

2021年09月05日

投资收益拖累业绩，负债率持续优化

中南建设(000961)

评级:	增持	股票代码:	000961
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	10.45/4.42
目标价格:		总市值(亿)	186.74
最新收盘价:	4.88	自由流通市值(亿)	186.00
		自由流通股数(百万)	3,811.40

事件概述

中南建设发布 2021 年半年报，公司实现营收 384.8 亿元，同比+29.6%，实现归母净利润 17.5 亿元，同比-14.7%。

► 投资收益影响利润，盈利能力有所下降

2021 年上半年，公司实现营业收入 384.8 亿元，同比增长 29.6%，归母净利润 17.5 亿元，同比下降 14.7%，公司结算结构差异及非并表项目结算较少，带来投资收益同步减少，致使净利润出现下滑。上半年，公司毛利率及净利率分别为 16.31%和 5.27%，分别较上年同期下降 0.97pct 和 2.71pct，受建筑行业原材料价格上升及投资收益减少盈利能力有所下滑。

► 销售表现优异，拿地力度减弱

2021 年上半年，公司实现销售金额 1089.8 亿元，同比增长 33.9%，销售面积为 790.1 万平方米，同比增长 29.7%，销售均价为 13793 元/平方米，同比增长 3.2%，位居行业前 20。拿地方面，公司新增 41 个项目，拿地面积为 699.9 万平方米，同比增长 1.7%，拿地金额为 289.5 亿元，同比下降 7.1%，拿地金额占销售金额的比重为 26.6%，较上年同期下降 11.7pct，投资趋于保守。

► 杠杆稳中有降，财务安全度提升

截至报告期末，公司净负债率和剔除预收款项的资产负债率分别为 95.27%和 77.42%，分别较 20 年末下降 2pct 和 1.27pct，报告期末，公司现金短债比为 1.29，短期偿债风险可控。总体来看，公司正有序降低负债，杠杆率逐步下降，“三道红线”指标已达标 2 项，整体财务安全性持续提高。

投资建议

中南建设销售表现良好，土储资源丰富，财务安全度提高，考虑建筑行业原材料成本上升以及结算项目利润率下滑的原因，我们下调公司 21-22 年营收 1323.1/1568.6 亿元的预测至 970.7/1141.6 亿元，下调 21-22 年 EPS2.39/2.76 元的预测至 1.96/2.17 元，并加入 23 年的盈利预测，预计营收为 1320.8 亿元，EPS 为 2.4 元，对应 2021 年 9 月 3 日 4.88 元/股收盘价，PE 分别为 2.5/2.3/2.0 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

房地产调控政策收紧，销售不及预期，项目利润率出现下滑。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	71,831	78,601	97,072	114,157	132,079
YoY (%)	79.1%	9.4%	23.5%	17.6%	15.7%
归母净利润(百万元)	4,163	7,078	7,510	8,305	9,181
YoY (%)	89.8%	70.0%	6.1%	10.6%	10.5%
毛利率 (%)	16.7%	17.3%	17.9%	16.8%	15.9%
每股收益(元)	1.12	1.87	1.96	2.17	2.40
ROE	19.4%	24.7%	20.7%	18.7%	17.1%
市盈率	4.38	2.61	2.49	2.25	2.03

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 由于沛

研究助理: 侯希得

研究助理: 肖峰

邮箱: youzp@hx168.com.cn

邮箱: houxd@hx168.com.cn

邮箱: xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	78,601	97,072	114,157	132,079	净利润	7,804	8,253	9,076	10,088
YoY (%)	9.4%	23.5%	17.6%	15.7%	折旧和摊销	616	968	968	968
营业成本	65,009	79,696	94,978	111,079	营运资金变动	3,641	-10,081	7,358	-12,903
营业税金及附加	1,956	2,427	2,854	3,236	经营活动现金流	8,467	-1,927	15,810	-4,018
销售费用	1,730	2,136	2,454	2,774	资本开支	-5,165	-136	-126	-132
管理费用	2,821	3,446	4,053	4,623	投资	-10,494	50	30	10
财务费用	550	4,374	4,831	5,133	投资活动现金流	-13,910	5,718	6,739	7,793
资产减值损失	-498	0	0	0	股权募资	13,770	5	0	0
投资收益	4,290	5,824	6,849	7,925	债务募资	8,887	8,000	7,700	7,400
营业利润	10,667	10,925	11,991	13,373	筹资活动现金流	13,717	3,385	2,569	1,778
营业外收支	-150	-137	-127	-133	现金净流量	8,246	7,175	25,117	5,554
利润总额	10,517	10,788	11,865	13,239					
所得税	2,713	2,535	2,788	3,151	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	7,804	8,253	9,076	10,088	成长能力				
归属于母公司净利润	7,078	7,510	8,305	9,181	营业收入增长率	9.4%	23.5%	17.6%	15.7%
YoY (%)	70.0%	6.1%	10.6%	10.5%	净利润增长率	70.0%	6.1%	10.6%	10.5%
每股收益	1.87	1.96	2.17	2.40	盈利能力				
					毛利率	17.3%	17.9%	16.8%	15.9%
					净利率	9.9%	8.5%	8.0%	7.6%
					总资产收益率 ROA	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%
					净资产收益率 ROE	24.7%	20.7%	18.7%	17.1%
					偿债能力				
					流动比率	1.18	1.21	1.24	1.26
					速动比率	0.36	0.36	0.42	0.41
					现金比率	0.13	0.13	0.19	0.18
					资产负债率	86.5%	86.6%	86.4%	86.1%
					经营效率				
					总资产周转率	0.22	0.23	0.24	0.24
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.87	1.96	2.17	2.40
					每股净资产	7.51	9.46	11.63	14.03
					每股经营现金流	2.22	-0.50	4.13	-1.05
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	2.61	2.49	2.25	2.03
					PB	1.18	0.52	0.42	0.35

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	32,861	40,036	65,153	70,707
预付款项	6,666	7,970	9,498	11,108
存货	184,375	229,263	271,924	314,977
其他流动资产	75,921	88,126	79,535	90,107
流动资产合计	299,822	365,394	426,111	486,898
长期股权投资	27,055	27,055	27,055	27,055
固定资产	3,236	2,268	1,300	332
无形资产	633	633	633	633
非流动资产合计	59,431	58,483	57,530	56,572
资产合计	359,253	423,877	483,641	543,470
短期借款	10,557	10,557	10,557	10,557
应付账款及票据	42,107	50,875	61,671	73,038
其他流动负债	200,537	240,135	272,326	303,299
流动负债合计	253,201	301,566	344,553	386,894
长期借款	43,069	50,069	56,569	62,569
其他长期负债	14,621	15,621	16,821	18,221
非流动负债合计	57,690	65,690	73,390	80,790
负债合计	310,890	367,256	417,943	467,684
股本	3,821	3,827	3,827	3,827
少数股东权益	19,662	20,405	21,176	22,084
股东权益合计	48,363	56,621	65,698	75,786
负债和股东权益合计	359,253	423,877	483,641	543,470

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。