

中南建设 (000961)

证券研究报告

2021年09月03日

半年度营收稳增、负债结构持续优化

——半年报点评

事件: 公司公告 2021 年半年度业绩, 2021 年上半年公司实现营业收入 384.8 亿元, YOY+29.6%, 实现归母净利润 17.5 亿元, YOY-14.7%; 实现基本每股收益 0.46 元/股, YOY-16.1%。

半年度营收稳增: 上半年公司实现营业收入 384.8 亿元, YOY+29.6%, 较上年同期增速提升 2.28pct; 实现归母净利润 17.5 亿元, YOY-14.7%, 较上年同期增速收缩 90.9pct。2021 年上半年房地产业务结算收入 273.8 亿元, 同比增长 31.5%, 推动营收增长。同时, 由于上半年少数股东损益比例较上年同期略提升 0.32pct 至 13.83%, 叠加建筑行业原材料价格上升影响, 毛利率较上年同期收缩 0.97pct 至 16.31%, 一定程度上削弱了归母净利润的增长。分季度看, Q1、Q2 分别实现营业收入 143.49 亿元、241.32 亿元, 对应同比增速分别为+23.86%、+33.27%; 分别实现归母净利润 6.85 亿元、10.63 亿元, 对应同比增速分别为+10.21%、-25.57%, Q1 营收与归母净利润增速略有提升, Q2 营收稳定增长但归母净利润出现负增长。

净利率略有下滑: 2021 年上半年公司毛利率为 16.31%, 较上年同期收缩 0.97pct。毛利率的下滑主要由于: 1) 受到结算结构差异及非并表项目投资收益减少影响, 房地产业务结算毛利率下降 0.34 个 PCT 至 19.06%; 2) 受原材料价格上升的影响, 建筑业务毛利率下降 2.82 个 PCT, 至 8.28%。我们也关注到, 2021 年上半年公司实现净利率 5.27%, 较上年同期收缩 2.71pct; 权益净利润率 4.54%, 同比收缩 2.36pct, 除去公司毛利率下滑因素的影响外, 主要源于: 1) 为了应对调控的影响, 公司的财务及销售费用率有所上升; 2) 上半年非并表项目结算少, 带来的投资收益也减少。上半年公司三费率达 8.26%, 较上年同期收缩 0.15pct, 其中管理费率较上年同期收缩 0.32pct 至 4.27%, 财务、销售费率较上年同期提升 0.03pct、0.14pct 至 1.49%、2.50%。

稳步扩充土地储备: 公司上半年实现签约销售面积 790.1 万方, YOY+29.7%; 签约销售金额 1,089.8 亿元, YOY+33.9%。在区域上看, 公司在一、二线城市销售面积占总销售面积的比例为 32%, 在一、二线城市销售金额占总销售金额的比例为 36%。上半年公司新增规划建面 699.9 万方, 总价款约 287 亿元, 对应拿地力度为 26.33%, 新增平均地价约 4100 元/平米, 新增项目平均地价较上年同期的 4400 元/平米下降 7.1pct。上半年公司土地储备 4740 万方, YOY+7.5%; 其中在建建筑面积 3193 万方, 未开发面积 1547 万方。以城市能级划分看, 土储中近 33%比重位于一二线城市, 67%比重位于三四线城市。上半年公司已售未结资源 1,288.2 亿元, 占上年营收比重约 1.64X, 对于未来业绩覆盖度较高。

负债结构持续优化: 在严厉的调控环境中, 公司有息负债呈下降态势, 2021 年上半年, 公司有息负债总规模约 767.56 亿元, 同比降低 1.77%, 有息负债与年度经营规模比值进一步在行业保持最低位置。其中短期借款和一年内到期的非流动负债占全部有息负债比值 27.23%, 较 2020 年末下降 2.02 个百分点, 长短期结构更加均衡。债务指标上看, 上半年有息负债率 20.58%, 较上年同期收缩 3.62pct; 剔除预收账款后的资产负债率为 79.07%, 较上年同期收缩 3.91pct; 净负债率 95.27%, 较上年同期收缩 51.90pct, 公司近年内降杠杆效果显著; 一年内到期债务占比 15.65%, 较上年同期提升 1.93pct, 现金短债比 1.29, 较上年同期 1.19, 有所改善。

