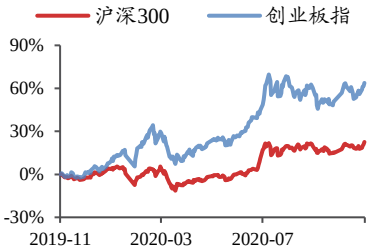
2020 年 11 月 06 日

开源晨会 1106

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	5.32
汽车	5.09
电气设备	3.52
钢铁	3.14
房地产	2.47

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.41
休闲服务	-0.34
国防军工	-0.14
医药生物	0.37
采掘	0.74

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】经济的一面镜子——2020 三季报深度分析——投资策略专题-20201105

从动态的角度来看，银行的后周期属性决定了随着经济复苏，资产质量改善将带来业绩的确定性修复。

【固定收益】可转债重点行业 2020 年三季报梳理分析——事件点评-20201105

考虑到三季度海外疫情尚未得到有效控制，具有较强研发实力以及生产能力的医药类公司实现了收入、利润的双提升

【固定收益】国内大型水泥骨干企业——冀东转债申购价值分析——固定收益组可转债新券报告-20201104

公司 2019 年实现总营收 345.07 亿元，同比上升 9.73%；归母净利润 27.01 亿元，同比上升 41.86%。公司在第三季度销售水泥和熟料共计 3472 万吨，单季度实现营业收入 109.01 亿元，同比增长 6.50%；归母净利润 10.94 亿元，同比增长 9.39%，盈利能力逐步回升。

行业公司

【非银金融】经纪和投行快速增长，政策利好驱动 ROE 上行——上市券商 2020 年 3 季报综述-20201104

经纪和投行快速增长，政策利好驱动 ROE 上行

【非银金融】NBV 增速有所放缓，开门红保费增速改善可期——行业点评报告-20201104

经济复苏持续下，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，看好保险股投资机会。受益标的：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。

【通信】基站建设伪停止，集采有望开启通信估值与业绩齐飞——行业点评报告-20201104

随着中国移动和中国广电共建共享 700MHz 5G 基站加速推进，新一轮集采放量在即，5G 从可用到好用更进一步，5G 终端加速普及，通信公司估值与业绩有望双升，基金公司持仓通信有望触底回升，我们对通信行业维持“看好”评级。

【计算机】工业互联网深度报告：工业乘软件腾飞，千亿市场加速开启——行业深度报告-20201105

受益“新基建+工业 4.0”，工业互联网行业迎来快速发展期

【房地产：中南建设(000961.SZ)】高成长风华正茂，快周转提速增效——公司首次覆盖报告-20201105

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。

研报摘要

总量研究

【策略】经济的一面镜子——2020 三季报深度分析——投资策略专题-20201105

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

复盘：疫情中的“赢家”和“输家”

疫情中的“赢家”里，黄金和医疗器械仍然因为疫情的“加持”而向好，化学制药和互联网传媒业绩增速已经下滑，疫情所带来的“红利”逐步消失。黄金的核心驱动力金价在 8 月底之后逐渐回落，医疗器械仍然受益于海外疫情的蔓延，北半球进入冬季后疫情控制更加困难，进一步支撑了其受益于疫情的逻辑；疫情中“输家”大部分逆袭，其中线下消费、交通运输和银行是主角，上述三个行业在三季报中，净利润和营收同比增速都开始“爬出深坑”。可选消费、出口、制造业投资链条中的部分行业改善尤其亮眼，增速超越了 2019 年同期。

经济“动能切换”的微观验证

三季报支持了出口和消费具有明显优势的假设，结合我们在三季报点评中所做的梳理，基建和地产产业链业绩增速有所趋缓，可以推测“动能切换”确实在发生。宏观经济上，在基建和房地产开发投资被一致认为将逐步弱化之后，出口、消费的超预期成为了经济中可以被寄予希望的焦点，我们从上市公司这一微观层面去验证是否存在“动能切换”的可能性，经过分组之后我们发现，出口依赖型行业及公司的营收增速高于非出口依赖型，出口型行业净利润增速高于非出口型行业，出口占比高的公司修复斜率高于出口占比低的公司。消费类行业三季度的营收改善幅度最大，行业内部“稳中有升，向下有底”，汽车、家电、家具、线下消费仍然是持续明显改善较好的行业。

