

中南建设 (000961.SZ) 毛利率有所回升, 投资积极, 降杠杆卓有成效

2021 年 04 月 27 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
齐东 (分析师)
陈鹏 (分析师)

qidong@kysec.cn

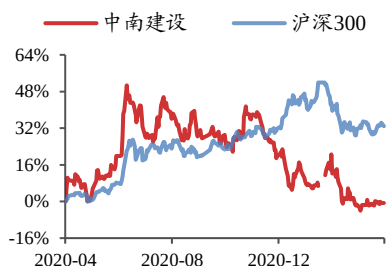
chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

证书编号: S0790520100001

日期	2021/4/26
当前股价(元)	7.14
一年最高最低(元)	11.29/6.85
总市值(亿元)	272.87
流通市值(亿元)	271.85
总股本(亿股)	38.22
流通股本(亿股)	38.07
近 3 个月换手率(%)	47.57

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-高成长风采依旧, 控股股东增持彰显发展信心》-2021.1.13

《公司首次覆盖报告-高成长风华正茂, 快周转提速增效》-2020.11.5

● 规模、杠杆、激励多位一体, 维持“买入”评级

中南建设在优秀人才引进、激励加强的助力下运营效率持续提速。鉴于行业逐渐进入存量时代, 房企销售增速下行确定性大。我们调整 2021-2022 年盈利预测, 新增 2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 90.4、102.8、112.8 亿元 (2021-2022 年前值 90.1、103.3 亿元), EPS 分别为 2.36、2.69、2.95 元, 当前股价对应 PE 分别为 3.0、2.7、2.4 倍。公司基本面仍较稳健, 维持“买入”评级。

● 业绩持续高增长, 毛利率逆势提升

公司发布 2020 年年报, 2020 年实现营收 786.01 亿元, 同比增长 9.4%; 归母净利润 70.78 亿元, 同比增长 70.0%, 基本每股收益 1.87 元。公司业绩保持高增长, 主要源于: (1) 盈利能力持续提升, 综合毛利率 17.3%, 同比提升 0.5 个百分点, 其中房屋销售、建筑施工业务毛利率分别为 19.1%、8.7%; (2) 三项费率 6.49%, 同比下降 1.0 个百分点; (3) 非并表项目投资收益明显增加, 投资收益同比增长 105.1%至 42.90 亿元; 最终推动公司净利率 9.9%, 同比提升 3.5 个百分点。

● 销售破 2000 亿, 拿地端表现积极

2020 年公司销售面积 1685.3 万平方米, 同比增长 9.4%; 销售金额 2238.3 亿元, 同比增长 14.2%。拿地端表现积极, 2020 年公司新增项目 107 个, 拿地面积 1523 万平方米, 同比增长 54.0%, 其中通过公开方式获取占比 88%; 拿地金额 762 亿元, 同比增长 46.7%。拿地金额是销售金额的 34.0%, 同比提升 7.6 个百分点; 楼面价占销售均价的 37.7%。截至 2020 年, 公司未竣工土储 4472 万平方米, 一二线城市占比约 36.4%。

● 降负债进行时, 位于三道红线“黄档”

2020 年公司有息负债 799 亿元, 同比增长 14.3%; 短期债务占比 29.3%, 同比下降 5.1 个百分点; 公司现金短债比为 1.41 倍, 扣除受限资金之后为 1.04 倍; 净负债率为 97.27%, 同比下降 71.1 个百分点; 剔除预收后的资产负债率为 79.76%, 同比下降 4.2 个百分点, 位于三道红线“黄档”。