投资建议: 公司半年度营收稳增, 公司已售未结项目充裕, 为未来业绩结算提供空间。基于此, 我们预计公司 21-23 年净利润预测分别为 90.1、99.1、108.9 亿元, 对应 EPS 为 2.35、2.59 和 2.85 元, 对应 PE 为 2.07、1.88 和 1.71, 维持“买入”评级。

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	2.35	2.59	2.85
市盈率(P/E)	4.49	2.64	2.07	1.88	1.71
市净率(P/B)	0.87	0.65	0.54	0.45	0.38
市销率(P/S)	0.26	0.24	0.17	0.14	0.12
EV/EBITDA	8.33	5.78	4.12	4.13	4.00

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	4.88 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,826.56
流通 A 股股本(百万股)	3,811.26
A 股总市值(百万元)	18,673.61
流通 A 股市值(百万元)	18,598.96
每股净资产(元)	7.44
资产负债率(%)	85.99
一年内最高/最低(元)	10.45/4.42

作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
胡孝宇	联系人
huxiaoyu@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: 累计销售金额、面积保持双位数增长——7 月经营公告点评》2021-08-06
- 《中南建设-公司点评: 累计销售双位数增长, 销售均价维持稳定》2021-07-06
- 《中南建设-年报点评报告: 业绩增长符合预期、橙档进阶黄档》2021-05-08

财务预测摘要

资产负债表(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
应收票据及应收账款	13,119.75	9,548.41	20,828.63	12,864.37	24,202.35
预付账款	6,015.36	6,665.53	10,568.89	13,594.24	15,452.80
存货	165,586.81	184,374.91	221,864.90	276,499.53	287,151.24
其他	42,253.33	66,370.37	71,438.20	79,356.00	82,022.87
流动资产合计	252,384.99	299,819.97	354,227.10	408,338.49	438,321.82
长期股权投资	13,486.19	27,054.87	27,054.87	27,054.87	27,054.87
固定资产	3,266.88	3,236.38	3,141.60	3,046.19	2,937.39
在建工程	12.15	120.43	108.26	112.96	97.77
无形资产	667.42	633.29	597.84	562.39	526.94
其他	20,702.95	28,386.00	30,432.51	32,176.04	34,182.70
非流动资产合计	38,135.59	59,430.98	61,335.08	62,952.45	64,799.69
资产总计	290,570.59	359,253.45	415,581.42	471,310.17	503,135.16
短期借款	13,082.30	10,556.65	23,663.99	24,791.39	27,136.49
应付票据及应付账款	34,790.39	42,107.48	34,216.36	44,313.79	35,219.75
其他	168,543.98	200,536.52	248,875.95	283,152.23	308,139.66
流动负债合计	216,416.67	253,200.65	306,756.31	352,257.41	370,495.91
长期借款	36,006.26	43,068.64	43,592.58	45,907.78	49,324.12
应付债券	10,356.13	13,462.08	10,000.00	10,000.00	11,154.03
其他	968.92	1,158.92	221.65	215.20	531.92
非流动负债合计	47,331.31	57,689.64	53,814.23	56,122.98	61,010.07
负债合计	263,747.98	310,890.29	360,570.54	408,380.39	431,505.98
少数股东权益	5,383.35	19,662.05	20,553.29	21,533.62	22,610.58
股本	3,756.85	3,821.28	3,826.56	3,826.56	3,826.56
资本公积	2,822.94	3,256.76	3,256.76	3,256.76	3,256.76
留存收益	16,520.36	23,421.90	30,631.02	37,569.59	45,192.04
其他	(1,660.89)	(1,798.83)	(3,256.76)	(3,256.76)	(3,256.76)
股东权益合计	26,822.61	48,363.17	55,010.88	62,929.78	71,629.18
负债和股东权益总计	290,570.59	359,253.45	415,581.42	471,310.17	503,135.16

