



美好就现在，成长引擎全开

投资评级：买入（首次）

主要观点：

房地产业务：践行高周转，业绩持续释放

公司 2016-2019 年销售面积、销售金额复合增速分别达 55%、57%。销售规模的大幅提升主要受益于公司清晰的快周转战略，随着“囤地即盈利”的淡化，行业粗放发展模式渐行渐远，公司通过 **(1) 向小盘开发倾斜**；**(2) 高激励、跟投机制提升执行力**；**(3) 短平快的组织架构提升效率**积极推进快周转，项目获取到销售的平均周期保持在 7-8 个月。截至 2020H1 末，公司在建及待建项目合计建面约 4411 万平方米（可竣工资源），其中一二线占比约 35%，三四线占比 65%；公司合并报表范围内已售未结的合同负债达 1247.5 亿元，覆盖 2019 年房地产业务结算收入约 2.4 倍，业绩释放有保障。

建筑施工业务：业务升级，探索产业化、标准化

公司以建筑起家，经过多年发展，中南建筑已形成“投资商、承建商、运营商”三商一体并提供“投资、设计、建造、运营”四位一体全产业链服务的业务构成。在与房地产业务协同发展的同时，建筑业务也在积极转型，探索发展的产业化、标准化。2020 年上半年，公司建筑业务新承接（中标）项目合同总金额 148.3 亿元，同比增 18.4%。其中 3 亿元以上项目 19 个，占新增合同额的 64%。截至 2020H1 末，建筑业务未完工部分住宅占比 56%，公建、政府和社会合作项目占比分别为 21%、23%。

财务数据：负债结构优化、融资成本改善、杠杆水平下行

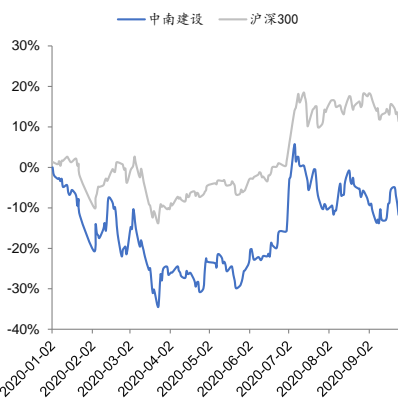
截至 2020H1 末，公司净负债率降至 147%；短期债务占比由 2014 年的 58.3% 下行至 2020H1 末的 30.3%，长短期债务结构的调整，有效缓解公司短期的偿债压力；货币资金达 282 亿元，货币覆盖短债约 1.2 倍，短债偿付能力提升。截至 2020H1 末，有息负债 781.4 亿元，较 2019 年末增加 10.7%。其中，银行贷款余额 371.5 亿元，占比 47.5%；债券等融资工具占比近 30.0%；其他渠道占比约 22.5%。受益于公司良好的信用水平，银行贷款作为公司主要的融资方式，负债结构的调整有助于融资成本的改善。

投资建议

公司 2016-2019 年销售规模大幅提升，当前业绩已步入释放期。股权激励较高的业绩考核条件彰显公司对未来发展的信心。公司通过项目规模小盘化、高激励与跟投机制、短平快的组织架构，积极推动高周转的开发战略，坚持大众主流住宅产品的定位，适应当下行业发展趋势。建筑板块协同房地产开发的同时，积极探索业务升级。多元化的融资渠道助力公司负债结构持续优化、融资成本改善及净负债率的下行。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.89、2.41、2.87 元/股，相对当前股价 PE 为 4.9、3.9、3.2 倍。首次覆盖予以“买入”评级。

报告日期：	2020-09-24
收盘价（元）	9.31
近 12 个月最高/最低（元）	11.15/6.91
总股本（百万股）	3779.6
流通股本（百万股）	3765.3
流通股比例（%）	99.6
总市值（亿元）	351.9
流通市值（亿元）	350.5

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

研究助理：王洪岩

执业证书号：S0010120060026

邮箱：wanghy@hazq.com

风险提示

销量不达预期,重点布局城市调控政策趋严,融资成本上行,负债率水平提升等。

重要财务指标		单位:百万元		
主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	71831	101696	126836	148705
收入同比(%)	79.1%	41.6%	24.7%	17.2%
归属母公司净利润	4163	7150	9109	10855
净利润同比(%)	89.8%	71.7%	27.4%	19.2%
毛利率(%)	16.75%	17.10%	17.73%	18.16%
ROE(%)	19.4%	25.0%	24.1%	22.3%
每股收益(元)	1.10	1.89	2.41	2.87
P/E	9.58	4.92	3.86	3.24
P/B	1.86	1.23	0.93	0.72

资料来源:wind,华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：栉风沐雨、砥砺前行	6
2 房地产业务：推进快周转，完善布局.....	8
2.1 高激励：从员工出发，助企业远行.....	8
2.2 快周转：销售规模跨越提升	9
2.3 深布局：扎根长三角，借力强三线、增进一二线.....	13
3 建筑施工业务：产业标准化，升级在路上.....	16
3.1 建筑板块简介	16
3.2 业务升级，焕发活力	17
4 债务结构优化，杠杆水平如期下行	19
4.1 净负债率如期回落，短偿能力增强.....	19
4.2 融资结构优化，成本改善	20
4.3 预收账款规模提升，业绩释放正当时.....	22
5 估值与盈利预测.....	24
5.1 相对估值	24
5.2 盈利预测	24
风险提示：	25
财务报表与盈利预测.....	26

图表目录

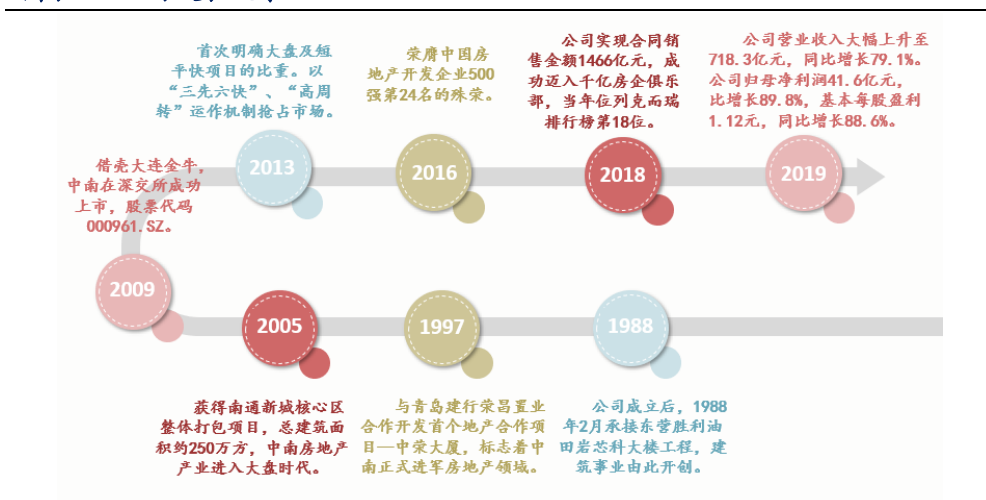
图表 1 公司发展大事记.....	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2020H1 末)	6
图表 3 中南集团业务布局.....	7
图表 4 公司历年营业收入构成 (按业务类型)	8
图表 5 两大主业毛利贡献占比	8
图表 6 两次员工持股计划梳理	8
图表 7 股权激励内容概要	9
图表 8 公司历年销售金额及其同比	10
图表 9 公司历年销售面积及其同比	10
图表 10 主流房企 2016-2019 年销售复合增速.....	10
图表 11 2019 年跟投项目中销售金额 TOP5 相关数据	11
图表 12 跟投制度设定 (2018 版)	11
图表 13 新增单项目规模逐渐小型化 (万方)	12
图表 14 公司“三三制”经营模式.....	12
图表 15 公司三级组织架构 (以江苏区域为例)	13
图表 16 2019 年公司销售金额构成 (按城市能级)	13
图表 17 2019 年公司销售面积构成 (按城市能级)	13
图表 18 2019 年公司销售金额构成 (按省份)	14
图表 19 2019 年公司销售面积构成 (按省份)	14
图表 20 截至 2020H1 末未竣工项目构成 (按城市能级)	14
图表 21 截至 2020H1 末未竣工项目构成 (按区域)	14
图表 22 在建及待建项目建面规模 TOP15 城市 (截至 2020H1 末, 单位: 万方)	15
图表 23 公司历年新增土储建面及其同比.....	15
图表 24 公司历年新增土储建面/销售面积.....	15
图表 25 公司历年新增土储构成 (分城市能级, 按建面)	16
图表 26 公司 2020H1 新增土储构成 (分方式, 按建面)	16
图表 27 公司斩获的荣誉及行业排名.....	16
图表 28 建筑板块业务规划内容	17
图表 29 建筑施工业务营收及其占比.....	18
图表 30 建筑施工业务毛利率水平.....	18
图表 31 新增政府和社会合作项目明细 (2019)	18
图表 32 建筑业务新增合同金额及其同比.....	19
图表 33 公司建筑业务未完工项目情况 (截至 2020H1)	19
图表 34 江苏省-苏州市-中南中心展示图	19
图表 35 北京市-通州区-运河核心区展示图	19
图表 36 公司有息负债规模	20
图表 37 公司历年净负债率水平	20
图表 38 公司货币资金及其对短债覆盖倍数.....	20
图表 39 公司有息负债构成 (按债务期限)	20
图表 40 公司有息负债构成 (截至 2020H1)	21
图表 41 各融资方式利率区间 (2020H1)	21

图表 42 融资成本改善.....	21
图表 43 2015 至今公司发债明细.....	22
图表 44 公司历年营业收入及其同比.....	23
图表 45 公司历年归母净利润及其同比.....	23
图表 46 各业务毛利率水平.....	23
图表 47 公司预收账款及其覆盖结算倍数.....	24
图表 48 A 股主流房企预收账款覆盖 2019 房地产业务营收.....	24
图表 49 可比公司估值表.....	24