● **风险提示:** 行业销售波动; 政策调整导致经营风险; 企业运营风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	71,831	78,601	101,010	114,697	126,534
YOY(%)	79.1	9.4	28.5	13.6	10.3
归母净利润(百万元)	4,163	7,078	9,038	10,279	11,284
YOY(%)	89.8	70.0	27.7	13.7	9.8
毛利率(%)	16.7	17.3	17.3	17.3	17.1
净利率(%)	5.8	9.0	8.9	9.0	8.9
ROE(%)	17.2	16.1	17.1	16.4	15.3
EPS(摊薄/元)	1.09	1.85	2.36	2.69	2.95
P/E(倍)	6.6	3.9	3.0	2.7	2.4
P/B(倍)	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、业绩持续高增长，毛利率逆势提升	3
2、销售破 2000 亿，拿地端表现积极	3
3、降负债进行时，位于三道红线“黄档”	5
4、盈利预测与投资建议	5
5、风险提示	6
附：财务预测摘要	7

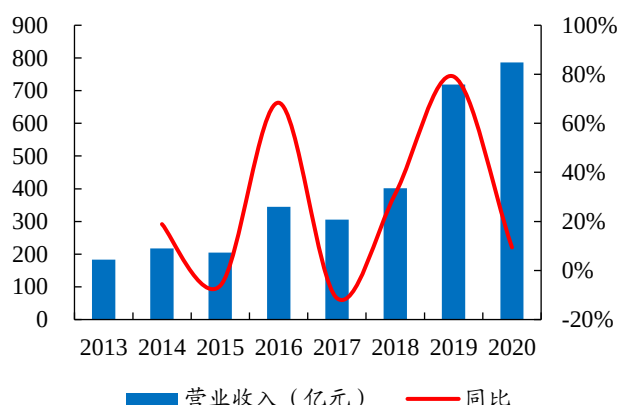
图表目录

图 1：2020 年公司营收增速 9.4%	3
图 2：2020 年公司归母净利润增速 70.0%	3
图 3：2020 年公司盈利能力持续提升	3
图 4：2020 年公司房屋销售业务毛利率 19.1%	3
图 5：2020 年公司销售金额增速 14.2%	4
图 6：2020 年公司销售面积增速 9.4%	4
图 7：2020 年公司拿地金额增速 46.7%	4
图 8：2020 年公司拿地面积增速 54.0%	4
图 9：2020 年公司拿地金额占销售金额的 34.0%	5
图 10：2020 年公司土储规模提升	5
图 11：2020 年公司剔除预收后的资产负债率 79.8%	5
图 12：2020 年公司净负债率 97.3%	5

1、业绩持续高增长，毛利率逆势提升

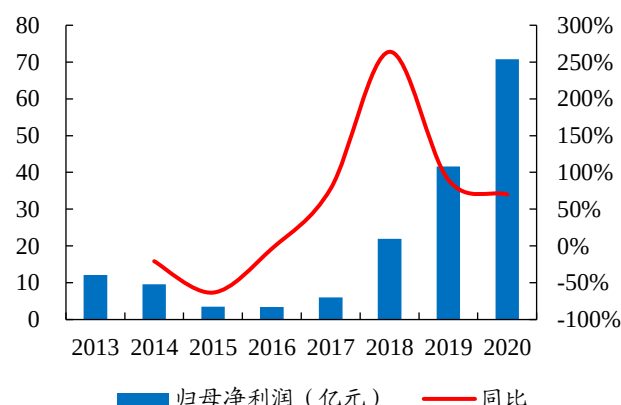
公司发布 2020 年年报，2020 年实现营收 786.01 亿元，同比增长 9.4%；归母净利润 70.78 亿元，同比增长 70.0%，基本每股收益 1.87 元。公司业绩保持高增长，主要源于：（1）盈利能力持续提升，综合毛利率 17.3%，同比提升 0.5 个百分点，其中房屋销售、建筑施工业务毛利率分别为 19.1%、8.7%；（2）三项费率 6.49%，同比下降 1.0 个百分点；（3）非并表项目投资收益明显增加，投资收益同比增长 105.1%至 42.90 亿元；最终推动公司净利率 9.9%，同比提升 3.5 个百分点。