“大比小好”的格局中辨别经济的“强”与“弱”

整体上市公司仍在加快资本开支，但加速度有所趋缓，一定程度反应企业视角对未来增长趋于谨慎。大多数行业的净利润增速依然维持“大比小好”的格局，这可能会加强一种“经济弱复苏”的认知。通常而言，在弱复苏需求恢复有限的情况下，龙头可以利用其品牌溢价、渠道优势、成本管控能力抢占份额和维持毛利率，从而业绩弹性较好，相反而言，当面临强复苏时，尾部企业也能够享受毛利提升的红利。目前，少数小型企业占优的行业尚集中在电子、机械设备、新能源中，仍是相对与经济弱关联而维持高景气的行业，经济复苏尚在推进中。

不论经济强弱，都要重视性价比

我们提出一种简单的观察当期的业绩与对未来的预期匹配程度的方法，前者利用 2020Q3 相对于历史均值的变异系数，后者用价格隐含增长率，以散点图与中报时的情况进行对比：第一象限属于好而不贵，业绩改善的有公用事业；第二象限属于便宜而有“问题”的行业，但其中建筑装饰、交通运输改善明显；第三象限属于有问题也不便宜，休闲服务、化工改善很大；第四象限是理所当然的好学生，注意其中电子、通信增速优势略有减弱。从动态的角度来看，银行的后周期属性决定了随着经济复苏，资产质量改善将带来业绩的确定性修复。

风险提示：统计误差。

【固定收益】可转债重点行业 2020 年三季报梳理分析——事件点评-20201105

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

研究转债发行数量较多的 27 个行业

截至 2020 年 11 月 3 日，存量可转债 328 只(含已发行未上市的转债)，其中，债券余额大于 1 亿元的有 314 只(含已发行未上市的转债)并分属于 74 个二级行业。这 74 个行业中，有 27 个行业的转债只数大于等于 5，包括汽车零

部件、化学制品、计算机应用、专用设备、银行Ⅱ等行业。本文将这 27 个行业视为可转债重点行业。

营业收入同比增长：家用轻工、汽车零部件、白色家电的提升幅度大

2020Q1-3 营业收入同比增速前 5 名的行业分别为医疗器械、稀有金属、电源设备、专用设备、电气自动化设备。2020Q3 营收同比增长最多的前 5 名为医疗器械、通用机械、电源设备、专用设备和汽车零部件。2020 年第三季度营收同比增速较第二季度提升幅度最大的前 5 名分别是家用轻工（21.01pct）、汽车零部件（20.25pct）、白色家电（13.58pct）、医药商业（10.60pct）、电源设备（8.96pct）。

归母净利润同比增长：稀有金属、光学光电子、电气自动化设备的提升幅度大

2020Q1-3 归母净利润同比增速前 5 名的行业分别为医疗器械、通用机械、电源设备、电气自动化设备、电子制造。2020Q3 归母净利润同比增速最高的 5 个行业是稀有金属、通用机械、医疗器械、光学光电子和电气自动化设备。2020Q3 单季度归母净利润同比增长的提升幅度前 5 分别是稀有金属（570.16pct）、光学光电子（166.06pct）、电气自动化设备（97.51pct）、钢铁Ⅱ（74.72pct）、汽车零部件（49.90pct）。

盈利指标：家用轻工、造纸、白色家电 ROE 改善，服装家纺、稀有金属、造纸毛利率有提高

2020Q3ROE 排名前 5 名的为医疗器械、白色家电、电子制造、元件Ⅱ和电力。2020Q3 ROE 比 Q2ROE 高的前 5 分别是家用轻工（1.03pct）、造纸（0.83pct）、白色家电（0.79pct）、光学光电子（0.79pct）、工业金属（0.78pct）。