1 公司概况：栉风沐雨、砥砺前行

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、酒店运营等组成的完整产业格局。2009年，中南建设借壳大连金牛登陆深交所，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、重庆等核心城市。目前，公司已进入内地107个城市，战略布局日渐完善。在2019年，行业销售承压的大环境中，公司实现合同销售额约1961亿元，同比增长34%，销售面积约1541万平方米，同比增长35%，位列克而瑞销售排行榜第16位。

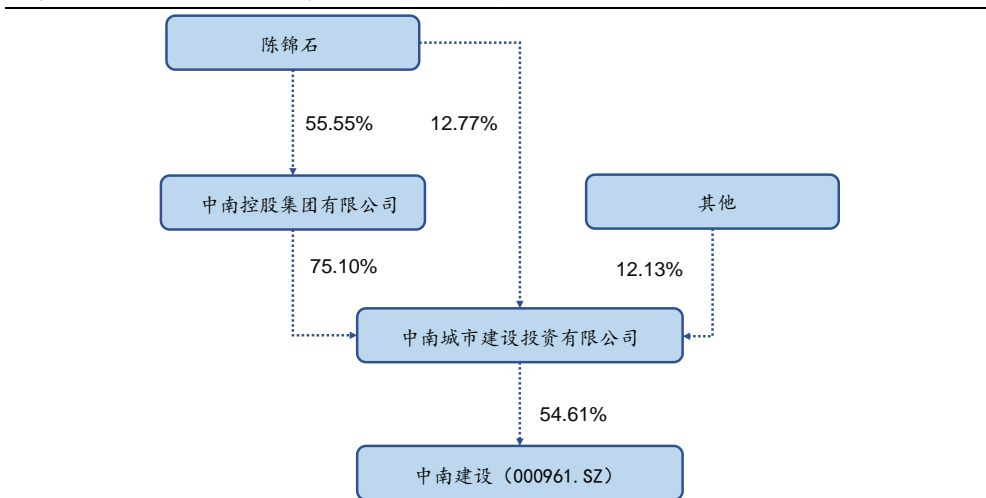
图表 1 公司发展大事记



资料来源：公司公告，华安证券研究所

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2020H1末，中南城市建设对公司持股比例约54.61%。较为稳定的股权结构，有助于公司经营风格的连续性，保持稳健发展。

图表 2 公司股权结构（截至2020H1末）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

中南集团现已形成完整的“4+1”业务布局,包括中南置地、中南建筑、中南高科、中南实业投资以及中南教育,各业务板块通过良性互动,对集团发展起到协同推进作用。目前集团业务遍及全国 26 个省、160 多个城市及澳大利亚、阿尔及利亚等海外市场。

图表 3 中南集团业务布局

美好就现在, 引领城市新生活

中南置地业务范围: 健康住宅、商业、酒店、产业地产、文化旅游

绿建先锋, 共赢城市未来

中南建投、中南建筑、中南土木、中南路桥、中南安装、中南装饰、中南园林、中南设计、中南汉葶、中南防水、中南混凝土、中南钢结构



精准定位, 开拓寻机谋发展

中南资本、中南金融、中南工业

服务中国制造业的超级平台

中南高科精品项目: 济南智造小镇、沧州产业新城等

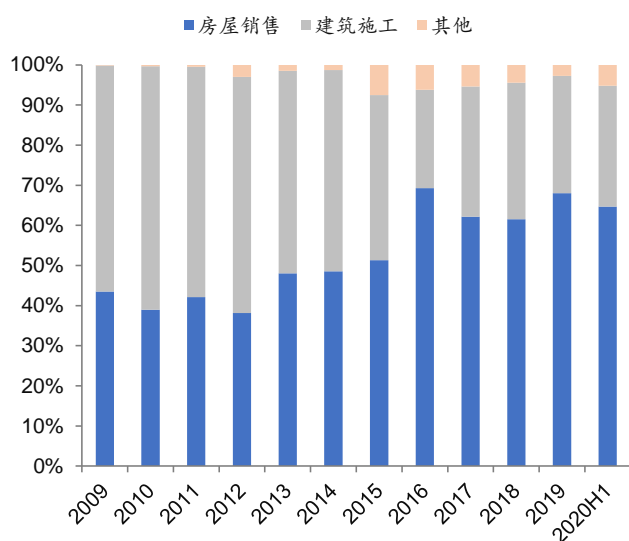
立足教育, 打造国际交流特色名片

中南教育业务范围: 海门中南东洲国际学校、海门锦雅幼儿园等

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

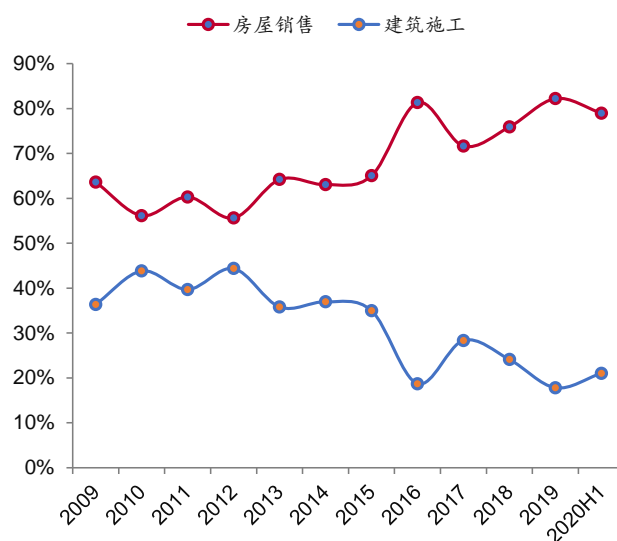
中南建设(000961.SZ)作为中南集团的上市平台,主要包括集团内中南置地和中南建筑的业务内容,以房地产开发及建筑施工为双主业。**(1) 营业收入方面:**2015年之前,建筑施工业务营收贡献占比超50%。2015年起,公司房地产业务开始发力,同年贡献比首次超五成,并于2016年达到69%,后维持在60%-70%之间。**(2) 在毛利方面:**公司房地产开发占比自2012年步入上行阶段,2016年达到81%后虽有回落但基本维持在70%以上,2019年房地产业务毛利贡献比有所回升。“房地产+建筑”双主营业务的模式下,地产板块业绩贡献表现凸出,未来有望获得公司资源倾斜,业务规模持续提升可期。

图表 4 公司历年营业收入构成 (按业务类型)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 两大主业毛利贡献占比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

注: 以 (房屋销售+建筑施工) 为基数 1

2 房地产业务: 推进快周转, 完善布局

2.1 高激励: 从员工出发, 助企业远行

两次员工持股计划: 助力长效机制构建。公司于 2015 年首次筹划推出员工持股计划, 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, 并为公司实施股权激励计划奠定基础。

图表 6 两次员工持股计划梳理

	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

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

股权激励：彰显成长信心。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业绩考核要求和个人业绩考核要求。其中，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。较高的业绩条件设定，彰显公司对未来发展的信心。

图表7 股权激励内容概要

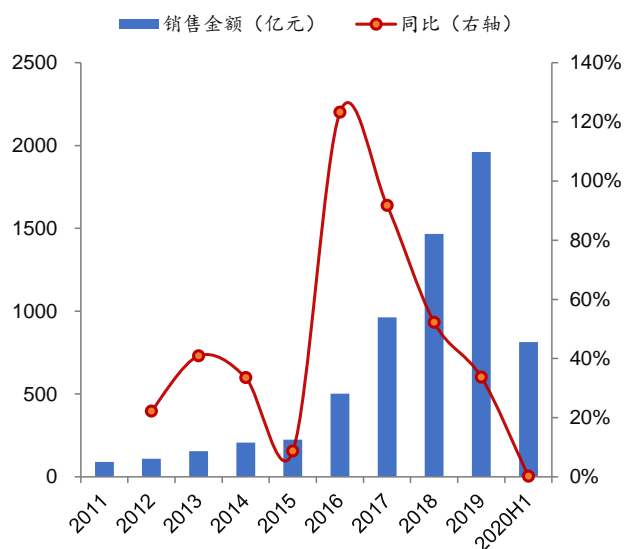
	2018年	2019年
激励总数（万份）	23260	13837
激励总数占当时总股本比例	6.27%	3.73%
期权初始行权价格	6.33元/股	8.37元/股
行权有效期	4年	5年
行权业绩条件	2018年、2019年和2020年归属上市公司 股东净利润相对2017年的增长幅度分别不 低于240%、560%和1060%	2019年、2020年和2021年归属上市公司股 东净利润相对2017年的增长幅度分别不低 于560%、1060%和1408%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 快周转：销售规模跨越提升

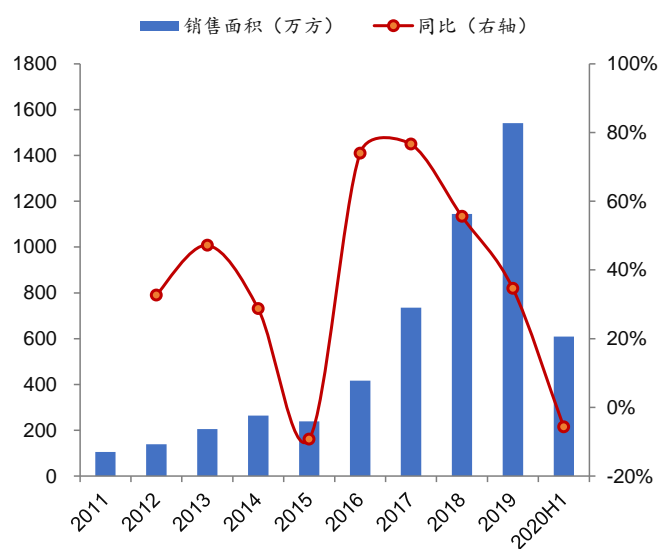
自2005年开发南通中央商务区项目开始，公司便充分挖掘自身建筑业起家的优势，采用“房地产开发+公建工程施工”相结合的打包模式进行项目获取，在大盘时代获得了大量优质项目。随着“囤地即盈利”的淡化，行业粗放发展模式渐行渐远，专业、规模、品牌等成为当下新生竞争力。公司逐步调整城市综合体大盘项目及短平快项目拿地份额；从项目设计、成本控制、产品质量、工程进度、市场营销等全方面提升公司综合经营能力。2018年，中南建设以1466亿元的销售金额迈入千亿房企行列，2019年逆势高增，销售金额达1961亿元，同比增长34%。2016-2019年销售面积、销售金额复合增速分别达55%、57%，居行业前列。受疫情影响，公司2020H1销售面积同比下降5.7%，但销售金额累计同比转正，短期冲击不改公司实现稳步增长的势头。