图1：2020 年公司营收增速 9.4%



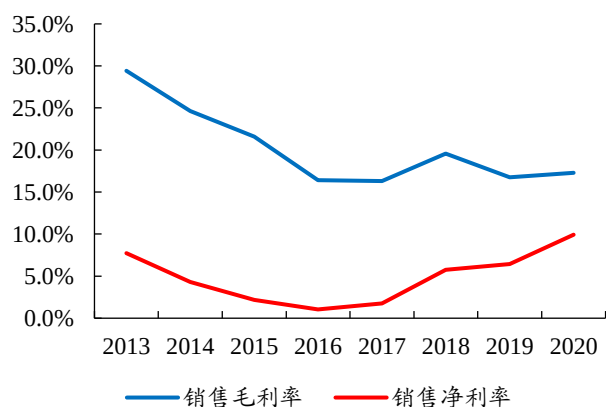
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020 年公司归母净利润增速 70.0%



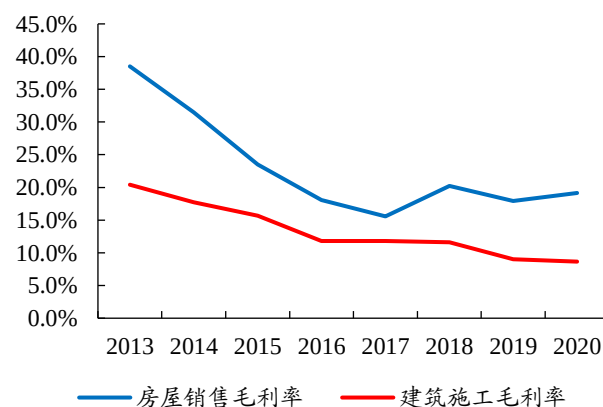
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司盈利能力持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020 年公司房屋销售业务毛利率 19.1%



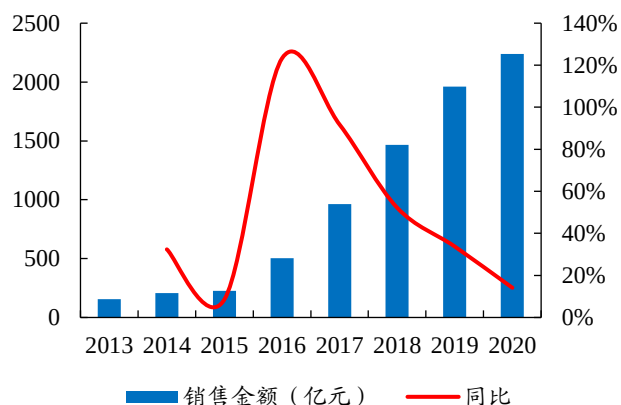
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、销售破 2000 亿，拿地端表现积极

2020 年公司销售面积 1685.3 万平米，同比增长 9.4%；销售金额 2238.3 亿元，同比增长 14.2%。拿地端表现积极，2020 年公司新增项目 107 个，拿地面积 1523 万平米，同比增长 54.0%，其中通过公开方式获取占比 88%；拿地金额 762 亿元，同

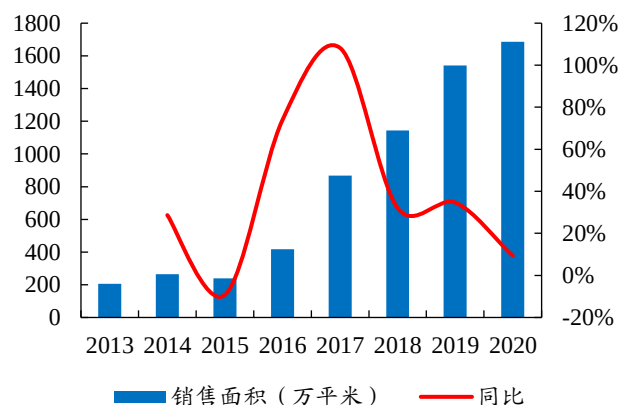
比增长 46.7%。拿地金额是销售金额的 34.0%，同比提升 7.6 个百分点；楼面价占销售均价的 37.7%。截至 2020 年，公司未竣工土储 4472 万平米，一二线城市占比约 36.4%。

