

# 定位高质量增长 结算结构因素影响利润

——中南建设（000961.SZ）2021 半年报点评 房地产/房地产开发



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

公司发布半年报，2021H1 营业总收入 384.8 亿元，同比增长 29.6%，归属母公司净利润 17.5 亿元，同比减少 14.7%。合约销售额为 1089.9 亿元，同比增长 33.9%，合约销售面积约 790.1 万平方米，合约平均售价约为每平方米 13793 元。报告期内，受结算项目结构影响，公司净利润增长放缓，但公司定位高质量增长，谨慎拿地，现金流情况向好。

## 投资摘要：

**房地产业务收入实现 273.8 亿元，在全部收入占比 68.3%。**公司“房地产+建筑”双轮驱动，房地产、建筑和其他业务收入占比分别为 68.3%、28.3%和 3.4%，同比增速分别为 31.5%、17.2%和-19.7%。房地产销售金额中，一、二线城市占比 36%。

**净利润受结算结构影响同比减少 14.7%。**2021H1 公司归属上市公司股东净利润 17.5 亿元，主要原因为非并表项目结算减少，导致投资收益实现 6.8 亿元，同比减少 62%。受此影响，净利润率同比下降 2.36 个百分点至 4.54%。

**竣工计划集中在下半年，保证全年增长。**2021H1 竣工面积 395 万平方米，同比下降 25%，完成全年竣工计划的 32%。新开工面积 541 万平方米，同比下降 5.9%，完成全年开工计划的 58%。

**谨慎拿地，土储聚焦长三角。**2021 年上半年，公司新增 41 个项目，规划建筑面积 699.9 万平方米，平均土地收购成本为每平方米 4136 元，权益地价总额为 289.48 亿元，对比上半年 1089.9 亿元的销售额，拿地成本占销售额比重低于 40%。新增 41 个项目，按面积计算三四线城市占比 78%，长三角占比 40%。

**下半年土地溢价率新规有望优化公司土储结构。**2021 年 8 月 10 日下午，天津规划和自然资源局发布《天津市国有建设用地使用权挂牌出让补充公告》，最高溢价率均降至不超 15%，触顶后启动摇号机制。公司上半年谨慎拿地，为下半年新规优化土储结构奠定基础。

**“三条红线”踩一条，处于“黄档”。**截至 2021H1，公司的净负债率为 95.27%，现金短贷比为 1.03。仅剔除预收款项后的资产负债率不满足低于 70%的要求，2021H1 为 77.42%，较 2020 年末下降 1.27 个百分点。

**现金流情况向好。**经营性现金流入 764.4 亿元，同比增长 12.1%，是一年内到期的有息负债的 3.6 倍，其中销售商品、提供劳务收到的现金流入 526.6 亿元，同比增加 30.6%。经营活动产生的现金流量净额 24.1 亿元，同比增加 18.5%，持续保持正值。

**毛利率和期间费用率维持稳定。**公司综合毛利率 16.31%，同比下降 0.97 个百分点。销售费用率、管理费用率和销售费用率分别为 2.5%、4.59%和 1.49%，同比变动 0.14、0.37 和-0.03 个百分点，整体维持稳定。

**投资策略：**在目前“三条红线”、“两集中”等行业政策下，中南建设采取高质量发展的策略，谨慎拿地，保证公司现金流情况向好。我们预计公司 2021~2023 年的营业收入分别为 983 亿元、1149 亿元、1389 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 81 亿元、95 亿元、120 亿元，每股收益分别为 2.13 元、2.5 元、3.15 元，对应 PE 分别为 2.15、1.84、1.46 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**销售不及预期风险、房地产政策调控风险、疫情反复风险

评级

买入（维持）

2021 年 08 月 27 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

王源

分析师

SAC 执业证书编号：S1660521040001

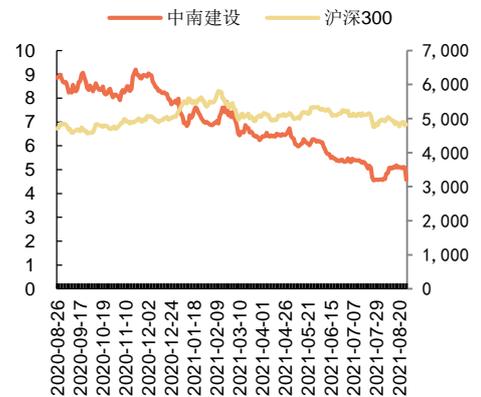
Wangyuan02@shgsec.com

## 交易数据

时间 2021.08.27

总市值/流通市值（亿元）	175.26/175.2
总股本（亿股）	38.27
收盘价（元）	4.58
一年内最低价/最高价（元）	4.42/9.45

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 相关报告

1、《中南建设 2020 年报点评：迈入两千亿，成长韧劲足》2021-04-29

**财务指标预测**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	71,830.79	78,600.85	98,328.56	114,908.5	138,905.1
增长率 (%)	79.08%	9.43%	25.10%	16.86%	20.88%
归母净利润 (百万)	4,163.09	7,077.79	8,148.52	9,547.63	12,042.43
增长率 (%)	89.83%	70.01%	15.13%	17.17%	26.13%
净资产收益率 (%)	19.42%	24.66%	24.59%	23.84%	24.70%
每股收益(元)	1.12	1.87	2.13	2.50	3.15
PE	4.11	2.45	2.15	1.84	1.46
PB	0.80	0.61	0.53	0.44	0.36