图表 8 公司历年销售金额及其同比



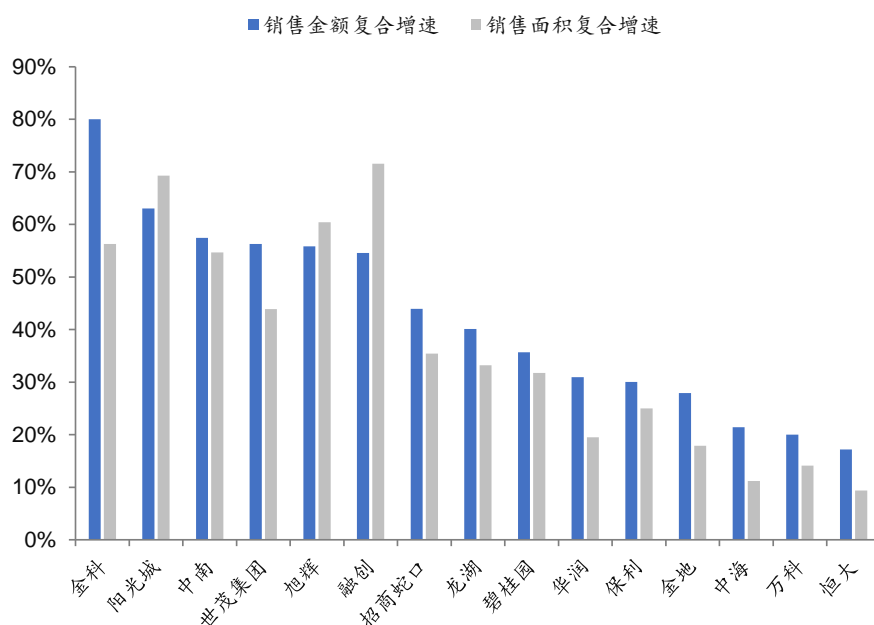
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 公司历年销售面积及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 主流房企 2016-2019 年销售复合增速



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

公司项目周转提速，主要受益于：

(一) 员工跟投：收益共享、风险共担、增强执行力。为进一步提升房地产项目运营效率和质量，将项目效益和员工收益充分绑定，公司于2016年首次试点员工跟投，跟投员工通过专门设立的有限合伙企业，与公司共同投资新增项目。2018年，公司出台全新的房地产业务跟投管理制度，明确了必须跟投人员并放宽自愿跟投人员条件，在跟投金额、收益分配、项目选择等方面进行了更详细的规定。2018年公司共有81个新项目引入跟投机制，员工跟投本金总额达2.36亿元，占跟投项目资金峰值的2.59%。

图表 11 2019 年跟投项目中销售金额 TOP5 相关数据

投资名称	投资主体	权益比例	实际投资金额 (万元)	2019 年销售金额 (亿元)	退出情况	累计开发成本 (万元)
南宁五象 紫云集	中南方	99.85%	132,261			
	跟投方	0.15%	197	30.95	离职员工有退出	130,444
	合计	100%	132,458			
昆明官渡 云镜	中南方	99.87%	225,170			
	跟投方	0.13%	297	28.08	离职员工有退出	177,681
	合计	100%	225,466			
苏州吴江 紫云花苑	中南方	94.99%	5,000			
	跟投方	5.01%	264	24.47	离职员工有退出	151,943
	合计	100%	5,264			
温州瓯海 印象-北府	中南方	98.99%	56,607			
	跟投方	1.01%	578	23.04	离职员工有退出	146,675
	合计	100%	57,185			
西安未央 上悦城	中南方	99.77%	209,064			
	跟投方	0.23%	480	21.5	离职员工有退出	173,263
	合计	100%	209,544			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 跟投制度设定 (2018 版)

	内容
跟投人员	必需跟投人员：房地产业务总部、区域公司和项目核心管理人员；自愿跟投人员：入职满 3 个月的房地产业务其他人员。
跟投范围	项目选择：可以投资公司 2017 年 1 月 1 日以后获取的独资开发销售类项目和负责操盘的合作项目，含可售商业和办公楼项目。特色小镇、城市更新项目及自持类项目，可单独讨论决定是否跟投。区域限定：区域人员只能在所在区域范围内进行跟投，项目人员可在项目所在整个区域范围内进行跟投，不可跨区域跟投。
跟投金额区间要求 (单位：万元)	必须跟投：(1) 总部：董事长、总裁、副总裁 (2.4-6)；中心负责人 (0.8-4)；投资相关负责人 (1.6-4)；(2) 区域公司：区域负责人 (8-30)；区域部门负责人 (1.6-4)；项目负责人 (16-40)；项目专业负责人 (3.2-8)；自愿跟投：(0.33-6.67)。
跟投方式	各房地产业务区域成立有限合伙企业方式作为员工跟投平台，跟投具体事宜由有限合伙企业自行确定。
跟投收益分配	跟投人员根据实际投资金额按照一定的合伙人乘数，计算权益比例，分享项目收益或分担项目风险。其中必需跟投人员合伙人乘数为 5，自愿跟投人员合伙人乘数为 3；项目投资收益分红所产生的个人所得税由跟投人自行承担，由合伙企业代扣代缴。
跟投总额上限	每个项目包含合伙人乘数之后的跟投总额须同时符合以下两个条件：1) 跟投总额≤10% 全项目资金峰值；2) 跟投总额≤20% 跟投前公司权益比例全项目资金峰值。
退出机制	项目开发运作期内，正常情况下（人员异动除外）一律不允许跟投人员转让、赎回跟投份额，待项目公司清算或回购后，跟投人员方可退出此次跟投。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(二) 小盘开发，项目周转提速。公司发展前期同时开发百万平方米以上的大盘达 10 余个，积累了大盘开发的经验。2012 年，公司充分考虑了行业政策、市场发展及

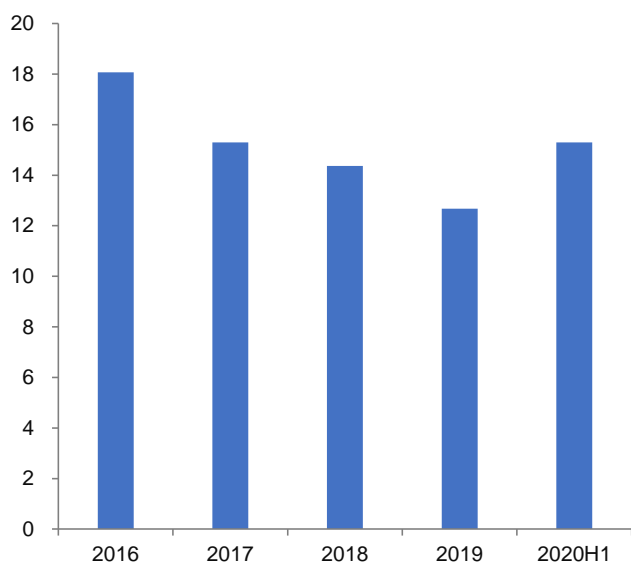
自身经营的变化,对房地产开发节点流程进行优化,逐渐形成了独特的“三先六快”、“三三制”、“七个结合”等一系列快速推盘的销售理念。

发展初期,公司选择大盘模式主要考虑到: (1) 降低不确定性: 快速发展阶段,大盘项目可以保障开发的连续性; (2) 提升管控水平: 大盘开发可减少资源分散,有利于统筹调度管理; (3) 降低土地成本: 公司在大规模的土地项目上往往具有较高的议价能力。

而随着行业的逐步发展,大盘开发模式的弊端也逐渐显现: (1) 需求端市场波动: 大盘项目通常具有较长的开发周期,不同城市对房地产市场调控存在差异;此外,城市间不同的发展步调往往也会对人口的流入流出产生较大的影响,这都会使市场需求出现波动,因此规模较大的项目不利于公司及时地把握各城市的开发节奏; (2) 供给端融资收紧: 大盘项目前期需投入资金较多,故对宽松的政策、公司的融资能力和现金流管控能力具有较高的要求。

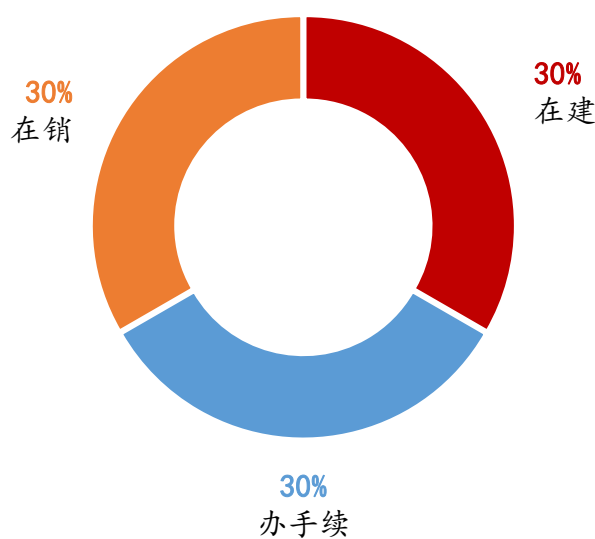
因此,公司在2012年后开始向小盘的经营模式过渡。从新增项目规模来看: 2016年,公司新增27个项目,规划建面合计488万方,单个项目规模约18.2万方,2019年新增78个项目,规划建面合计989万方,单个项目规模进一步降至12.7万方。2020H1,公司在单项目规模上有所提升,但依然维持在2017年的水平,主要是出于上半年优质地块较多及逆势拿地待销售回补时货值充裕的考虑。

