业务，预计未来净利率将持续上行，为公司增厚利润。

图表 23 公司总利润及增速（亿元，%）



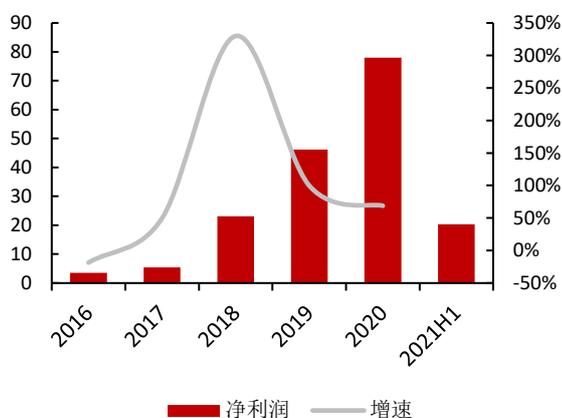
数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表 24 公司毛利率及增速（%）



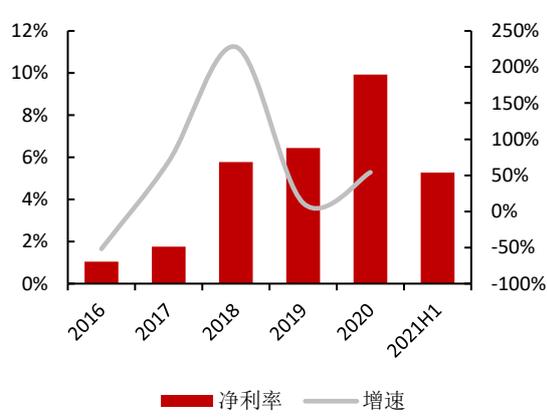
数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表 25 公司净利润及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表 26 公司净利率及增速（%）

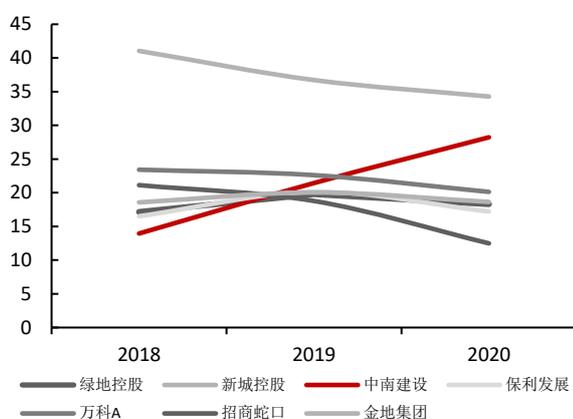


数据来源：Wind，中邮证券研究所

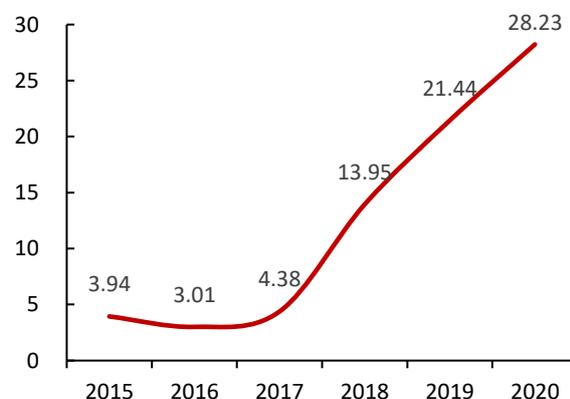
4.2 ROE 持续提高，杠杆率结构合理

自 2016 年至 2020 年末，中南建设 ROE 水平持续提升，自低点 3.0% 提升至 28.2%，股东回报效率持续提升。与行业普遍通过加杠杆提升 ROE 的运营模式不同，公司主要能提升 ROE 驱动因素的原因在于加快周转速度与拉高净利润率，具体来看，资金周转率从 2018 年最低 0.20 次提升到 2020 年的 0.24 次，增长率达 20%，净利润率的提升更加显著，由 2016 年的 1.0% 提升至 2020 年的 9.9%，复合增速达 31%。近年来公司在大部分竞争对手 ROE 下滑的驱使下逆势高增，目前已处于业内上游地位。