2020Q3 销售毛利率前 5 分别为医疗器、化学制药、中药、服装家纺、电气自动化设备。2020Q3 毛利率改善明显的分别是服装家纺（12.86pct）、稀有金属（2.29pct）、造纸（1.95pct）、工业金属（1.92pct）、化学制药（1.6pct）。

总结：具有顺周期特征的行业盈利改善更加明显

综合观察，三季度医疗器械行业延续上半年的强势表现，考虑到三季度海外疫情尚未得到有效控制，具有较强研发实力以及生产能力的医药类公司实现了收入、利润的双提升；汽车零部件、稀有金属、光学光电子、电气自动化、工业金属、电源设备等具备顺周期特征的行业的盈利改善明显；家用轻工、白色家电的营业收入和归母净利润增速环比改善，显示下游需求正在逐步回暖，随着国内疫情的持续控制，这些可选消费板块的盈利仍存在较大的修复空间。

风险提示：二次疫情蔓延；经济增长不及预期；海外市场波动加剧

【固定收益】国内大型水泥骨干企业——冀东转债申购价值分析——固定收益组可转债新券报告-20201104

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

国内大型水泥骨干企业

公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一、中国北方最大的水泥生产厂商。2019 年年报显示，公司水泥业务收入占总营收的 79.53%，熟料业务收入占比 9.45%，危废固废处置业务收入占比 4.66%。公司 2019 年实现总营收 345.07 亿元，同比上升 9.73%；归母净利润 27.01 亿元，同比上升 41.86%。公司在 2020 年第三季度销售水泥和熟料共计 3472 万吨，单季度实现营业收入 109.01 亿元，同比增长 6.50%；归母净利润 10.94 亿元，同比增长 9.39%，盈利能力逐步回升。

京津冀地区下游需求回暖，公司区域与产能优势明显

2020 年中报显示，水泥业务占公司总营收的 80%，主要销售区域为华北地区（北京、天津、河北、山西及内蒙）。在雄安新区为代表的重大工程项目持续开展、以及“蓝天保卫战”环保行动正处收官阶段的双重作用下，预计京津冀地区供给边际维持趋紧，区域供需格局的持续改善有利于水泥区域价格的上涨。2020 年 1-9 月，京津冀地区固定资产投资累计同比分别增长 1.8%、1.3%和 1.7%，公司在京津冀地区的下游需求持续回暖，经营情况有望持

进一步改善。2019 年公司产能规模位居全国第三，公司实施“巩固华北、挺进东北、开拓西北”的发展战略，完成与金隅集团的两次重大资产重组后，水泥产能达到 1.7 亿吨，熟料产能提升至 1.17 亿吨，产能优势明显。

预计上市价格中枢约 115.52 元

参考相近行业、相似评级的交科转债（评级 AA+、规模 25 亿元，平价 100 元对应转债价格 114，转股溢价率 14%）、蒙电转债（评级 AAA、规模 18.75 亿元，平价 96.65 元对应转债价格 112.45，转股溢价率 16.34%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 15%-19%区间，价格 113.54-117.49 元，价格中枢 115.52 元。

预计中签率约 0.0151%，建议积极申购

第一大股东为冀东发展集团有限责任公司，持股比例为 30%。前十大股东合计持股 47.53%，股权结构比较集中。假设原股东有 55%参与配售，则预计获配 15.51 亿元面值转债，留给市场的规模约为 12.69 亿元。假设冀东转债网上申购 840 万户，按照打满计算中签率在 0.0151%左右，建议积极申购。

风险提示：基建回暖不及预期，下游需求疲软；煤炭等原材料价格上升；环保限产力度放松，供需格局恶化

行业公司

【非银金融】经纪和投行快速增长，政策利好驱动 ROE 上行——上市券商 2020 年 3 季报综述-20201104

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

政策利好下，券商业绩有望保持高速增长

资本市场深改叠加权益市场风险偏好不断改善下，市场活跃度大幅提升，行业 ROE 不断上行，2020 前三季度上市券商净利润同比+40.2%，三季度净利润环比+2.7%，符合我们预期，三季度部分券商减值计提加大，对净利润有所拖累。从 2020 年四季度到 2021 年一季度，政策面有望持续偏暖，全面发行注册制进程有望加速，驱动券商业绩持续高增。我们预计上市券商 2020 年整体净利润同比+35.7%，ROE 有望达 8.5%，给予行业“看好”评级。两条主线选择受益标的：头部券商更受益于政策红利，资产扩表有望超预期，受益标的：中信证券、华泰证券、中金公司（港股）、招商证券；特色优势突出的中小券商业绩增速有望超越同业，推荐标的：国金证券和东方财富。