图5：2020 年公司销售金额增速 14.2%



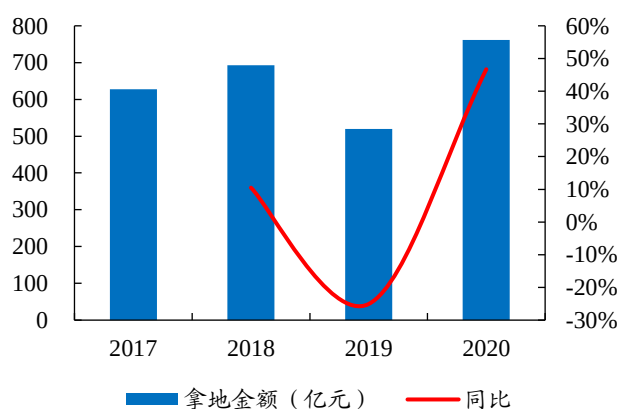
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020 年公司销售面积增速 9.4%



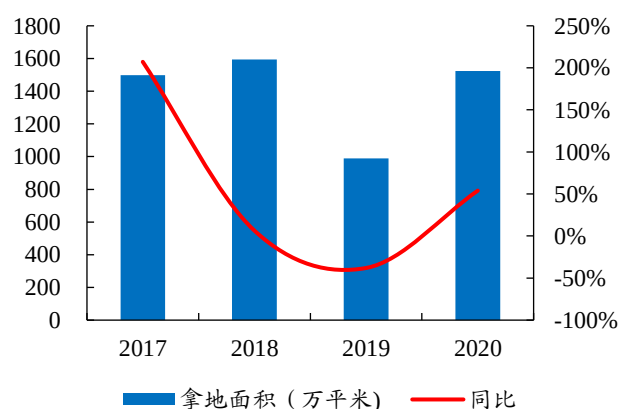
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2020 年公司拿地金额增速 46.7%

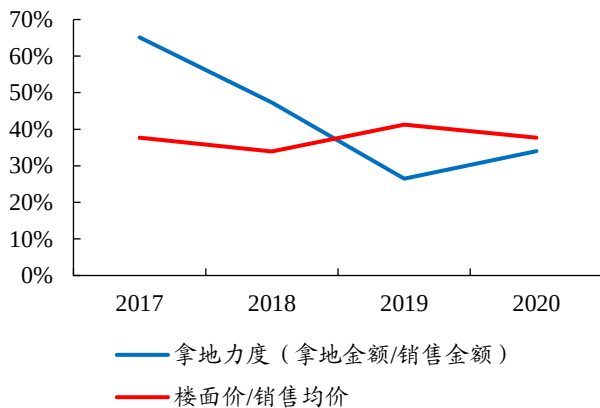


数据来源：公司公告、开源证券研究所

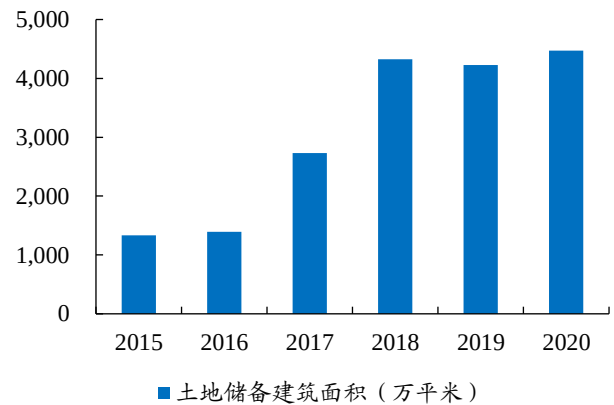
图8：2020 年公司拿地面积增速 54.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020 年公司拿地金额占销售金额的 34.0%