图表 27 部分可比公司 ROE (%)



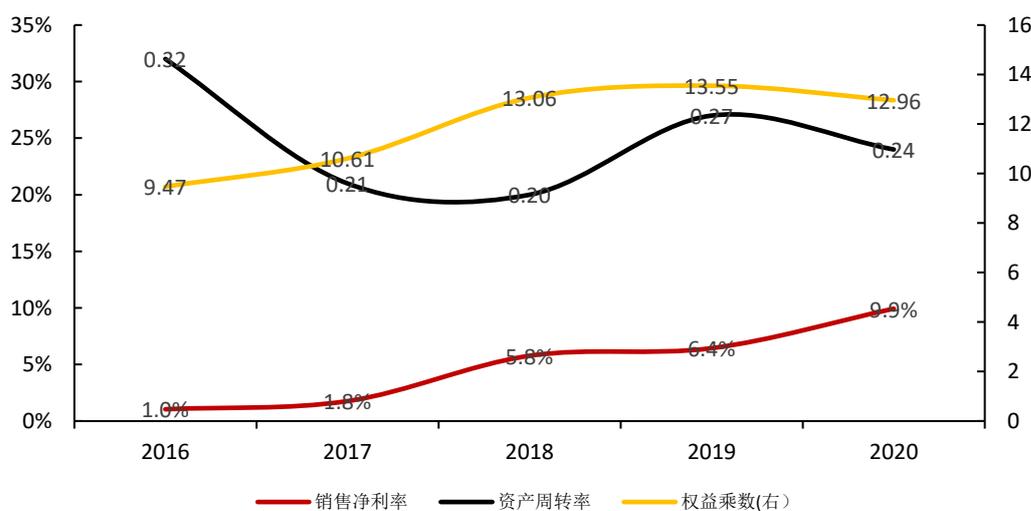
图表 28 中南建设近年 ROE 水平 (%)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所

数据来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 29 中南建设 ROE 拆解 (%)

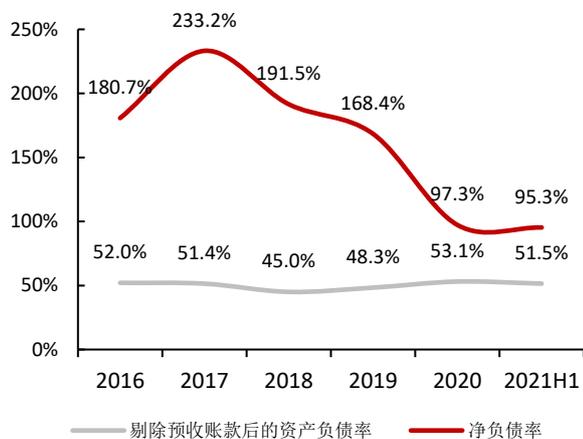


数据来源: Wind, 中邮证券研究所

4.3 资本结构优化，偿债能力提升

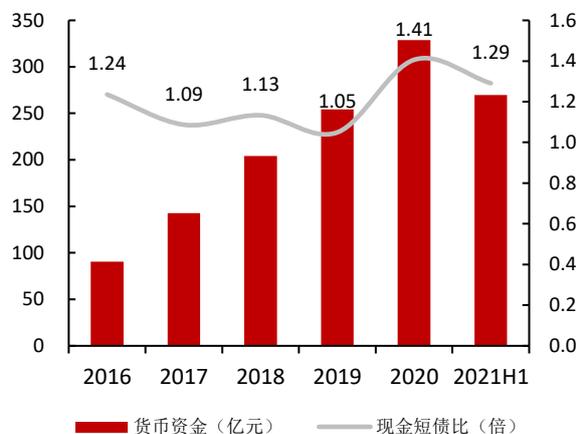
截至 2021H1，公司有息负债 767.6 亿元，较 2020 年末减少 34.4 亿元，短期偿债压力减小。公司 2021 年上半年剔除预收帐款后的资产负债率为 51.5%，净负债率为 95.3%，其中净负债率自 2017 年以来一直保持下降趋势，公司降负债效果明显，杠杆水平持续回落。2020 年公司现金短期债务比率提升至 1.4 倍，短债偿付能力提升。