图表 13 新增单项目规模逐渐小型化 (万方)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

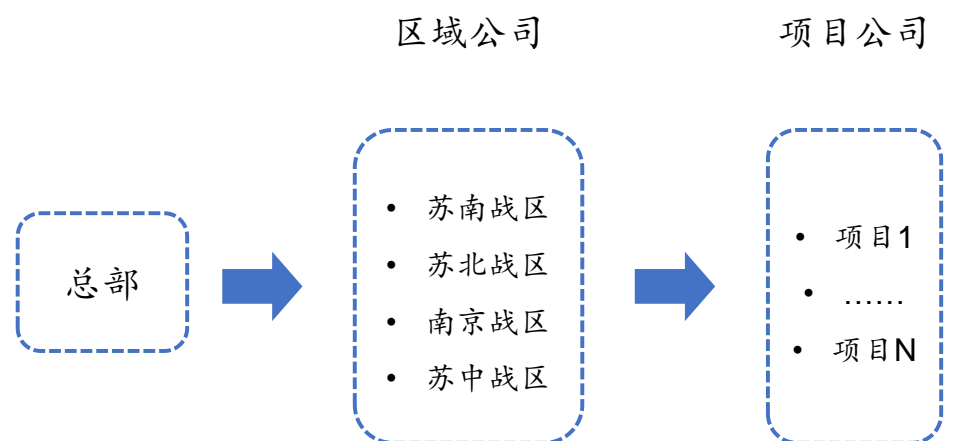
图表 14 公司“三三制”经营模式



资料来源:公司公告,华安证券研究所

(三) 组织架构“短平快”,内部合作与竞争并存。公司坚持“总部-战区-项目”的短平快管控体系,尽可能缩短上下级间隔,达到高效决策及执行的效果。公司的战区与战区之间在地缘性划分的项目上存在独立运营的关系,在特定项目上又存在竞争的可能。我们认为战区内部竞争可以为公司自发性的增速提效注入活力,战区裂变则利于公司对区域内核心城市及其卫星城的渗透。与规模化精细的组织架构相比,短平快的模式更适合“项目高周转”的中南。

图表 15 公司三级组织架构 (以江苏区域为例)



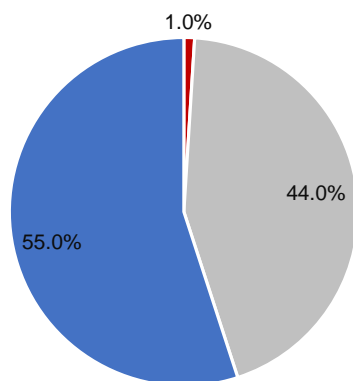
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 深布局：扎根长三角，借力强三线、增进一二线

公司通过在强三线深耕细作，积累了丰富的市场经验、树立了良好的口碑。从公司 2019 年销售构成来看：(1) 一二线销售金额、销售面积占比分别为 45%、40%，与前值基本持平；(2) 长三角区域销售金额贡献占比约 57%，其中，江苏占比约 36%。公司在巩固大本营的同时，省外拓展稳步推进。

图表 16 2019 年公司销售金额构成 (按城市能级)

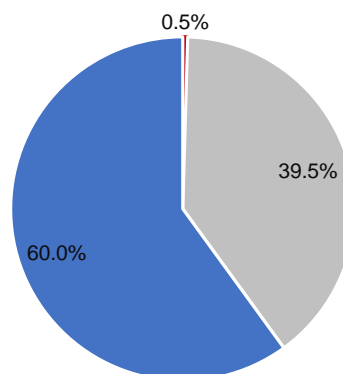
■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 2019 年公司销售面积构成 (按城市能级)

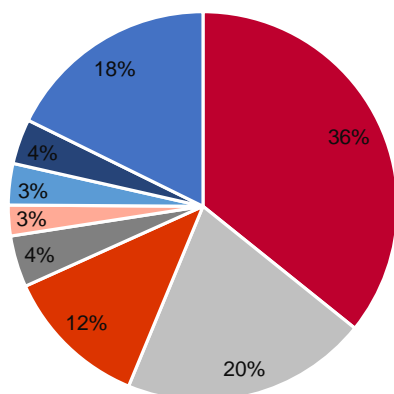
■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 2019 年公司销售金额构成 (按省份)

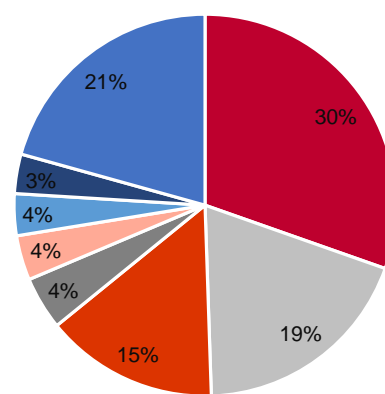
■ 江苏 ■ 浙江 ■ 山东 ■ 四川 ■ 河南 ■ 陕西 ■ 云南 ■ 其他



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 19 2019 年公司销售面积构成 (按省份)

■ 江苏 ■ 浙江 ■ 山东 ■ 四川 ■ 河南 ■ 陕西 ■ 云南 ■ 其他

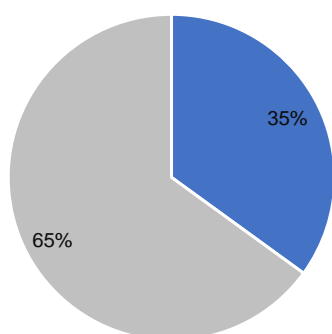


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

可竣工资源充沛, 布局持续优化。截至 2020H1 末, 公司共有 418 个项目, 在建及待建面积合计约 4411 万方。其中, 一二线占比约 35%, 三四线占比约 65%; 作为公司大本营的长三角区域占比近五成。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 20 截至 2020H1 末未竣工项目构成 (按城市能级)

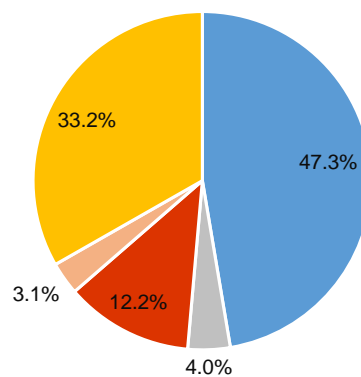
■ 一二线 ■ 三四线



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

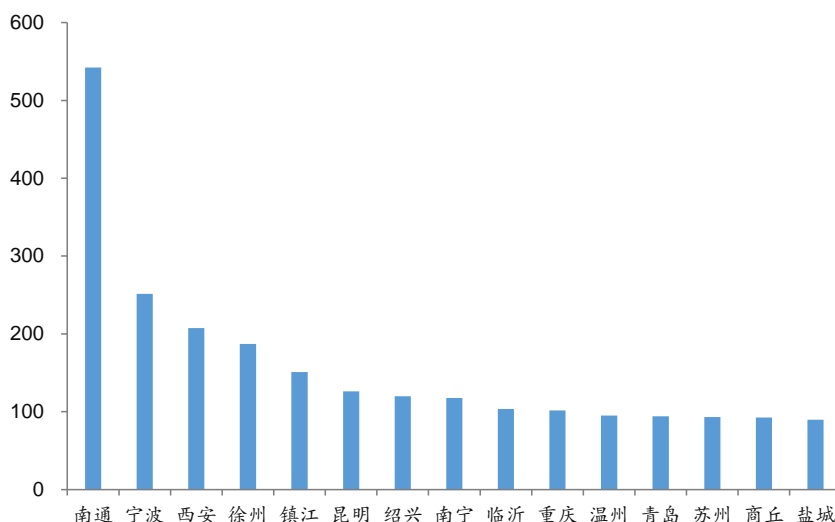
图表 21 截至 2020H1 末未竣工项目构成 (按区域)

■ 长三角 ■ 京津冀 ■ 西南 ■ 珠三角 ■ 其他



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 22 在建及待建项目建面规模 Top15 城市 (截至 2020H1 末, 单位: 万方)

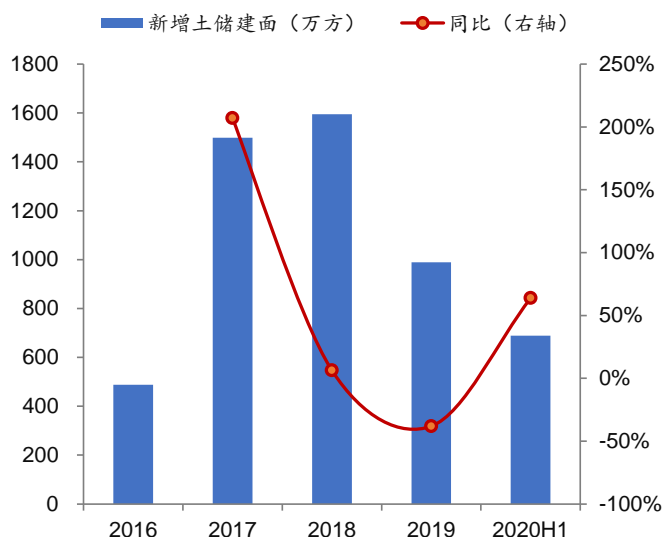


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

逆势拿地, 积极补充土储。2017 年, 随着土地市场溢价率逐步回落, 公司逆势加码, 新增 98 个项目, 合计新增土储建面 1499 万方, 同比增长 207%, 对应总地价款 627 亿元, 占当年销售金额的 65%。2018 年, 公司新增土储建面 1595 万方, 是同期销售面积的 1.4 倍。2019 年, 公司新进济南、厦门等城市, 新增土储建面合计 989 万方, 土地投资总额约 519 亿元, 拿地态度偏谨慎。2020 上半年, 公司充分将行业因素与自身发展需求结合考虑, 新增土储建面 689 万方, 同比增加 64%, 占比销售面积的 113%, 对应土地价款占比同期销售额的 37%, 逆势拿地彰显发展信心的同时, 也为公司在销售调整期储备充裕保驾护航。

