

中南建设 (000961)

证券研究报告

2021年05月08日

业绩增长符合预期、橙档进阶黄档

事件: 公司公告 2020 年度业绩, 2020 年度公司实现营业收入 786.01 亿元, YOY+9.43%, 实现归母净利润 70.78 亿元, YOY+70.01%; 实现基本每股收益 1.8679 元/股, YOY+67.51%。
业绩符合预期: 年内公司实现营业收入 786.01 亿元, YOY+9.43%, 较上年同期增速收缩 69.66pct; 实现归母净利润 70.78 亿元, YOY+70.01%, 较上年同期增速收缩 19.81pct。

其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 115.85、181.08、161.64、327.44 亿元, 对应增速分别为+36.76%、+21.94%、-8.34%、+6.05%; Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利润 6.22、14.28、16.35、33.93 亿元, 对应增速分别为+28.92%、72.05%、+71.74%、+78.69%; 公司全年业绩增长符合预期, 其中 Q2 起, 每季度业绩增速均超 70%。Q1-Q4 归母净利润率分别为 5.4%、7.9%、10.1%、10.4%, 实现了每个季度归母净利率逐步回升的态势。

净利率提升: 期内公司整体毛利率为 17.29%, 较上年同期提升 0.54pct; 其中分业务结构看, 房地产开发、建筑施工、酒店及其他毛利率分别为 19.14%、8.65%、36.46%, 较上年同期分别提升 1.21pct、收缩 0.36pct、收缩 18.33pct。期内公司整体毛利率的提升主要得益于房地产开发业务结算毛利率的提升。同时, 我们也注意到公司的净利率及归母净利率分别较上年同期提升 3.49pct、3.20pct 至 9.93%、9.00%, **主要源于: 1) 期内三费率整体收缩约 0.96pct**, 其中销售费率、管理费率、财务费率分别为 2.20%、3.59%、0.70%, 较上年同期分别提升 0.16pct、收缩 0.89pct、收缩 0.24pct; **2) 期内投资收益大幅增长**, 这一因素为净利率提升的主要推力, 期内公司实现投资收益 42.90 亿元, YOY+105.07%, 投资收益/营收比重达 5.5%, 投资收益的增长主要源于非并表合作项目的收益增加。

三道红线 2 达标: 期末公司有息负债总规模约 799 亿元, 其中短期借款和一年内到期的非流动负债为 233.7 亿元, 占有息负债比重约 29.25%, 比重较上年末下降 5.06pct; 长短债比看, 期末为 2.42X。净负债率角度看, 期末净负债率 97.27%, 较上年末减少 71.13pct, 净负债率为近年来首次低于 100%, 年内降杠杆效果显著。期末持有货币资金 328.6 亿元, 现金覆盖短债比重为 1.41X (未剔除受限资金、剔除受限资金比重为 1.04X, 大于标准线的 100%), 偿债能力较强。期末公司资产负债率为 86.54%, 较上年末收缩 4.23pct, 其中扣除合同负债后的资产负债率为 79.76%, 较上年末收缩 4.20pct。三道线中有 2 条已达标, 由橙档企业迈向黄档线。

已售未结资源丰富: 年内公司实现销售金额 2238.3 亿元, YOY+14.2%, 实现销售面积 1685.3 万方, YOY+9.4%, 平均销售价格 13281 元/平米; 年内销售金额中一二线城市占比达 41%。年内公司新增项目 107 个, 规划建筑面积 1523 万方, 其中通过公开方式获取占比 88%; 新增项目中, 平均地价约为 5002 元/平米, 平均地价/销售均价为 37.66%。新增项目建面/销售面积为 90.37%, 若以平均地价*建面=拿地价款看, 拿地价款/销售金额为 34.03%。期末公司合并报表范围内已售未结资源 1202.9 亿元, 为 2020 年结算收入的 2.05X, 已售未结资源丰富。土地储备达 4472 万方 (在建 3042 万方, 待开发 1430 万方), 其中一二线占比约为 36.4%。

投资建议: 公司业绩增长符合预期, 净利率进一步提升; 三道红线中两条线达标; 已售未结资源丰富, 提供业绩增长空间。由于公司业绩表现及管理指引, 我们预计略微调整公司净利润, 21-23 年分别为 90.11、99.12、108.89 亿元 (前值 91.49、103.59、123.37 亿元), 对应 PE 为 2.96、2.69、2.45 (前值 3.21、2.84、2.53), 维持“买入”评级。