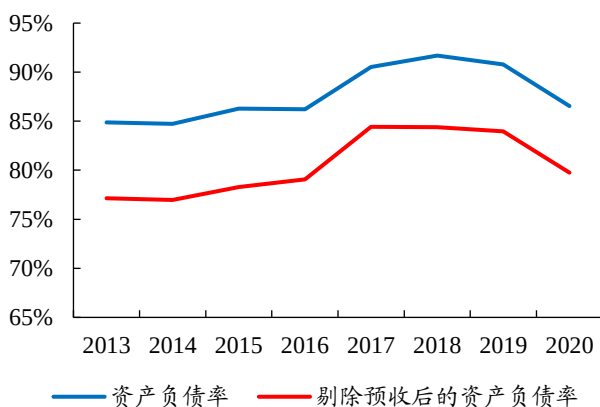
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2020 年公司土储规模提升


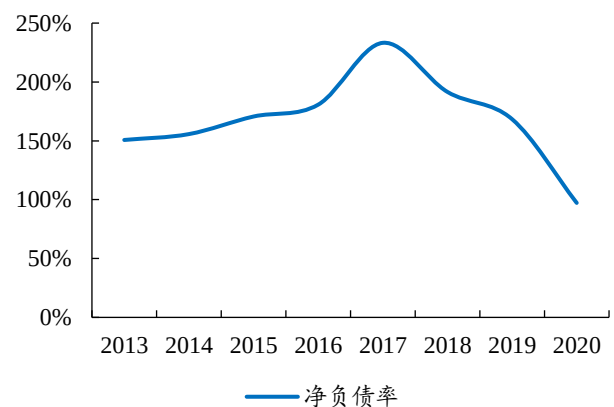
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、降负债进行时，位于三道红线“黄档”

2020 年公司有息负债 799 亿元，同比增长 14.3%；短期债务占比 29.3%，同比下降 5.1 个百分点；公司现金短债比为 1.41 倍，扣除受限资金之后为 1.04 倍；净负债率为 97.27%，同比下降 71.1 个百分点；剔除预收后的资产负债率为 79.76%，同比下降 4.2 个百分点，位于三道红线“黄档”。

图11：2020 年公司剔除预收后的资产负债率 79.8%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2020 年公司净负债率 97.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

中南建设在优秀人才引进、激励加强的助力下运营效率持续提速。鉴于行业逐渐进入存量时代，房企销售增速下行确定性大。我们调整 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 90.4、102.8、112.8 亿元(2021-2022

年前值 90.1、103.3 亿元), EPS 分别为 2.36、2.69、2.95 元, 当前股价对应 PE 分别为 3.0、2.7、2.4 倍。公司基本面仍较稳健, 维持“买入”评级。