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	71831	78601	98329	114909	138905	流动资产合计	252435	299822	311517	342424	379709
营业成本	59802	65009	81455	94316	112896	货币资金	25410	32861	37946	46192	54722
营业税金及附加	1878	1956	2447	2859	3456	应收账款	11732	7110	12478	12488	16361
营业费用	1463	1730	2083	2482	2972	其他应收款	29796	33720	33720	33720	33720
管理费用	3216	2821	3528	4123	4985	预付款项	6015	6666	7480	8423	9553
研发费用	1	61	67	74	81	存货	165587	184375	202812	223094	245403
财务费用	675	550	511	496	503	其他流动资产	10847	13532	14332	15004	15977
资产减值损失	-266.73	-498.35	-382.54	-324.64	-324.64	非流动资产合计	38136	59431	47115	54804	64171
公允价值变动收益	50.97	289.42	287.00	0.00	0.00	长期股权投资	13486	27055	33007	40268	49128
投资净收益	2091.68	4289.53	3190.60	3190.60	3190.60	固定资产	3266.88	3236.38	3140.01	3012.10	2883.47
营业利润	6309	10667	12097	14074	17528	无形资产	667	633	570	513	462
营业外收入	51.09	73.86	62.84	62.84	62.84	商誉	4	4	4	4	4
营业外支出	205.31	223.77	223.77	223.77	223.77	其他非流动资产	0	18620	0	0	0
利润总额	6155	10517	11937	13913	17367	资产总计	290571	359253	358632	397228	443881
所得税	1532	2713	3025	3526	4402	流动负债合计	216417	253201	232865	243301	250220
净利润	4623	7804	8911	10386	12965	短期借款	13082	10557	11819	11188	11504
少数股东损益	459	726	763	839	923	应付账款	23791	31336	35344	42882	50157
归属母公司净利润	4163	7078	8149	9548	12042	预收款项	123359	19	18142	39321	64922
EBITDA	7892	12077	12828	14785	18241	一年内到期的非流动负债	11132	12814	12814	12814	12814
EPS (元)	1.12	1.87	2.13	2.50	3.15	非流动负债合计	47331	57690	69445	84301	102259
主要财务比率						长期借款	36006	43069	55781	70637	88595
						应付债券	10356	13462	13462	13462	13462
成长能力						负债合计	263748	310890	302310	327602	352479
营业收入增长	79.08%	9.43%	25.10%	16.86%	20.88%	少数股东权益	5383	19662	20425	21263	22186
营业利润增长	99.89%	69.06%	13.41%	16.34%	24.54%	实收资本(或股本)	3757	3821	3827	3827	3827
归属于母公司净利润增长	15.13%	17.17%	15.13%	17.17%	26.13%	资本公积	2823	3257	3257	3257	3257
获利能力						未分配利润	12974	19387	24125	29675	36676
毛利率(%)	16.75%	17.29%	17.16%	17.92%	18.72%	归属母公司股东权益合计	21439	28701	33141	40045	48754
净利率(%)	6.44%	9.93%	9.06%	9.04%	9.33%	负债和所有者权益	290571	359253	357333	390368	424877
总资产净利润(%)	1.43%	1.97%	2.27%	2.40%	2.71%	现金流量表 单位:百万元					
ROE(%)	19.42%	24.66%	24.59%	23.84%	24.70%	经营活动现金流	8196	8467	1039	-3954	-11937
偿债能力						净利润	4623	7804	8911	10386	12965
资产负债率(%)	91%	87%	85%	84%	83%	折旧摊销	908.21	860.68	0.00	158.02	158.73
流动比率	1.17	1.18	1.34	1.41	1.52	财务费用	675	550	511	496	503
速动比率	0.40	0.46	0.47	0.49	0.54	应付帐款减少	3168	-4622	-5367	-11	-3873
营运能力						预收帐款增加	13239	-123340	18123	21179	25601
总资产周转率	0.27	0.24	0.27	0.31	0.34	投资活动现金流	-13381	-13910	-12726	-14446	-16114
应收账款周转率	7	8	10	9	10	公允价值变动收益	51	289	287	0	0
应付账款周转率	3.61	2.85	2.95	2.94	2.99	长期股权投资减少	0	0	-6586	-7961	-9629
每股指标(元)						投资收益	2092	4290	3191	3191	3191
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.87	2.13	2.50	3.15	筹资活动现金流	8059	13717	9692	26646	36580
每股净现金流(最新摊薄)	0.77	2.17	-0.52	2.16	2.23	应付债券增加	0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	5.71	7.51	8.66	10.47	12.74	长期借款增加	0	0	12712	14856	17958
估值比率						普通股增加	47	64	5	0	0
P/E	4.11	2.45	2.15	1.84	1.46	资本公积增加	349	434	0	0	0
P/B	0.80	0.61	0.53	0.44	0.36	现金净增加额	2874	8275	-1995	8246	8529
EV/EBITDA	7.90	5.34	5.72	5.37	4.89						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师简介

王源，房地产分析师，北京大学金融硕士，曾就职于北京股权交易中心，2020年加入申港证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上