图表 23 公司历年新增土储建面及其同比

图表 24 公司历年新增土储建面/销售面积



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

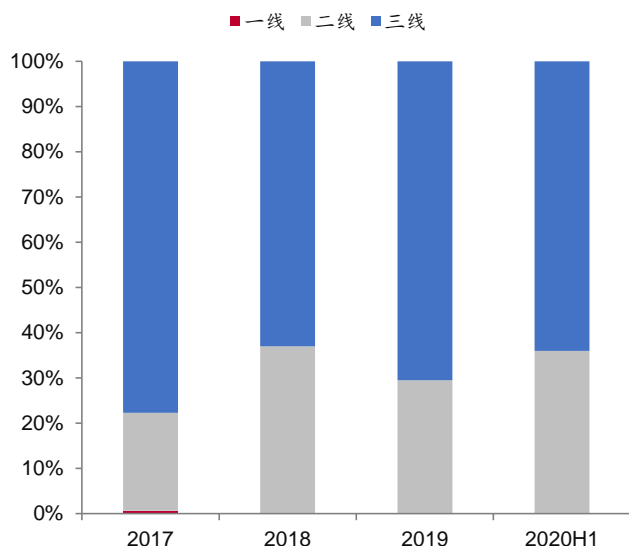


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

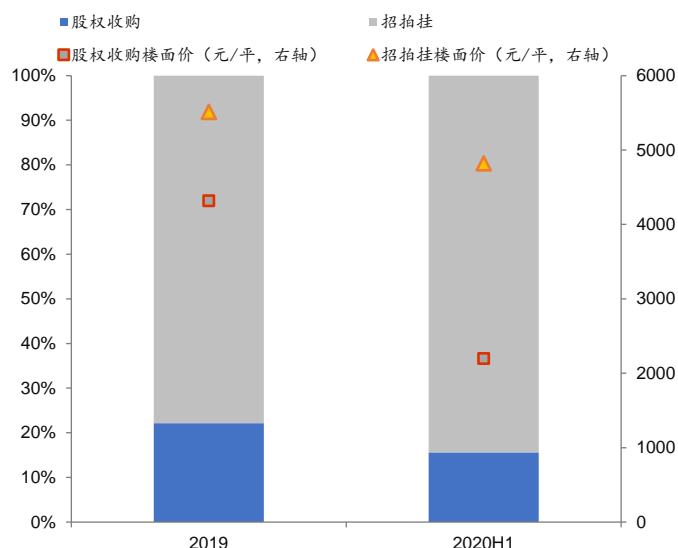
稳固强三线, 加强区域渗透。公司采取强三线为主、提升一二线的方式进行布局

扩张,符合当下自身的发展要求。与强三线相比,核心一二线城市调控更为严格、竞争更为激烈,因此核心城市对于中南并不具备短期实现深耕的条件。所以公司在试探性的布局热点城市的同时,更多的是进入并深耕宁波、济宁等一众具备升值潜力的二三线城市。招拍挂及收并购的综合运用实现稳步扩张的同时,也有助于公司对拿地成本的管控。

图表 25 公司历年新增土储构成(分城市能级,按建面) 图表 26 公司 2020H1 新增土储构成(分方式,按建面)



资料来源:公司公告,华安证券研究所



资料来源:公司公告,华安证券研究所

3 建筑施工业务:产业标准化,升级在路上

3.1 建筑板块简介

中南建筑是集“投资商、承建商、运营商”三商一体并提供“投资、设计、建造、运营”四位一体全产业链服务的大型民营建筑集团。为更好地整合资源,服务于中南新一轮大发展,2019年9月,在整合了中南集团旗下与施工板块联系紧密的12家单位(产业)后,公司成立中南建筑集团,提升建筑板块发展的竞争力。建筑集团于2012年3月获得建筑部颁发的特一级资质,并先后荣获鲁班奖、詹天佑奖等超80项国家级优质工程奖,ENR2019中国承包商第11名。

建筑集团业务涵盖投资、房建、基建3大单元;安装、装饰两大专业;钢结构、园林、设计、防水、混凝土5大特色业务。

图表 27 公司新获的荣誉及行业排名

新获荣誉
全国优秀施工企业
中国建筑业竞争力百强单位
江苏省建筑业百强企业(综合实力类)
江苏省建筑业竞争力百强单位
江苏省建筑产业现代化年度突出贡献单位
科技先进和科技创新企业
重合同、守信用企业

全国建筑业 AAA 级信用企业
企业信用评价 AAA 级信用企业
获取资质
拥有房建特级、设计甲级、市政一级、公路一级等总承包和专业资质
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
ENR2019 中国承包商 80 强第 11 名等荣誉
行业排名
2017 年荣获中国建筑企业 500 强第 8 名
中国 50 家最佳建筑承包商第 6 名
ENR2018 年全球最大 250 家工程承包商第 38 名

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 业务升级，焕发活力

建筑施工和房地产开发具有较强的联动性。近两年，公司房地产业务的快速成长为建筑施工板块带来业务规模的提升，实现了“1+1>2”的协同效应。但从历史数据看，公司房地产项目销售的波动，也导致建筑施工业务的缩量。在经历 2015 年建筑板块业绩大幅下滑后，公司意识到建筑施工业务在协同房地产开发的同时，也应保有较强的独立运营能力。于是，建筑集团开始探索由单一的施工总承包向承建 PPP 项目等方面升级的发展路径。

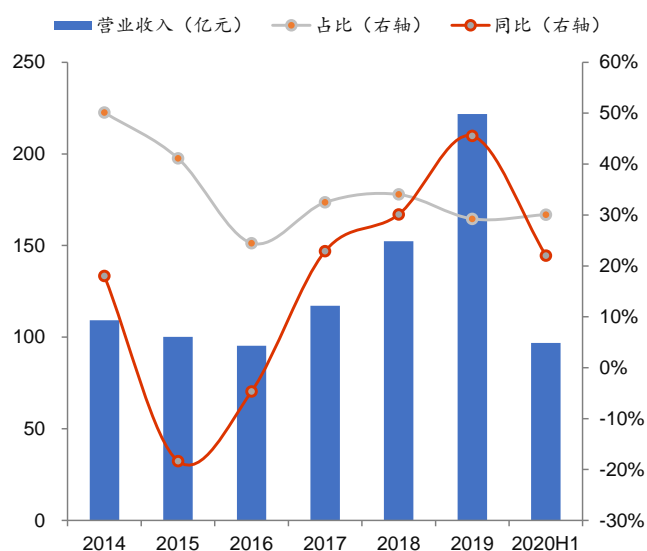
图表 28 建筑板块业务规划内容

时间	内容
2015	建筑产业公司要抓住 NPC 技术领先优势，实现传统施工向建筑现代化转型，确保 NPC 方式承接外部业务不少于 20 亿元，并组建新商业模式项目小组，加快在 BT、PPP 商业模式承接工程上有突破。
2016	建筑产业公司通过建筑产业链金融、集成商平台融资，建立 PPP 基金，重点以 PPP 模式承接综合体、大型场馆等大型公建项目，促进 PPP 项目的投资和运营。
2017	建筑产业主要是完成公司项目小微化改革落地，员工主动性，激发公司发展内生力的源泉。
2018	中南建筑新承接合同订单 400 亿元，业务结构逐步向常规业务类、基础设施与投融资业务类和 EPC 与公共建筑投资类之间 5:3:2 的比例优化。
2019	建筑业务将继续发挥自身优势，充分借助政策机会，保持平稳增长。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

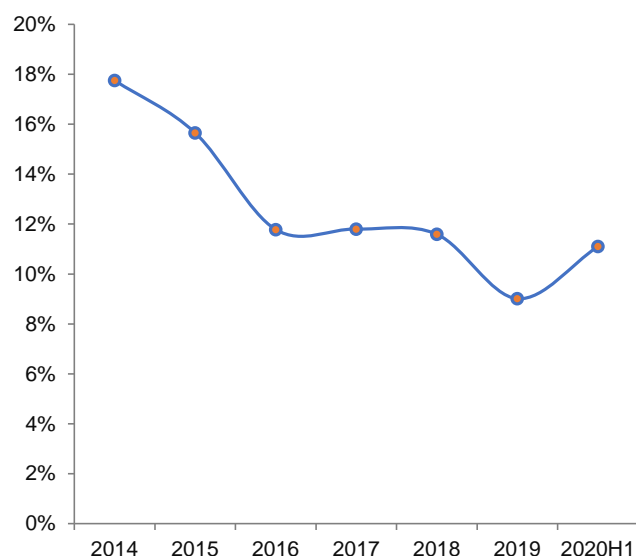
2019 年，建筑施工业务实现了 221.8 亿元的营业收入，同比增速为 45.5%，但是公司建筑施工业务的承接项目中低毛利率的房屋建筑项目占比依然较大，拉低了建筑板块整体的毛利率水平。随着公司的业务结构不断调整，非房屋建筑业务的增加或将带来建筑施工业务盈利水平的修复改善。

图表 29 建筑施工业务营收及其占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 建筑施工业务毛利率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