图表 30 中南建设负债率



数据来源：Wind，中邮证券研究所

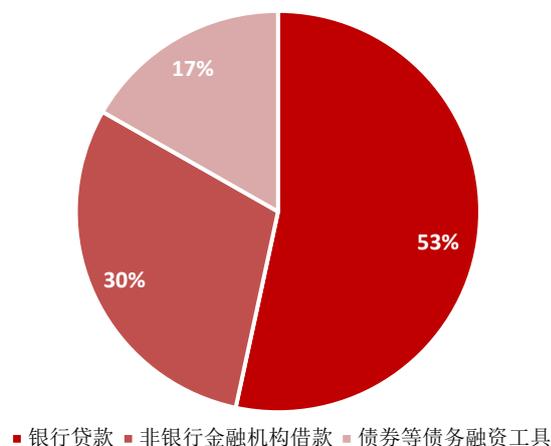
图表 31 中南建设现金短债比



数据来源：Wind，中邮证券研究所

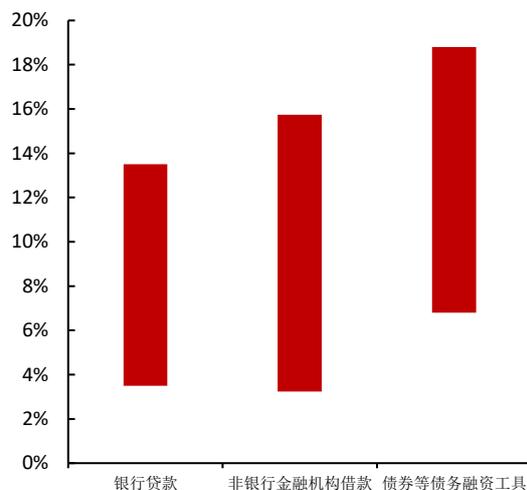
截至 2021 年中期末，公司有息负债中银行贷款余额 409.58 亿元，占比 53%，较去年末提升 1.3 个百分点债券等债务融资工具融资余额占比接近 17%，较去年末减少 4.9 个百分点，合计余额约 128 亿元；其他借款合计占比约 30%。银行贷款作为主要的融资方式，一方面有助于公司对综合融资成本的管控，另一方面彰显公司良好的信用水平。

图表 32 2021H1 有息负债构成



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所

图表 33 2021H1 各融资方式利率区间



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所

图表 34 2015 年至今公司发行债券明细

证券代码	债券名称	起息日	到期日期	债项/主体评级	票面利率 (%)	债券类别
102101384. IB	21 中南建设 MTN001	2021-07-26	2025-07-26	--/AA+	6.8	一般中期票据
149391. SZ	21 中南 01	2021-03-17	2025-03-17	AA+/AA+	7.3	一般公司债
102001655. IB	20 中南建设 MTN002	2020-08-26	2024-08-26	AA+/AA+	7.2	一般中期票据
012002991. IB	20 中南建设 SCP001	2020-08-25	2021-05-22	--/AA+	6.85	超短期融资债券
102001261. IB	20 中南建设 MTN001	2020-06-23	2024-06-23	AA+/AA+	7.2	一般中期票据
138689. SZ	中南 20 次	2020-04-28	2022-04-28	--/--	0	证监会主管 ABS
138688. SZ	中南 20 优	2020-04-28	2022-04-28	AAA/--	7	证监会主管 ABS
149050. SZ	20 中南 01	2020-03-06	2024-03-06	AA+/AA+	6.8	一般公司债
149051. SZ	20 中南 02	2020-03-06	2025-03-06	AA+/AA+	7.4	一般公司债
112997. SZ	19 中南 03	2019-11-22	2023-11-22	AA+/AA+	7.6	一般公司债
114506. SZ	19 中南 02	2019-06-27	2023-06-27	--/AA+	6.5	私募债
081900011. IB	19 中南建设 ABN001 次	2019-01-11	2021-01-11	--/--	0	交易商协会 ABN
081900010. IB	19 中南建设 ABN001 优先	2019-01-11	2021-01-11	AAA/--	7.5	交易商协会 ABN
114412. SZ	18 中南 01	2018-12-04	2021-12-04	--/AA+	7.99	私募债
101800495. IB	18 中南建设 MTN001	2018-04-24	2021-04-24	AA+/AA+	7.8	一般中期票据
031800024. IB	18 中南建设 PPN001	2018-01-18	2021-01-18	--/AA+	7.5	定向工具
112630. SZ	17 中南 02	2017-12-28	2021-12-28	AA+/AA+	7.6	一般公司债
112619. SZ	17 中南 01	2017-12-14	2022-12-14	AA+/AA+	7.5	一般公司债