前三季度净利润高速增长，手续费型业务占比不断提升

2020 前三季度 35 家上市券商净利润同比+40.2%，三季度净利润环比+2.7%，年化 ROE 升至 9.3%，保持上行趋势。7 月以来随着股市大幅上涨，市场活跃度明显提升，注册制背景下，各项业务迎来发展机遇，券商各业务板块实现全面增长，投行和经纪业务收入分别同比+50.9%/+49.2%，手续费型业务占比从中期的 42.5%提升至 47.0%，财富管理、投行及客需型业务三大业务均具弱 β 属性，利于券商 ROE 持续提升，增强抗市场风险干扰能力，证券行业成长性不断凸显。

手续费业务：活跃度提升和注册制背景下，实现全面增长

（1）经纪：注册制下涨跌幅放宽，沪深两市换手率持续提升，市场活跃度大幅提升，财富管理转型提速。（2）投行：创业板注册制落地、再融资新规出台等政策利好下，IPO 承销规模同比大幅增长，债券承销规模高速增长，未来全面注册制有望加速落地，投行业务迎来全面发展机遇期。（3）资管：去通道影响逐渐减弱，集合规模持续扩张，公募 REITs 落地为行业带来新机遇，券商资管业务有望进入增长周期。

资金型业务：金融资产和两融持续扩张，驱动杠杆率持续上行

（1）股市波动下，客需和直投业务成为头部券商投资收入重要驱动。2020 前三季度债券交易、场外衍生品等客需型业务大幅增长， 2020 年 8 月末收益互换和场外期权存续名义本金规模较期初分别+126%/+41%。注册制下，预计券商直投和跟投收入明显增加。（2）两融规模持续扩张，融券规模发展迅速。两融规模大幅扩张，2020Q3 末两融规模达 1.5 万亿，较年初+44%，较中期+27%，融券规模大幅扩张，Q3 末融券余额达 836 亿，较年初+508%，

占两融比重达 5.68%，较年初+4.33 个百分点，注册制红利下，两融规模增速有望持续超预期，驱动利息净收入保持上行趋势。

风险提示：政策落地不及预期；全球股市波动加剧，券商海外业务盈利低于预期。

【非银金融】NBV 增速有所放缓，开门红保费增速改善可期——行业点评报告-20201104

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

投资观点：开门红保费增速改善可期，看好保险股估值修复机会

上市险企提早积极布局开门红，主销产品对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加代理人队伍质态提升和疫情带来的低基数，监管规范对规范化运营的大型险企影响较小，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望改善。经济复苏持续下，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，看好保险股投资机会。受益标的：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。

新单保费增速放缓，人力进一步清虚，以质备战

前 3 季上市险企总计实现新单保费 4246 亿元，同比增速+4.65%，较中报的+6.36%下降 1.71pct。其中新华保险前 3 季度同比增长+95.25%，增长动力来源于银保渠道趸交业务的快速上量。中国平安 3 季度继续保持业务诉求，2020 年前 3 季新业务保费同比为-1.73%，较前两季度-8.01%回升 6.28 个 pct。由于线下活动及客户拜访尚未完全恢复，高价值率产品销售难度未能下降，前 3 季中国人寿 NBV 同比增速 2.70%，较中报的 6.70%下降 4pct，中国平安 NBV 同比增速-27.14%，较中报的-24.41%下降 2.73pct。根据 3 季报披露，个险渠道队伍人力季度环比分别下降：中国人寿-6.45%、中国平安-8.44%，略低于预期。增员未达到上市险企预期、主动清虚及被动考核是引起本次队伍规模下滑的原因。