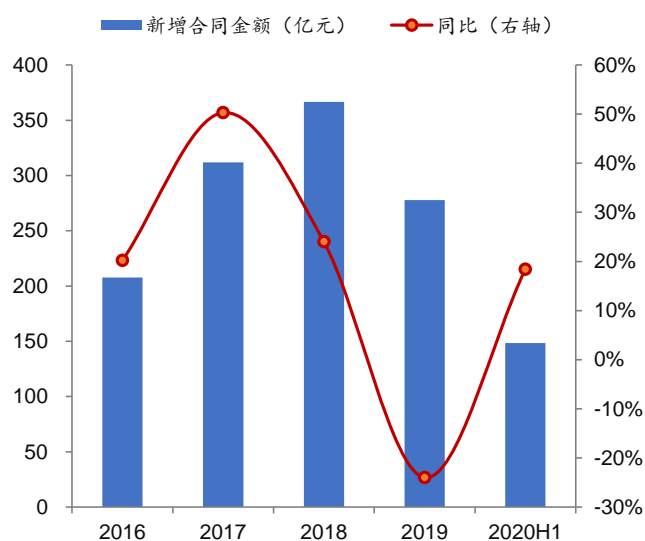
公司明确职能分工、实施片区治理、改革市场营销责任制，但受政府和社会资本合作项目更严格控制，地产政策有针对性调整，以及基数较高的影响，2019 年公司新承接（中标）项目预计合同总金额 277.8 亿元，同比减少 24%。截至 2019 年末，公司建筑施工业务合同金额 809.4 亿元，未完成部分金额 455.2 亿元。其中，PPP 项目未完工金额 74.8 亿元，占比 16.4%；住宅项目 320.5 亿元，占比 70.4%。公司 2019 年新增淮南南部次中心起步区基础设施 PPP 项目，及洛阳“四河同治”工程涧河治理工程、章贡区学校建设项目等政府和社会资本合作项目。从单项目规模来看：2019 年新增项目中，新承接（中标）预计合同额在 3 亿元以上的项目有 30 个，在新增合同额中占比 52%。

图表 31 新增政府和社会合作项目明细（2019）

时间	项目名称	预计总投资额	合作期限
2019 年 2 月	淮南南部次中心起步区基础设施 PPP 项目	26.3	建设期 3 年+ 运营期 18 年
2019 年 8 月	洛阳“四河同治”工程涧河治理工程	12.1	建设期 2 年+运营期 15 年
2019 年 11 月	章贡区学校建设项目	8.35	建设期 2 年+运营期 13 年

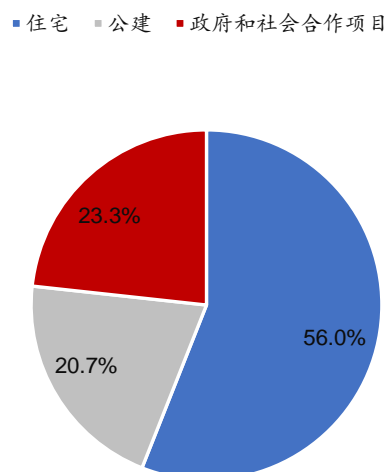
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 建筑业务新增合同金额及其同比



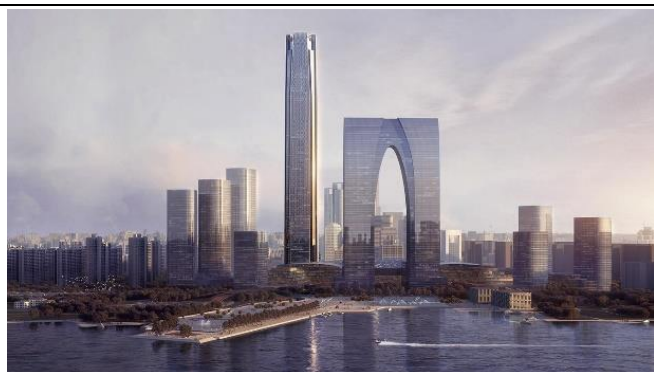
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 公司建筑业务未完工项目情况 (截至 2020H1)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 江苏省-苏州市-中南中心展示图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 35 北京市-通州区-运河核心区展示图



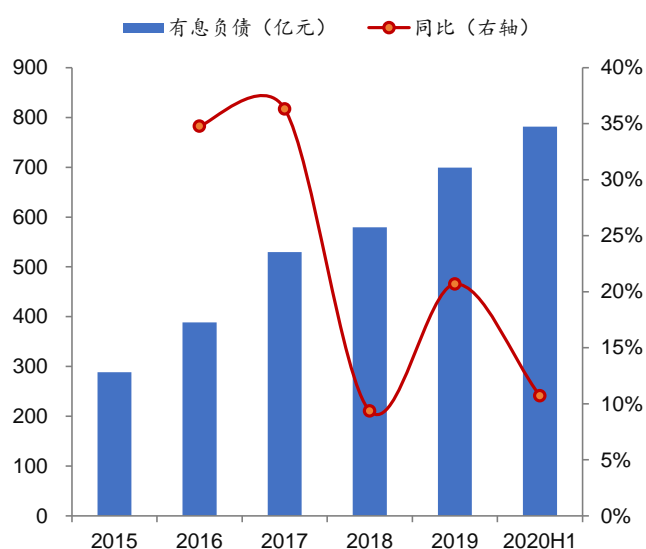
资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 债务结构优化，杠杆水平如期下行

4.1 净负债率如期回落，短偿能力增强

截至 2020 年中期末，公司有息负债 781.4 亿元，较 2019 年末增加 10.7%，扣除货币资金后的有息负债合计约 500 亿元。2016 年前，公司有息负债规模的提升推动净负债率水平攀升，2017 年净负债率达 233%。值得注意的是，自 2018 年以来，随着有息负债规模的增加，公司净负债率出现持续改善。截至 2020H1 末，公司的净负债率降至 147%，原因在于公司对现金流管控能力的不断增强及净资产规模的逐步提升。

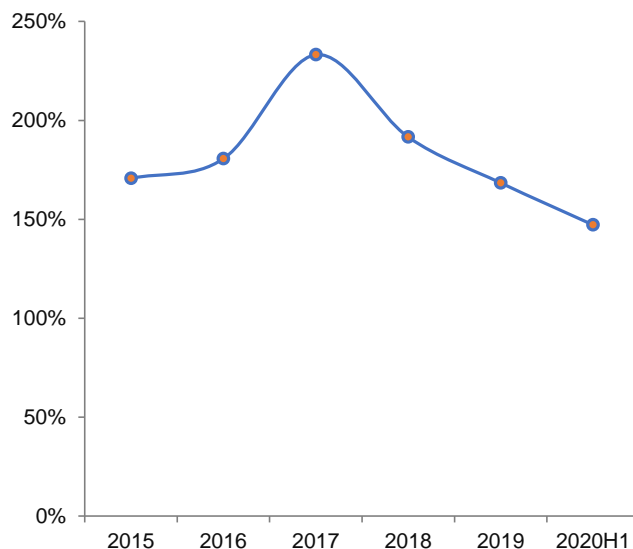
图表 36 公司有息负债规模



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2020H1 基数为 2019 年末

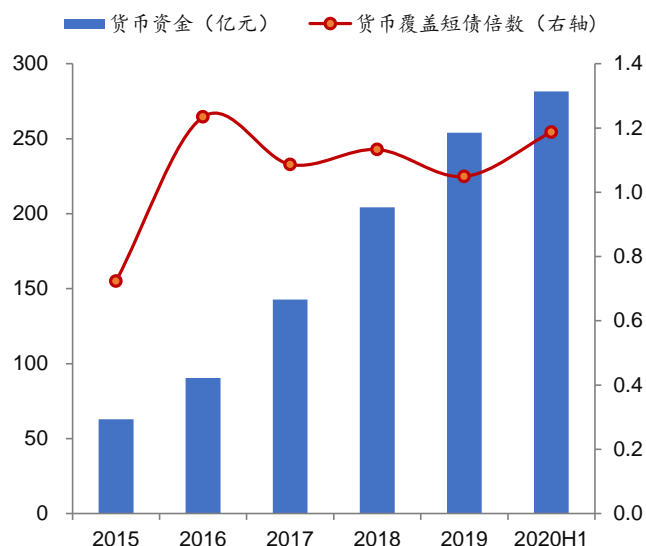
图表 37 公司历年净负债率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

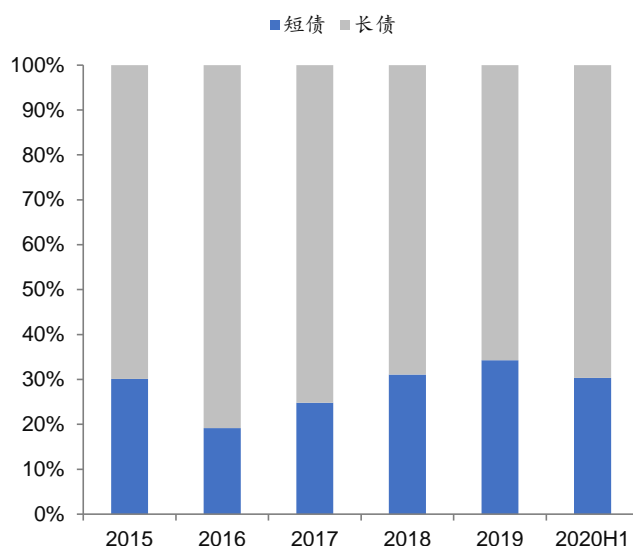
长短期债务结构调整，短债偿付能力提升：公司短期债务占比由 2014 年的 58.3% 下行至 2020H1 末的 30.3%，相应长期债务比近几年维持在 70% 左右。长短期债务比的调整，有效缓解公司短期的偿债压力。叠加公司 2020H1 末货币资金达 282 亿元，较 2019 年末增长 27 亿元，同比增加 13%，货币覆盖短债倍数提升至 1.2 倍，短债偿付能力提升。

图表 38 公司货币资金及其对短债覆盖倍数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 公司有息负债构成 (按债务期限)



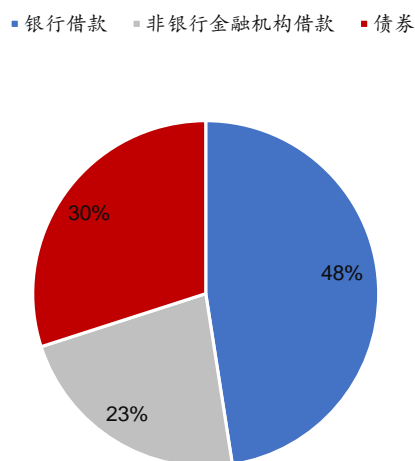
资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 融资结构优化，成本改善