请务必阅读正文之后的免责条款部分

118899.SZ	16 中南 03	2016-09-29	2021-09-29	AA+/AA+	6.5	私募债
112418.SZ	16 中南 02	2016-07-27	2021-07-27	AA+/AA+	7.3	一般公司债
118649.SZ	16 中建 01	2016-04-26	2019-04-26	AA+/AA+	7.5	私募债
112325.SZ	16 中南 01	2016-01-22	2021-01-22	AA+/AA+	7.8	一般公司债
116090.SZ	中南 1 优 1	2015-12-30	2016-11-26	AA+/-	5.5	证监会主管 ABS
116094.SZ	中南 1 优 5	2015-12-30	2020-11-26	AA+/-	7.4	证监会主管 ABS
116095.SZ	中南 1 次	2015-12-30	2020-11-26	--/-	0	证监会主管 ABS
116093.SZ	中南 1 优 4	2015-12-30	2019-11-26	AA+/-	7	证监会主管 ABS
116092.SZ	中南 1 优 3	2015-12-30	2018-11-26	AA+/-	6.5	证监会主管 ABS
116091.SZ	中南 1 优 2	2015-12-30	2017-11-26	AA+/-	6.2	证监会主管 ABS
118443.SZ	15 中南 03	2015-12-10	2020-12-10	AA+/AA+	7.8	私募债
118387.SZ	15 中南 02	2015-10-20	2020-10-20	AA+/AA+	7.8	私募债
101575013.IB	15 中南建设 MTN002	2015-08-28	2020-08-28	AA+/AA+	7.5	一般中期票据
118345.SZ	15 中南 01	2015-08-25	2018-08-25	AA+/AA+	7.8	私募债
101575007.IB	15 中南建设 MTN001	2015-06-26	2020-06-26	AA+/AA+	7.5	一般中期票据
031576004.IB	15 中南建设 PPN001	2015-06-05	2018-06-05	--/AA+	7.8	定向工具
031490648.IB	14 中南建设 PPN002	2014-07-28	2016-07-28	--/AA+	8	定向工具
031490405.IB	14 中南建设 PPN001	2014-05-23	2015-05-23	--/AA+	8	定向工具

数据来源: Wind, 中邮证券研究所

5、盈利预测与估值

由于公司战略不同于传统房地产公司加杠杆经营，而是以高周转运营和高质量发展为核心，不存在较大流动性问题，我们预计 2021-2023 年，公司持续优化“三条红线”监管指标，提升周转和营运效率，盈利能力不断提高，归母净利润分别为 81.14 亿、89.21 亿和 97.29 亿。EPS 分别为 2.12 元/股、2.33 元/股、2.55 元/股。我们认为公司业绩增速将稳中向好，我们给予公司 2021 年 PE 2.2 倍，首次覆盖给入“谨慎推荐”评级。

