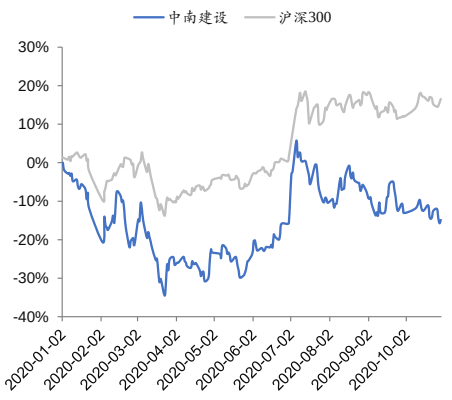
业绩高增印证成长，杠杆下行彰显管控

投资评级：买 入（维持）

报告日期：	2020-10-30
收盘价（元）	8.98
近 12 个月最高/最低（元）	11.15/6.91
总股本（百万股）	3779.6
流通股本（百万股）	3765.3
流通股比例（%）	99.6
总市值（亿元）	339.4
流通市值（亿元）	339.4

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邹坤
执业证书号：S0010520040001
邮箱：zoukun@hazq.com
研究助理：王洪岩
执业证书号：S0010120060026
邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

1、《华安证券_公司研究_深度报告_中南建设（000961）：美好就现在，成长引擎全开 2020-09-24》

主要观点：

事件

公司发布 2020 年三季度报告：1-9 月实现营业收入 458.6 亿元，同比增长 12.0%；实现归母净利润 36.8 亿元，同比增长 62.7%；基本每股收益 0.98 元。

业绩高增，预收账款充裕，持续释放可期

公司前三季度累计实现营业收入 458.6 亿元、归母净利润 36.8 亿元，同比分别增长 12.0%和 62.7%。随着非并表合作项目的收益增加，公司在报告期内投资收益达 21.0 亿元，同比大幅增长 462.49%，带动归母净利润增速高于营收增速。前三季度公司综合毛利率约 18.33%，同比下降 1.65 个百分点，降幅比今年上半年缩小 0.98 个百分点，其中第三季度的单季综合毛利率为 20.26%，同比提高 0.18 个百分点。

分业务来看：(1) 公司前三季度房地产业务累计结算收入 317.2 亿元，同比增长 11.5%；结算毛利率 23.13%，同比下降 0.4 个百分点。截至 2020Q3 末，公司合同负债约 1266.7 亿元，可覆盖 2019 年地产结算收入的 2.5 倍，业绩保障较高；(2) 1-9 月累计实现建筑业务收入 156.2 亿元，同比增长 2.2%。综合毛利率 8.94%，同比增长 0.08 个百分点。

销售表现亮眼，拿地补货积极

报告期内，公司实现合同销售金额 1430.9 亿元，同比增长 10.1%；实现销售面积 1070.4 万平方米，同比增长 4.5%，销售均价约 13368 元/平方米。销售稳步增长的同时，公司积极备货，为发展补充“原料”。1-9 月公司新增项目 70 个，规划建筑面积合计 1032.9 万平方米，对应土地总价款约 498.4 亿元，分别占当期销售面积、销售金额的 96%和 35%；楼面均价约 4825 元/平，占当期销售均价的 36%。从新增土储（按规划建面）的分布来看，二线城市占比 32%、三四线占比 68%；长三角区域占比最高约 47%，继续巩固大本营。

债务结构优化，净负债率持续下行

截至 2020Q3 末，公司净负债率降至 136.0%，较 2019 年末下降 32.4 个百分点。从债务期限结构看，短期债务占比约 32.14%，比重比 2019 年末下降 2.17 个百分点，长短期债务结构的调整，有效缓解公司短期的偿债压力；报告期末，公司货币资金达 299 亿元，较 2019 年末增加 17.7%，货币覆盖短债约 1.15 倍，短债偿付能力提升。受益于公司良好的信用水平，银行贷款作为公司主要的融资方式，负债结构的调整有望助力融资成本的改善。

投资建议

公司 2016-2019 年销售规模大幅提升，当前业绩已步入释放期。股权激励较高的业绩考核条件彰显公司对未来发展的信心。公司通过项目规模小盘化、高激励与跟投机制、短平快的组织架构，积极推动高周转的开

发战略，坚持大众主流住宅产品的定位，适应当下行业发展趋势。建筑板块协同房地产开发的同时，积极探索业务升级。多元化的融资渠道助力公司负债结构持续优化、融资成本改善及净负债率的下行。预计公司2020-2022 年 EPS 分别为 1.89、2.41、2.87 元/股，相对当前股价 PE 为 4.7、3.7、3.1 倍。维持“买入”评级。