财险保费同比增幅扩大，综合成本率有所提升

财险方面，得益于车险及非车险业务同步发展，三家上市险企前 3 季保费收入同比均有所提升，平安财险前 3 季同比增速+11.49%（中报+10.46%），太保财险前 3 季同比增速+15.03%（中报+12.34%），人保财险受信用保证险拖累，前 3 季同比增速+3.74%，较中报的+4.35%有所下滑。受乘用车销售市场回暖影响，车险业务占比较前两季度回升。但由于新冠疫情造成信用险赔付上升及车险市场竞争加剧影响，平安财险及人保财险综合成本率均有所上升。

权益市场好转，投资收益率提升明显

受权益市场好转及十年期国债收益率提升影响，2020 年前 3 季年化总投资收益率较中报明显提升，披露的四家上市险企均达到 5%以上水平，分别为：新华保险（+5.60%）>中国太保（+5.50%）>中国人寿（+5.36%）>中国平安（+5.20%）。同时近期十年期国债收益率升至 3.2%附近，利好保险资金长期配置。

投资收益提升、税改影响减弱，净利润同比降幅缩窄

前 3 季上市险企净利润同比增速-18.38%，较中报的-24.36%同比降幅收窄。主要原因为股市上涨及 2019 年税改影响减弱，但我们认为后续净利润增速仍有所承压，主要原因是 750 天国债收益率曲线下移，增提保险合同责任准备金会给净利润带来压力。

风险提示：开门红保费增速不及预期；经济复苏超预期受阻。

【通信】基站建设伪停止，集采有望开启通信估值与业绩齐飞——行业点评报告-20201104

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

基站建设伪停止致 Q3 基金低额配置，集采在即，维持通信行业“看好”评级

2020 年三季度以来，5G 基站建设伪停止，致基金公司持股通信市值占比下降至 1.15%，较通信行业在全部 A 股市值占比 1.53%相比，低额配置 0.37 个百分点。近十年基金持仓通信中，仅出现三次基金公司持仓通信市值低于通信行业在全部 A 股市值占比：受 2018 年美国制裁中兴通讯事件影响，2018 年 Q2、Q3 基金公司持股通信市值较通信行业在全部 A 股市值占比低额配置 0.31 和 0.33 个百分点；受 2019 年美国制裁华为事件影响，2019 年 Q2、Q3 基金公司持股通信市值较通信行业在全部 A 股市值占比低额配 0.04 和 0.32 个百分点；5G 商用牌照发放后，基金公司重仓持股通信，2020 年 Q1 持股通信市值上升到了小高峰 2.74%，受华为制裁升级事件影响，持股通信占比逐渐回调，2020 年 Q3 低额配置为 0.37 个百分点。回顾 4G 巅峰时期+1.71%的超额配置，基金公司重仓通信行业仍有较大上升空间。事实上我国发展 5G 的决心坚定不可动摇：根据工信部数据，我国 Q3 已完成全年建设量，建成 69 万个 5G 基站，基站建设数量傲视全球。随着中国移动和中国广电共建共享 700MHz 5G 基站加速推进，新一轮集采放量在即，5G 从可用到好用更进一步，5G 终端加速普及，通信公司估值与业绩有望双升，基金公司持仓通信有望触底回升，我们对通信行业维持“看好”评级。

5G 投资前期，基金重仓重点仍为基站建设相关标的

2020 年 Q3 基金持仓通信行业前 5 个股占比为 66.65%，前 10 个股占比 81.65%,集中度进一步上升，Q3 持有通信个股数量为 55 只。2020 年 Q3 基金公司重仓总市值前 10 名为中兴通讯、亿联网络、新易盛、七一二、中天科技、光迅科技、天孚通信、博创科技、网宿科技、烽火通信，其中七一二、博创科技、网宿科技、烽火通信为新重仓股，整体重仓标的中仍以主设备商、光通信为主。