截至 2020 年中期末，公司有息负债中银行贷款余额 371.5 亿元，占比 47.5%，较 2019 年末下降约 7.8 个百分点，但依然作为公司主要的融资方式。公司抓住上半年的

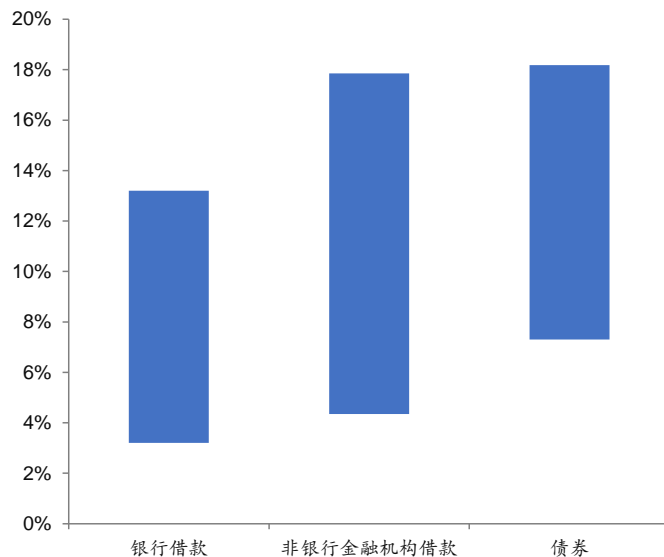
融资窗口期，债券、票据等债务融资工具融资余额占比接近 30.0%，较去年末提升 12.3 个百分点，合计余额约 234 亿元；其他借款合计占比约 22.5%，有所下降。银行贷款作为主要的融资方式，一方面有助于公司对综合融资成本的管控，另一方面彰显公司良好的信用水平。

图表 40 公司有息负债构成 (截至 2020H1)



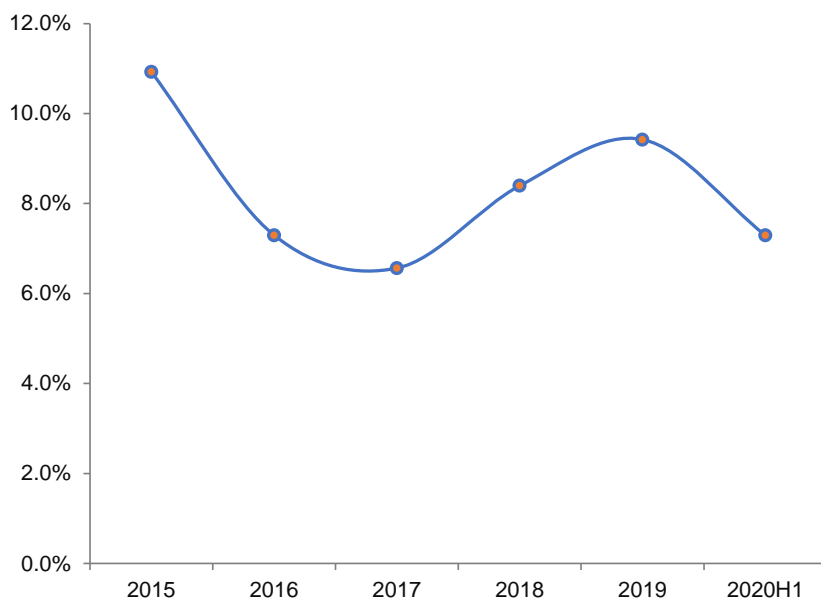
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 各融资方式利率区间 (2020H1)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 融资成本改善



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 43 2015 至今公司发债明细

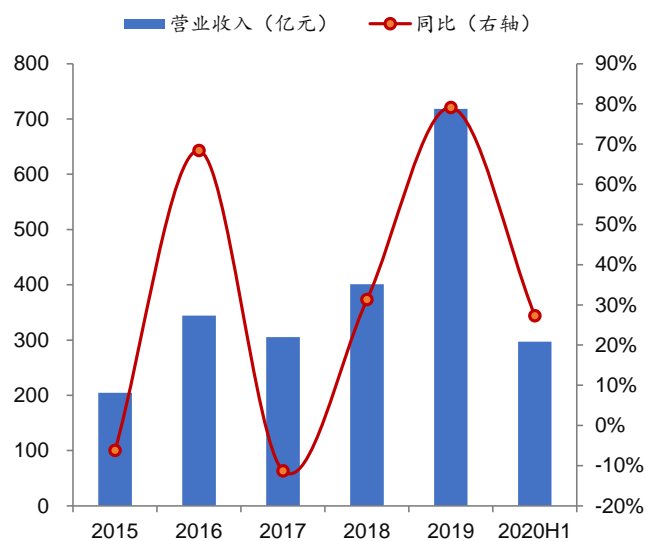
债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (当期)
102001655.IB	20 中南建设 MTN002	一般中期票据	2020-08-26	2024-08-26	18	7.2
012002991.IB	20 中南建设 SCP001	超短期融资债券	2020-08-25	2021-05-22	6	6.85
102001261.IB	20 中南建设 MTN001	一般中期票据	2020-06-23	2024-06-23	12	7.2
138689.SZ	中南 20 次	证监会主管 ABS	2020-04-28	2022-04-28	2	0
138688.SZ	中南 20 优	证监会主管 ABS	2020-04-28	2022-04-28	20	7
149050.SZ	20 中南 01	一般公司债	2020-03-06	2024-03-06	8	6.8
149051.SZ	20 中南 02	一般公司债	2020-03-06	2025-03-06	9	7.4
112997.SZ	19 中南 03	一般公司债	2019-11-22	2023-11-22	10	7.6
114506.SZ	19 中南 02	私募债	2019-06-27	2023-06-27	11.8	7.8
081900011.IB	19 中南建设 ABN001 次	交易商协会 ABN	2019-01-11	2021-01-11	2	0
081900010.IB	19 中南建设 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2019-01-11	2021-01-11	20	7.5
114412.SZ	18 中南 01	私募债	2018-12-04	2021-12-04	20	7.99
101800495.IB	18 中南建设 MTN001	一般中期票据	2018-04-24	2021-04-24	10	7.8
031800024.IB	18 中南建设 PPN001	定向工具	2018-01-18	2021-01-18	3	7.5
112630.SZ	17 中南 02	一般公司债	2017-12-28	2021-12-28	5	7.6
112619.SZ	17 中南 01	一般公司债	2017-12-14	2022-12-14	10	7.5
118899.SZ	16 中南 03	私募债	2016-09-29	2021-09-29	7	6.5
112418.SZ	16 中南 02	一般公司债	2016-07-27	2021-07-27	12	7.3
118649.SZ	16 中建 01	私募债	2016-04-26	2019-04-26	15	7.5
112325.SZ	16 中南 01	一般公司债	2016-01-22	2021-01-22	10	7.8
116095.SZ	中南 1 次	证监会主管 ABS	2015-12-30	2020-11-26	0.5	0
116093.SZ	中南 1 优 4	证监会主管 ABS	2015-12-30	2019-11-26	1.05	7
116092.SZ	中南 1 优 3	证监会主管 ABS	2015-12-30	2018-11-26	0.95	6.5
116094.SZ	中南 1 优 5	证监会主管 ABS	2015-12-30	2020-11-26	1.15	7.4
116090.SZ	中南 1 优 1	证监会主管 ABS	2015-12-30	2016-11-26	0.9	5.5
116091.SZ	中南 1 优 2	证监会主管 ABS	2015-12-30	2017-11-26	0.95	6.2
118443.SZ	15 中南 03	私募债	2015-12-10	2020-12-10	15	7.8
118387.SZ	15 中南 02	私募债	2015-10-20	2020-10-20	15	7.8
101575013.IB	15 中南建设 MTN002	一般中期票据	2015-08-28	2020-08-28	24	7.5
118345.SZ	15 中南 01	私募债	2015-08-25	2018-08-25	25	7.8
101575007.IB	15 中南建设 MTN001	一般中期票据	2015-06-26	2020-06-26	12	7.5
031576004.IB	15 中南建设 PPN001	定向工具	2015-06-05	2018-06-05	10	7.8

资料来源: wind, 华安证券研究所

4.3 预收账款规模提升, 业绩释放正当时

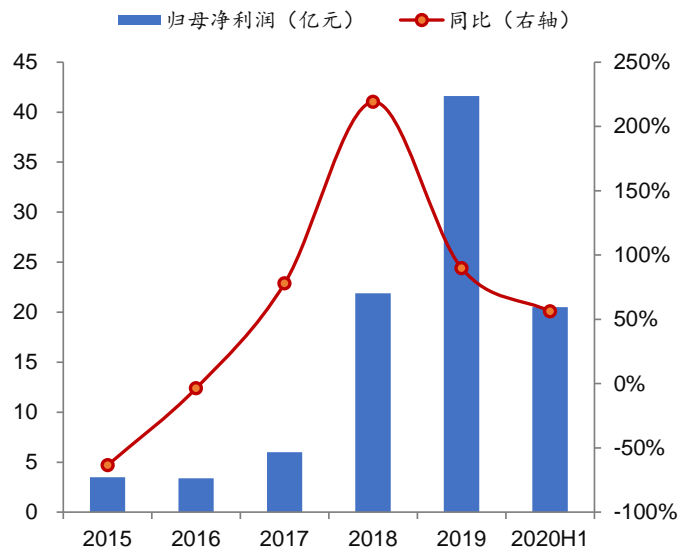
公司营业收入在 2017 年出现负增长, 主要原因为来自于 2017 年公司房地产项目结算规模受到 2015 年销售水平的影响 (2015 年公司销量同比增速为 -9.3%)。自 2016 年起, 公司销量大幅提升后, 2018、2019 年营业收入规模实现快速增长, 同比分别为 31.3%、79.1%。归母净利润在经历 2016 年低谷后, 2017 年开始回升, 2017-2019 年同比增速分别达 78.0%、219.1% 和 89.8%。归母净利润增速高于营收的原因在于, 2018 年结算多来自于 2016 年行业回暖后的销售项目, 房地产业务毛利率的回升带动综合盈利水平持续修复。