风险提示: 房屋价格大跌、销售不及预期、宏观经济波动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	71,830.79	78,600.85	109,357.36	134,772.01	155,163.02
增长率(%)	79.08	9.43	39.13	23.24	15.13
EBITDA(百万元)	8,155.05	12,426.18	14,464.96	15,903.83	17,749.26
净利润(百万元)	4,163.09	7,077.79	9,011.40	9,912.24	10,889.21
增长率(%)	89.83	70.01	27.32	10.00	9.86
EPS(元/股)	1.09	1.85	2.36	2.59	2.85
市盈率(P/E)	6.40	3.77	2.96	2.69	2.45
市净率(P/B)	1.24	0.93	0.77	0.64	0.54
市销率(P/S)	0.37	0.34	0.24	0.20	0.17
EV/EBITDA	8.33	5.78	4.67	4.64	4.45

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,825.43
流通 A 股股本(百万股)	3,810.27
A 股总市值(百万元)	26,637.28
流通 A 股市值(百万元)	26,537.26
每股净资产(元)	7.71
资产负债率(%)	85.98
一年内最高/最低(元)	11.29/6.85

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

张春娥 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070001
zhangchune@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中南建设-公司点评:单月环比表现量升价缩, 持续聚焦长三角地区——12月销售数据点评》2021-01-07
- 《中南建设-公司点评:单月销售表现量跌价升, 持续聚焦长三角地区——11月销售数据点评》2020-12-03
- 《中南建设-公司点评:金九银十收成颇丰, 销售目标持续推进——10月销售数据点评》2020-11-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	25,409.74	32,860.75	29,526.49	26,024.34	29,492.57	营业收入	71,830.79	78,600.85	109,357.36	134,772.01	155,163.02
应收票据及应收账款	13,119.75	9,548.41	20,828.63	12,864.37	24,202.35	营业成本	59,801.50	65,009.29	88,634.14	108,734.06	124,487.29
预付账款	6,015.36	6,665.53	10,568.89	13,594.24	15,452.80	营业税金及附加	1,878.29	1,955.69	2,635.51	3,113.23	3,258.42
存货	165,586.81	184,374.91	221,864.90	276,499.53	287,151.24	营业费用	1,462.81	1,730.22	2,219.95	2,695.44	3,180.84
其他	42,253.33	66,370.37	71,438.20	79,356.00	82,022.87	管理费用	3,216.23	2,820.57	4,746.11	5,579.56	6,206.52
流动资产合计	252,384.99	299,819.97	354,227.10	408,338.49	438,321.82	研发费用	1.28	60.84	84.65	104.32	120.11
长期股权投资	13,486.19	27,054.87	27,054.87	27,054.87	27,054.87	财务费用	674.67	549.52	764.55	942.23	1,084.79
固定资产	3,266.88	3,236.38	3,141.60	3,046.19	2,937.39	资产减值损失	(266.73)	(498.35)	555.29	584.80	500.00
在建工程	12.15	120.43	108.26	112.96	97.77	公允价值变动收益	50.97	289.42	1,335.83	50.00	50.00
无形资产	667.42	633.29	597.84	562.39	526.94	投资净收益	2,091.68	4,289.53	2,445.03	1,687.07	80.00
其他	20,702.95	28,386.00	30,432.51	32,176.04	34,182.70	其他	(3,389.19)	(8,272.52)	(7,561.71)	(3,474.14)	(260.00)
非流动资产合计	38,135.59	59,430.98	61,335.08	62,952.45	64,799.69	营业利润	6,309.28	10,666.65	13,498.01	14,755.43	16,455.04
资产总计	290,570.59	359,253.45	415,581.42	471,310.17	503,135.16	营业外收入	51.09	73.86	52.00	2.00	42.62
短期借款	13,082.30	10,556.65	23,665.12	24,792.52	27,137.62	营业外支出	205.31	223.77	205.23	234.00	542.78
应付票据及应付账款	34,790.39	42,107.48	34,216.36	44,313.79	35,219.75	利润总额	6,155.06	10,516.74	13,344.78	14,523.43	15,954.89
其他	168,543.98	200,536.52	248,875.95	283,152.23	308,139.66	所得税	1,532.49	2,712.68	3,442.14	3,630.86	3,988.72