投资建议：通信板块处于价值洼地，细分赛道业绩分歧明显，光模块、物联网、云视频 Q3 业绩亮眼

随着通信板块公司陆续公布 Q3 业绩，整体光模块厂商、云视频业绩亮眼，其中 5G 主设备上游光模块子行业延续行业量价齐升状态，新易盛 Q3 净利润 3.42 亿（+157.06%）、中际旭创净利润 6 亿（67.62%）、光迅科技净利润 3.89 亿（46.89%）、天孚通信净利润 2.14 亿（69.90%）；云视频龙头会畅通讯净利润 1.1 亿（67.89%）；物联网通信模组板块龙头广和通实现净利润 2.24 亿（85.65%），另外 IDC 强确定性仍然需要重点关注。随着 700MHz 打底网建设加速推动，5G 从可用到好用步伐加快，产业链中细分行业类龙头公司仍然存在投资机会。推荐标的包括中兴通讯（000063）、新易盛（300502）、光迅科技（002281）、中际旭创（300308）、天孚通信（300394）、会畅通讯（300578）、广和通（300638）；受益标的：浪潮信息（000977）、科华恒盛（002335）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期。

【计算机】工业互联网深度报告：工业乘软件腾飞，千亿市场加速开启——行业深度报告-20201105

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

受益“新基建+工业 4.0”，工业互联网行业迎来快速发展期

工业互联网作为推动国内工业企业数字化转型的重要工具，对提升国内制造业全球竞争力具有重要意义，是全球制造业发展的重要趋势和关键技术。当前海外已出现多家工业互联网/工业软件巨头，而国内因为行业企业起步晚，多数企业处于快速发展阶段。长期来看，随着国内核心数据的积累、技术的发展、软件生态的好转和政策扶持，我们认为国内工业互联网企业将迎来快速发展期，推荐用友网络、鼎捷软件、宝信软件，受益标的中控技术（未上市）、中望软件（未上市）、能科股份、东方国信。

受益需求+技术+政策+环境的四重驱动力，工业互联网行业持续增长

1） 需求推动：我国需要借助工业互联网等新技术提高附加值，增强竞争力；我国若想继续保持世界第一制造大国的地位，需提高工业附加值和产业竞争力；

2） 技术驱动：5G+物联网等技术发展，推动工业互联网日趋成熟；工业互联网作为 5G、物联网等技术重要的落地场景，因而随着相关技术成熟，工业互联网的应用和案例也日趋增多；

3） 政策利好：国家和地方政府重视工业升级，政策利好持续；工业互联网、工业软件作为重点方向，受益财

政政策和专项工程扶持;

4） 环境刺激: 环境变动带动自研产品需求上涨，全球工业向智能化方向发展; 工业是各经济体竞争力的体现，一方面工业软件往往会成为制约工业发展的工具，自研产品势在必行; 另一方面西方国家也在大力发展工业智能化，工业强国之路离不开工业智能化升级。

海外巨头经验指明纵向发展路径，“自研+收购”助力市场扩展

达索系统作为原达索公司内部的一个工作小组，后独立出来成为全球工业软件巨头，如今已覆盖超过 140 个国家和 120 万个客户。我们覆盖其 60 年的发展历史，认为其可以在航空、汽车、机械等领域的软件涉及和管理方案市场占据核心地位的原因有：1）自研产品不断升级迭代，并和行业巨头如 IBM 进行合作；2）收购在技术上或产品上存在协同的中小公司，实现产品线的纵向延伸和产品的技术融合。我们认为纵向整合既利于市场的扩张、又利于技术融合带来市场竞争力的提升。

产业迎来加速发展期、万亿蓝海有望开启

当前我国工业互联网和工业软件市场增速远超全球，但国产软件整体呈现高端少、低端多的产品格局，且自给率偏低，仍处于发展初期。受益需求、技术、政策、环境的四重驱动力，我们认为未来 5 年国内工业互联网和工业软件市场有望进入快速发展期。根据前瞻经济学人预测，2025 年我国工业互联网市场规模有望突破 1.2 万亿，产业链各个环节均有望受益。

风险提示：工业互联网技术进步不及预期，工业互联网政策利好不及预期、自研产品发展不及预期

【房地产：中南建设(000961.SZ)】高成长风华正茂，快周转提速增效——公司首次覆盖报告-20201105

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）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。

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。

开源证券研究所

上海
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