图表 44 公司历年营业收入及其同比



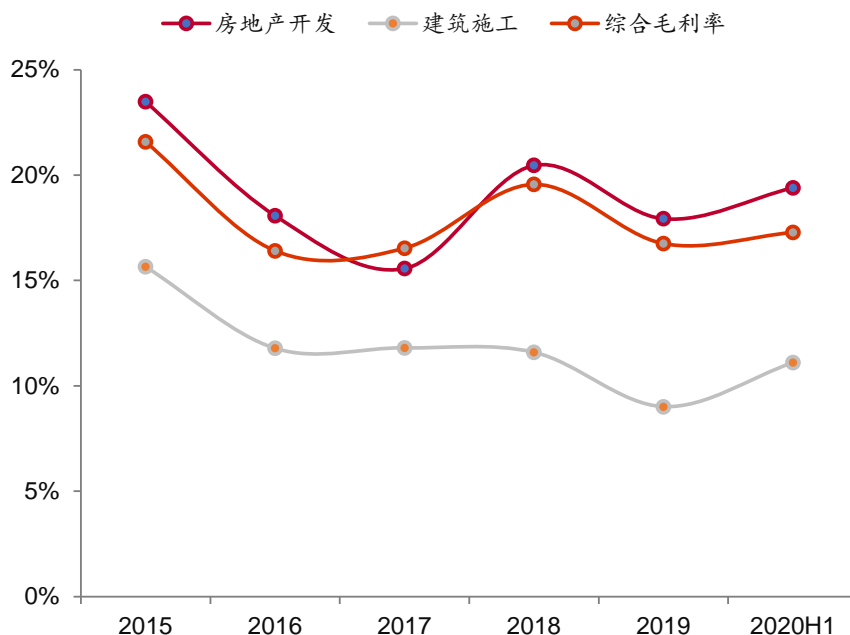
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 45 公司历年归母净利润及其同比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

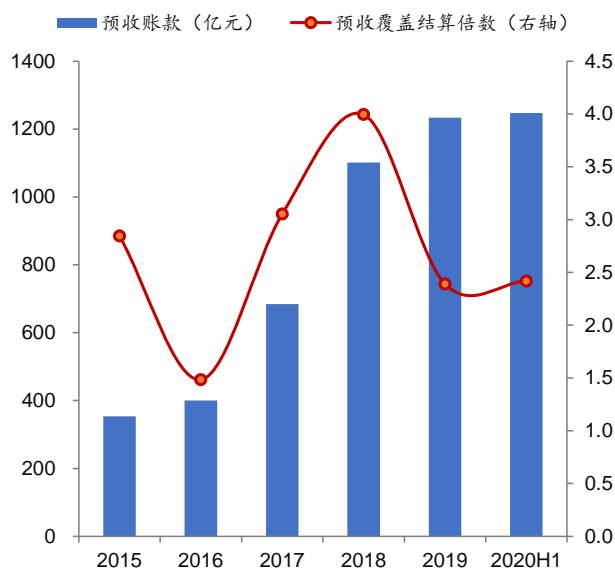
图表 46 各业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

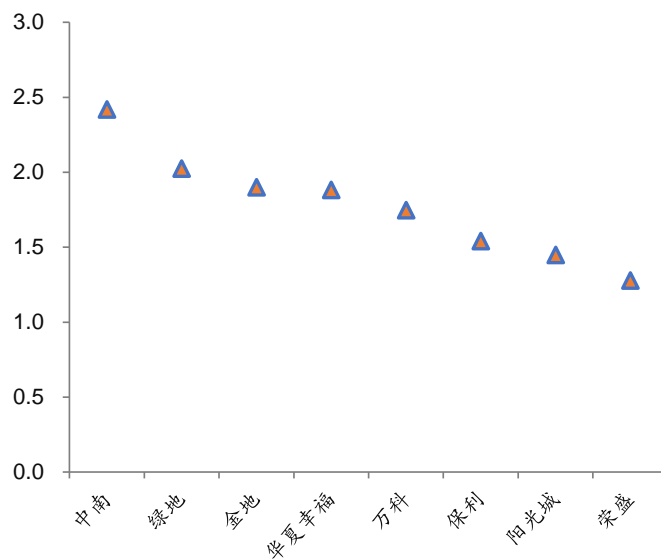
随着 2016 年开始商品房销量的大幅提升, 公司预收账款规模随之增长, 2017 年预收账款达 684.3 亿元, 同比 70.9%; 2018 年大幅增至 1101.2 亿元, 同比增加 60.9%。截至 2020H1 末, 公司合并报表范围内已售未结的合同负债达 1247.5 亿元, 覆盖 2019 年房地产业务结算收入约 2.4 倍, 业绩释放有保障。

图表 47 公司预收账款及其覆盖结算倍数



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 48 A 股主流房企预收账款覆盖 2019 房地产业务营收



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

注: 预收账款为 2020H1 末数据

5 估值与盈利预测

5.1 相对估值

我们将中南建设的发展特点进行归纳总结,并在行业内寻找合适的可比公司:1、深耕长三角,区域向全国扩张;2、土储以核心都市圈、热点城市周边的强三线为主;3、项目执行力强,快周转,近两年销售规模大幅提升。通过比较,我们选取阳光城、金科股份、蓝光发展作为可比公司进行相对估值。

图表 49 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
000961.SZ	中南建设	9.31	351.9	1.89	2.41	2.87	4.93	3.86	3.24
000671.SZ	阳光城	7.64	312.8	1.29	1.64	1.95	5.92	4.66	3.92
600466.SH	蓝光发展	5.33	161.8	1.62	1.98	2.26	3.29	2.69	2.36
000656.SZ	金科股份	9.54	509.4	1.33	1.64	1.97	7.17	5.82	4.84

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 收盘价及市值对应 2020 年 9 月 24 日数据

5.2 盈利预测

公司 2016-2019 年销售规模大幅提升,当前业绩已步入释放期。股权激励较高的业绩考核条件彰显公司对未来发展的信心。公司通过项目规模小盘化、高激励与跟投机制、短平快的组织架构,积极推动高周转的开发战略,叠加坚持大众主流住宅产品的定位,适应当下行业发展趋势。建筑板块协同房地产开发的同时,积极探索业务升级。多元化的融资渠道助力公司负债结构的持续优化、融资成本改善及净负债率的下行。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.89、2.41、2.87 元/股,相对当前股价 PE 为

4.9、3.9、3.2 倍。首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：

销量不达预期，重点布局城市调控政策趋严，融资成本上行，负债率水平提升等。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	71831	101696	126836	148705
% 同比增速	79%	42%	25%	17%
营业成本	59802	84305	104345	121707
毛利	12029	17391	22492	26998
% 营业收入	17%	17%	18%	18%
税金及附加	1878	3001	3601	4278
% 营业收入	3%	3%	3%	3%
销售费用	1463	2254	2776	3231
% 营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	3216	5278	6444	7460
% 营业收入	4%	5%	5%	5%
研发费用	1	1	1	2
% 营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	675	735	845	917
% 营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-267	0	0	0
信用减值损失	-479	0	0	0
其他收益	108	249	292	330
投资收益	2092	3966	4059	4312
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	51	0	0	0
资产处置收益	9	-14	-6	-12
营业利润	6309	10324	13168	15742
% 营业收入	9%	10%	10%	11%
营业外收支	-154	0	0	0
利润总额	6155	10324	13168	15742
% 营业收入	9%	10%	10%	11%
所得税费用	1532	2802	3410	4116
净利润	4623	7522	9758	11626
% 营业收入	6%	7%	8%	8%
归属于母公司的净利润	4163	7150	9109	10855
% 同比增速	90%	72%	27%	19%
少数股东损益	459	372	649	771
EPS (元/股)	1.10	1.89	2.41	2.87

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.10	1.89	2.41	2.87
BVPS	5.67	7.57	9.98	12.85
PE	9.58	4.92	3.86	3.24
PEG	0.11	0.07	0.14	0.17
PB	1.86	1.23	0.93	0.72
EV/EBITDA	13.95	11.14	7.72	5.79
ROE	19%	25%	24%	22%
ROIC	4%	5%	6%	7%

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	25410	27317	29872	35129
交易性金融资产	1521	1521	1521	1521
应收账款及应收票据	13120	15603	19460	22815
存货	165587	230973	285876	333443
预付账款	6015	8480	10496	12242
其他流动资产	40782	54476	66207	76579
流动资产合计	252435	338369	413433	481730
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	13486	13486	13486	13486
投资性房地产	4419	4676	4956	5216
固定资产合计	3267	3465	3663	3861
无形资产	667	801	890	990
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	2135	2135	2135	2135
其他非流动资产	14156	14129	14100	14071
资产总计	290571	377065	452666	521494
短期借款	13082	13082	13082	13082
应付票据及应付账款	34790	49046	60704	70805
预收账款	123359	174648	217824	255380
应付职工薪酬	1240	1748	2164	2524
应交税费	4576	6478	8080	9473
其他流动负债	39369	50364	59356	67147
流动负债合计	216417	295367	361210	418411
长期借款	36006	36006	36006	36006
应付债券	10356	10356	10356	10356
递延所得税负债	578	578	578	578
其他非流动负债	391	391	391	391
负债合计	263748	342698	408541	465742
归属于母公司的所有者权益	21439	28612	37721	48576
少数股东权益	5383	5756	6405	7176
股东权益	26823	34367	44125	55751
负债及股东权益	290571	377065	452666	521494

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	8196	-1317	1908	4374
投资	-6385	-209	-209	-209
资本性支出	-7833	-551	-492	-510
其他	837	3966	4059	4312
投资活动现金流净额	-13381	3206	3358	3593
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2761	23	0	0
银行贷款增加 (减少)	52311	0	0	0
筹资成本	-6990	-5	-2711	-2711
其他	-40023	0	0	0
筹资活动现金流净额	8059	18	-2711	-2711
现金净流量	2857	1907	2556	5257

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。