流动负债合计	216,416.67	253,200.65	306,757.44	352,258.54	370,497.04	净利润	4,622.57	7,804.07	9,902.64	10,892.58	11,966.16
长期借款	36,006.26	43,068.64	43,592.58	45,907.78	49,324.12	少数股东损益	459.48	726.28	891.24	980.33	1,076.95
应付债券	10,356.13	13,462.08	10,000.00	10,000.00	11,154.03	归属于母公司净利润	4,163.09	7,077.79	9,011.40	9,912.24	10,889.21
其他	968.92	1,158.92	221.65	215.20	531.92	每股收益(元)	1.09	1.85	2.36	2.59	2.85
非流动负债合计	47,331.31	57,689.64	53,814.23	56,122.98	61,010.07	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	263,747.98	310,890.29	360,571.67	408,381.53	431,507.11	成长能力					
少数股东权益	5,383.35	19,662.05	20,553.29	21,533.62	22,610.58	营业收入	79.08%	9.43%	39.13%	23.24%	15.13%
股本	3,756.85	3,821.28	3,825.43	3,825.43	3,825.43	营业利润	99.89%	69.06%	26.54%	9.32%	11.52%
资本公积	2,822.94	3,256.76	3,256.76	3,256.76	3,256.76	归属于母公司净利润	89.83%	70.01%	27.32%	10.00%	9.86%
留存收益	16,520.36	23,421.90	30,631.02	37,569.59	45,192.04	获利能力					
其他	(1,660.89)	(1,798.83)	(3,256.76)	(3,256.76)	(3,256.76)	毛利率	16.75%	17.29%	18.95%	19.32%	19.77%
股东权益合计	26,822.61	48,363.17	55,009.74	62,928.65	71,628.05	净利率	5.80%	9.00%	8.24%	7.35%	7.02%
负债和股东权益总计	290,570.59	359,253.45	415,581.42	471,310.17	503,135.16	ROE	19.42%	24.66%	26.15%	23.95%	22.21%
						ROIC	11.95%	16.74%	15.85%	15.63%	14.87%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	90.77%	86.54%	86.76%	86.65%	85.76%
净利润	4,622.57	7,804.07	9,011.40	9,912.24	10,889.21	净负债率	168.39%	97.27%	94.95%	94.04%	91.30%
折旧摊销	610.20	616.49	202.40	206.17	209.43	流动比率	1.17	1.18	1.15	1.16	1.18
财务费用	769.89	406.05	764.55	942.23	1,084.79	速动比率	0.40	0.46	0.43	0.37	0.41
投资损失	(2,091.68)	(4,289.53)	(2,445.03)	(1,687.07)	(80.00)	营运能力					
营运资金变动	(2,660.46)	(11,638.99)	(10,727.05)	(14,989.81)	(15,082.97)	应收账款周转率	6.31	6.93	7.20	8.00	8.37
其它	6,945.82	15,569.35	2,227.06	1,030.33	1,126.95	存货周转率	0.48	0.45	0.54	0.54	0.55
经营活动现金流	8,196.33	8,467.45	(966.66)	(4,585.91)	(1,852.59)	总资产周转率	0.27	0.24	0.28	0.30	0.32
资本支出	7,184.78	13,686.13	997.27	86.45	(266.72)	每股指标(元)					
长期投资	6,592.77	13,568.68	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.09	1.85	2.36	2.59	2.85
其他	(27,158.07)	(41,164.32)	(1,200.63)	1,470.62	252.30	每股经营现金流	2.14	2.21	-0.25	-1.20	-0.48
投资活动现金流	(13,380.52)	(13,909.51)	(203.36)	1,557.07	(14.42)	每股净资产	5.60	7.50	9.01	10.82	12.81
债权融资	70,577.13	79,901.34	81,757.71	85,200.31	94,887.10	估值比率					
股权融资	(275.83)	246.91	(2,139.18)	(942.23)	(1,032.03)	市盈率	6.40	3.77	2.96	2.69	2.45
其他	(62,242.69)	(66,431.44)	(81,782.76)	(84,731.38)	(88,519.83)	市净率	1.24	0.93	0.77	0.64	0.54
筹资活动现金流	8,058.62	13,716.81	(2,164.24)	(473.30)	5,335.24	EV/EBITDA	8.33	5.78	4.67	4.64	4.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.62	5.91	4.74	4.70	4.50
现金净增加额	2,874.42	8,274.75	(3,334.26)	(3,502.14)	3,468.22						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com