图表 35 盈利预测表

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	78,601	82,058	86,368	93,836	货币资金	32,861	45,205	54,636	57,638
营业成本	65,009	68,108	71,254	77,415	交易性金融资产	227	227	227	227
税金及附加	1,956	1,969	2,073	2,252	应收票据及应收账款	9,548	8,993	8,992	9,255
销售费用	1,730	1,723	1,727	1,783	预付款项	6,666	7,000	7,000	7,000
管理费用	2,821	2,626	2,591	2,627	存货	203,200	190,330	191,312	201,491
研发费用	61	64	67	73	其他	47,320	66,146	66,146	66,146
财务费用	550	506	486	390	流动资产合计	299,822	317,901	328,312	341,756
公允价值变动净收益	289	0	0	0	长期股权投资	27,055	27,055	27,055	27,055
资产减值损失	498	410	432	469	投资性房地产	6,361	6,361	6,361	6,361
投资净收益	4,290	4,290	4,290	4,290	固定资产	3,236	3,293	3,332	3,382
其他	111	144	144	144	在建工程	120	98	119	148
营业利润	10,667	11,085	12,172	13,260	无形资产	633	612	592	572
营业外收入	74	74	74	74	其他	22,025	22,025	22,025	22,025
营业外支出	224	224	224	224	非流动资产合计	59,431	59,444	59,484	59,542
利润总额	10,517	10,935	12,022	13,110	资产总计	359,253	377,345	387,796	401,299
所得税	2,713	2,821	3,101	3,382	短期借款	10,557	9,557	8,557	7,557
净利润	7,804	8,114	8,921	9,729	应付票据及应付账款	42,107	45,608	49,276	55,233
少数股东损益	726	0	0	0	其他流动负债	200,537	200,614	200,693	200,848
归属于母公司净利润	7,078	8,114	8,921	9,729	流动负债合计	253,201	255,779	258,526	263,638
每股收益 (元)	1.87	2.12	2.33	2.55	长期借款	43,069	50,000	50,000	50,000
主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	13,462	15,000	15,000	15,000
成长能力					其他	1,159	1,159	1,159	1,159
营业收入	9.43%	4.40%	5.25%	8.65%	非流动负债合计	57,690	66,159	66,159	66,159
营业利润	69.10%	3.92%	9.81%	8.94%	负债合计	310,890	321,937	324,684	329,796
归属于母公司净利润	70.00%	14.65%	9.94%	9.05%	股本	3,821	3,821	3,821	3,821
获利能力					资本公积金	3,257	3,257	3,257	3,257
毛利率	17.30%	17.00%	17.50%	17.50%	未分配利润	19,387	26,432	34,136	42,527
净利率	9.00%	9.89%	10.33%	10.37%	少数股东权益	19,662	19,662	19,662	19,662
ROE	24.66%	15.64%	15.05%	14.45%	其他	2,236	2,236	2,236	2,236
ROIC	5.01%	4.67%	4.85%	4.93%	所有者权益合计	48,363	55,408	63,112	71,502
偿债能力					负债和所有者权益总计	359,253	377,345	387,796	401,299
资产负债率	86.5%	85.3%	83.7%	82.2%					
流动比率	1.18	1.24	1.27	1.30	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营运能力					经营活动产生的现金流量净额	8467	6701	12413	6030
应收账款周转率	8.23	9.13	9.61	10.14	资本开支	(5196)	(250)	(280)	(300)
存货周转率	0.45	0.42	0.45	0.48	其他	(8714)	0	0	0
总资产周转率	0.22	0.22	0.22	0.23	投资活动产生的现金流量净额	(13910)	(250)	(280)	(300)
每股指标 (元)					债务融资	7643	7469	(1000)	(1000)
每股收益	1.85	2.12	2.33	2.55	股权融资	0	0	0	0
每股净资产	7.51	9.35	11.37	13.57	其他	6074	(1576)	(1703)	(1729)
估值比率					筹资活动产生的现金流量净额	13717	5893	(2703)	(2729)
EV/EBITDA	4.61	4.02	2.81	2.28	汇率变动对现金的影响	(28)	0	0	0
EV/EBIT	4.73	4.10	2.86	2.32	现金及现金等价物净增加额	8246	12344	9431	3002

数据来源: 公司公告, Wind, 中邮证券研究所

6、风险提示

销售去化率不达预期、利润率下行、调控政策超预期收紧、融资成本大幅上行、新增项目权益比降低等。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师(一人或多人)承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。