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,622.57	7,804.07	9,011.40	9,912.24	10,889.21
折旧摊销	610.20	616.49	202.40	206.17	209.43
财务费用	769.89	406.05	764.55	942.23	1,084.79
投资损失	(2,091.68)	(4,289.53)	(2,445.03)	(1,687.07)	(80.00)
营运资金变动	(2,660.46)	(11,638.99)	(10,727.05)	(14,989.81)	(15,082.97)
其它	6,945.82	15,569.35	2,227.06	1,030.33	1,126.95
经营活动现金流	8,196.33	8,467.45	(966.66)	(4,585.91)	(1,852.59)
资本支出	7,184.78	13,686.13	997.27	86.45	(266.72)
长期投资	6,592.77	13,568.68	0.00	0.00	0.00
其他	(27,158.07)	(41,164.32)	(1,200.63)	1,470.62	252.30
投资活动现金流	(13,380.52)	(13,909.51)	(203.36)	1,557.07	(14.42)
债权融资	70,577.13	79,901.34	81,756.57	85,199.17	94,885.96
股权融资	(275.83)	246.91	(2,138.05)	(942.23)	(1,032.03)
其他	(62,242.69)	(66,431.44)	(81,782.76)	(84,730.25)	(88,518.70)
筹资活动现金流	8,058.62	13,716.81	(2,164.24)	(473.30)	5,335.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	71,830.79	78,600.85	109,357.36	134,772.01	155,163.02
营业成本	59,801.50	65,009.29	88,634.14	108,734.06	124,487.29
营业税金及附加	1,878.29	1,955.69	2,635.51	3,113.23	3,258.42
营业费用	1,462.81	1,730.22	2,219.95	2,695.44	3,180.84
管理费用	3,216.23	2,820.57	4,746.11	5,579.56	6,206.52
研发费用	1.28	60.84	84.65	104.32	120.11
财务费用	674.67	549.52	764.55	942.23	1,084.79
资产减值损失	(266.73)	(498.35)	555.29	584.80	500.00
公允价值变动收益	50.97	289.42	1,335.83	50.00	50.00
投资净收益	2,091.68	4,289.53	2,445.03	1,687.07	80.00
其他	(3,389.19)	(8,272.52)	(7,561.71)	(3,474.14)	(260.00)
营业利润	6,309.28	10,666.65	13,498.01	14,755.43	16,455.04
营业外收入	51.09	73.86	52.00	2.00	42.62
营业外支出	205.31	223.77	205.23	234.00	542.78
利润总额	6,155.06	10,516.74	13,344.78	14,523.43	15,954.89
所得税	1,532.49	2,712.68	3,442.14	3,630.86	3,988.72
净利润	4,622.57	7,804.07	9,902.64	10,892.58	11,966.16
少数股东损益	459.48	726.28	891.24	980.33	1,076.95
归属于母公司净利润	4,163.09	7,077.79	9,011.40	9,912.24	10,889.21
每股收益(元)	1.09	1.85	2.35	2.59	2.85

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	79.08%	9.43%	39.13%	23.24%	15.13%
营业利润	99.89%	69.06%	26.54%	9.32%	11.52%
归属于母公司净利润	89.83%	70.01%	27.32%	10.00%	9.86%
获利能力					
毛利率	16.75%	17.29%	18.95%	19.32%	19.77%
净利率	5.80%	9.00%	8.24%	7.35%	7.02%
ROE	19.42%	24.66%	26.15%	23.94%	22.21%
ROIC	11.95%	16.74%	15.85%	15.63%	14.87%
偿债能力					
资产负债率	90.77%	86.54%	86.76%	86.65%	85.76%
净负债率	168.39%	97.27%	94.95%	94.03%	91.29%
流动比率	1.17	1.18	1.15	1.16	1.18
速动比率	0.40	0.46	0.43	0.37	0.41
营运能力					
应收账款周转率	6.31	6.93	7.20	8.00	8.37
存货周转率	0.48	0.45	0.54	0.54	0.55
总资产周转率	0.27	0.24	0.28	0.30	0.32
每股指标(元)					
每股收益	1.09	1.85	2.35	2.59	2.85
每股经营现金流	2.14	2.21	-0.25	-1.20	-0.48
每股净资产	5.60	7.50	9.00	10.82	12.81
估值比率					
市盈率	4.49	2.64	2.07	1.88	1.71
市净率	0.87	0.65	0.54	0.45	0.38
EV/EBITDA	8.33	5.78	4.12	4.13	4.00
EV/EBIT	8.62	5.91	4.18	4.19	4.05

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