风险提示

销量不达预期，重点布局城市调控政策趋严，融资成本上行，负债率水平提升等。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	71831	101696	126836	148705
收入同比(%)	79.1%	41.6%	24.7%	17.2%
归属母公司净利润	4163	7150	9109	10855
净利润同比(%)	89.8%	71.7%	27.4%	19.2%
毛利率(%)	16.75%	17.10%	17.73%	18.16%
ROE(%)	19.4%	25.0%	24.1%	22.3%
每股收益(元)	1.10	1.89	2.41	2.87
P/E	9.58	4.75	3.73	3.13
P/B	1.86	1.19	0.90	0.70

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**71831**	**101696**	**126836**	**148705**
%同比增速	79%	42%	25%	17%
营业成本	59802	84305	104345	121707
毛利	12029	17391	22492	26998
%营业收入	17%	17%	18%	18%
税金及附加	1878	3001	3601	4278
%营业收入	3%	3%	3%	3%
销售费用	1463	2254	2776	3231
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	3216	5278	6444	7460
%营业收入	4%	5%	5%	5%
研发费用	1	1	1	2
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	675	735	845	917
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-267	0	0	0
信用减值损失	-479	0	0	0
其他收益	108	249	292	330
投资收益	2092	3966	4059	4312
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	51	0	0	0
资产处置收益	9	-14	-6	-12
营业利润	**6309**	**10324**	**13168**	**15742**
%营业收入	9%	10%	10%	11%
营业外收支	-154	0	0	0
利润总额	**6155**	**10324**	**13168**	**15742**
%营业收入	9%	10%	10%	11%
所得税费用	1532	2802	3410	4116
净利润	4623	7522	9758	11626
%营业收入	6%	7%	8%	8%
归属于母公司的净利润	**4163**	**7150**	**9109**	**10855**
%同比增速	90%	72%	27%	19%
少数股东损益	459	372	649	771
EPS（元/股）	1.10	1.89	2.41	2.87

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	25410	27317	29872	35129
交易性金融资产	1521	1521	1521	1521
应收账款及应收票据	13120	15603	19460	22815
存货	165587	230973	285876	333443
预付账款	6015	8480	10496	12242
其他流动资产	40782	54476	66207	76579
流动资产合计	252435	338369	413433	481730
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	13486	13486	13486	13486
投资性房地产	4419	4676	4956	5216
固定资产合计	3267	3465	3663	3861
无形资产	667	801	890	990
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	2135	2135	2135	2135
其他非流动资产	14156	14129	14100	14071
资产总计	**290571**	**377065**	**452666**	**521494**
短期借款	13082	13082	13082	13082
应付票据及应付账款	34790	49046	60704	70805
预收账款	123359	174648	217824	255380
应付职工薪酬	1240	1748	2164	2524
应交税费	4576	6478	8080	9473
其他流动负债	39369	50364	59356	67147
流动负债合计	216417	295367	361210	418411
长期借款	36006	36006	36006	36006
应付债券	10356	10356	10356	10356
递延所得税负债	578	578	578	578
其他非流动负债	391	391	391	391
负债合计	**263748**	**342698**	**408541**	**465742**
归属于母公司的所有者权益	21439	28612	37721	48576
少数股东权益	5383	5756	6405	7176
股东权益	**26823**	**34367**	**44125**	**55751**
负债及股东权益	**290571**	**377065**	**452666**	**521494**

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	**8196**	**-1317**	**1908**	**4374**
投资	-6385	-209	-209	-209
资本性支出	-7833	-551	-492	-510
其他	837	3966	4059	4312
投资活动现金流净额	**-13381**	**3206**	**3358**	**3593**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2761	23	0	0
银行贷款增加（减少）	52311	0	0	0
筹资成本	-6990	-5	-2711	-2711
其他	-40023	0	0	0
筹资活动现金流净额	**8059**	**18**	**-2711**	**-2711**
现金净流量	**2857**	**1907**	**2556**	**5257**

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.10	1.89	2.41	2.87
BVPS	5.67	7.57	9.98	12.85
PE	9.58	4.75	3.73	3.13
PEG	0.11	0.07	0.14	0.16
PB	1.86	1.19	0.90	0.70
EV/EBITDA	13.95	10.96	7.60	5.68
ROE	19.4%	25.0%	24.1%	22.3%
ROIC	4%	5%	6%	7%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。