5、风险提示

(1) 行业销售规模波动较大: 行业销售规模整体下滑, 房企销售回款将产生困难。

(2) 政策调整导致经营风险: 按揭贷款利率大幅上行, 购房者购房按揭还款金额将明显上升; 税收政策持续收紧, 房地产销售将承压, 带来销售规模下滑。

(3) 融资环境全面收紧: 银行贷款额度紧张, 债券发行利率上行, 加剧企业流动性压力。

(4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动, 推货节奏误判导致销售不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	252435	299822	320456	347826	383556
现金	25410	32861	36046	49624	50933
应收票据及应收账款	13120	9548	10654	12286	13021
其他应收款	29843	33768	35894	40570	43786
预付账款	6015	6666	6802	7535	8282
存货	165587	184375	195193	200176	228023
其他流动资产	12460	32605	35867	37635	39511
非流动资产	38136	59431	68306	77770	88303
长期投资	13486	27055	32317	38068	44382
固定资产	3267	3236	4174	4837	5453
无形资产	667	633	610	581	554
其他非流动资产	20715	28506	31204	34283	37914
资产总计	290571	359253	388761	425596	471858
流动负债	216417	253201	278507	311365	353300
短期借款	13082	10557	10768	10983	11203
应付票据及应付账款	34790	42107	45792	49096	55813
其他流动负债	168544	200537	221947	251285	286284
非流动负债	47331	57690	51925	44970	37337
长期借款	46362	56531	50863	43859	36251
其他非流动负债	969	1159	1062	1111	1086
负债合计	263748	310890	330432	356334	390637
少数股东权益	5383	19662	20590	21644	22802
股本	3757	3821	3822	3822	3822
资本公积	2823	3257	3257	3257	3257
留存收益	13697	20165	28689	38322	49061
归属母公司股东权益	21439	28701	37740	47618	58419
负债和股东权益	290571	359253	388761	425596	471858

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8196	8467	12612	22904	11101
净利润	4623	7804	9966	11334	12442
折旧摊销	610	616	631	347	180
财务费用	675	550	597	979	1229
投资损失	-2092	-4290	-5576	-6413	-7508
营运资金变动	3978	1968	7745	17422	5661
其他经营现金流	402	1819	-751	-764	-904
投资活动现金流	-13381	-13910	-3238	-2604	-2316
资本支出	7851	5196	1115	871	1139
长期投资	-6599	-11076	-5262	-2000	-6314
其他投资现金流	-12129	-19790	-7385	-3733	-7491
筹资活动现金流	8059	13717	-6188	-6722	-7476
短期借款	2395	-2526	211	215	220
长期借款	6434	10168	-5668	-7004	-7609
普通股增加	47	64	0	0	0
资本公积增加	349	434	0	0	0
其他筹资现金流	-1167	5576	-732	66	-87
现金净增加额	2857	8246	3185	13578	1309

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	71831	78601	101010	114697	126534
营业成本	59802	65009	83505	94889	104909
营业税金及附加	1878	1956	2513	2854	3148
营业费用	1463	1730	2224	2525	2785
管理费用	3216	2821	4074	4371	4962
研发费用	1	61	40	67	62
财务费用	675	550	597	979	1229
资产减值损失	267	498	596	605	671
其他收益	108	144	187	215	237
公允价值变动收益	51	289	376	433	476
投资净收益	2092	4290	5576	6413	7508
资产处置收益	9	14	12	13	12
营业利润	6309	10667	13613	15482	16998
营业外收入	51	74	63	63	66
营业外支出	205	224	246	271	298
利润总额	6155	10517	13430	15273	16767
所得税	1532	2713	3464	3940	4325
净利润	4623	7804	9966	11334	12442
少数股东损益	459	726	927	1055	1158
归母净利润	4163	7078	9038	10279	11284
EBITDA	10291	15008	16577	17631	18430
EPS(元)	1.09	1.85	2.36	2.69	2.95

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	79.1	9.4	28.5	13.6	10.3
营业利润(%)	99.9	69.1	27.6	13.7	9.8
归属于母公司净利润(%)	89.8	70.0	27.7	13.7	9.8
获利能力					
毛利率(%)	16.7	17.3	17.3	17.3	17.1
净利率(%)	5.8	9.0	8.9	9.0	8.9
ROE(%)	17.2	16.1	17.1	16.4	15.3
ROIC(%)	7.9	9.8	10.5	11.0	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	90.8	86.5	85.0	83.7	82.8
净负债比率(%)	169.9	98.2	66.4	28.6	15.7
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	6.3	6.9	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	2.0	1.7	1.9	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.85	2.36	2.69	2.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	2.22	3.30	5.99	2.90
每股净资产(最新摊薄)	5.61	7.51	9.88	12.46	15.29
估值比率					
P/E	6.6	3.9	3.0	2.7	2.4
P/B	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.5	6.3	5.2	3.9	3.4

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