海外信评获得上调，模式优势逐步显现

——中南建设跟踪点评报告

中南建设
(000961.SZ)
买入
(维持)

事件：近日，标普将中南建设的长期发行人信用评级从 B 上调至 B+，同时，将其存续高级无抵押票据的长期发行评级从 B-上调至 B，展望稳定。

海外信评获得上调，商业模式认可度持续提升。公司是制造业化开发模式典型。相较同业，公司净资产积累较少、融资成本相对较高，因此公司选择通过提升整体周转运营效率来加快净资产积累和规模增长，而非通过囤地待涨获取土地增值收益与较高利润率。虽然毛利率较同业有所差距，但 2019 年公司总资产周转率为 27.3%，高于 A 股地产算术平均的 23.3%；加权 ROE 达 21.6%，高于 A 股地产 ROE 平均水平 13.3%。受益于较快的周转速度，公司实际有息负债规模与相似销售规模房企相比处较低水平，扣除预收款的资产负债率也处于行业低位。评级上调也反映出海外评级机构对公司商业模式的认可；**在融资环境偏紧的当下，此次上调亦反映出公司资信状况的明显改善。**

销售重回升势，增速逐月提升。受年初新冠疫情影响，公司前 5 月累计销售额有所下滑。进入 6 月后，公司累计销售增速开始转正，其后逐月提升，体现公司销售端恢复态势良好。根据亿翰智库数据，中南建设 2020 年 1-9 月累计销售额增速约为 11%。公司主要布局区域市场需求旺盛，供货量较为充足，能够支撑公司冲击全年约 15%的销售额增长目标。

大规模激励支撑发展，杠杆率有望快速下降。公司已推出覆盖核心人员的激励计划，2020/21 年度归母净利考核条件为较 2017 年增长不低于 1060%/1408%，整体经营动力充足，能够有效支撑未来业绩增长。另一方面，利润的快速结转也有利于公司净负债率的快速下降。截至 2020 年 6 月末，公司现金短债比为 1.19 倍（2019 年：1.05 倍）；净负债率 147.2%（2019 年：168.4%）。**随着杠杆率的快速下降和信用评级的调升，公司未来融资成本有望进一步改善。**

成长性领先同侪，投资经营更趋平衡，维持“买入”评级。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 1.86 元、2.42 元和 3.03 元，同比增长 68.9%、30.0%和 25.4%，对应现价 5.00 倍、3.85 倍和 3.07 倍 PE。考虑到公司领先同侪的成长性与优化的财务状况，维持 7.0 倍目标动态 PE，目标价人民币 13.0 元，较现价空间达 40%。（最新股价为 10 月 9 日收盘价）

风险提示：*调控政策与流动性环境存在一定不确定性，或对公司经营造成一定影响；公司重点布局城市市场或出现一定波动，影响公司销售与现金流。*

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3700 7094
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30,552	40,110	71,831	102,143	131,050	164,075
(+/-)%	*-11.3%*	*31.3%*	*79.1%*	*42.2%*	*28.3%*	*25.2%*
毛利润	5,050	7,845	12,029	17,885	23,576	30,026
归母净利润	687	2,193	4,163	7,030	9,139	11,461
(+/-)%	*69.2%*	*219.1%*	*89.8%*	*68.9%*	*30.0%*	*25.4%*
PE	35.25	9.67	9.58	5.00	3.85	3.07
PB	1.57	1.22	1.86	1.16	0.93	0.73

损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,110	71,831	102,143	131,050	164,075
营业成本	-32,265	-59,802	-84,258	-107,474	-134,049
毛利润	7,845	12,029	17,885	23,576	30,026
销售费用	-966	-1,463	-2,145	-2,752	-3,610
管理费用	-2,391	-3,216	-4,596	-6,028	-7,712
EBIT	3,035	5,471	8,488	11,257	14,274
利息支出	-546	-752	-1,473	-1,623	-1,742
利息收入	193	212	289	322	346
投资收益	579	2,092	3,043	3,831	4,471
其他收入	138	108	134	154	150
税前利润	3,050	6,155	10,158	13,547	17,091
所得税	737	1,532	2,346	3,278	4,068
少数股东损益	119	459	781	1,130	1,563
归母净利润	2,193	4,163	7,030	9,139	11,461
股权数	3,710	3,757	3,780	3,780	3,780
EPS	0.59	1.11	1.86	2.42	3.03

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,050	6,155	10,158	13,547	17,091
营运资本变动	17,053	4,113	1,704	-267	-1,682
其他	-671	-2,072	-3,593	-5,092	-6,388
经营性现金流合计	19,432	8,196	8,268	8,188	9,022
投资物业	-6,308	-6,385	-8,218	-8,737	-9,219
其他	-6,342	-6,996	2,944	3,715	4,347
投资性现金流合计	-12,650	-13,381	-5,274	-5,022	-4,872
自由现金流	6,782	-5,184	2,995	3,166	4,150
每股自由现金流	1.83	-1.38	0.79	0.84	1.10
权益融资	325	2,761	0	0	0
债权融资	5,368	12,193	3,720	6,576	7,496
其他	-9,735	-6,895	365	-3,123	-3,242
融资性现金流合计	-4,042	8,059	4,085	3,453	4,254
现金变动合计	2,735	2,857	7,079	6,619	8,404
期初现金	10,576	13,311	25,410	32,489	39,108
期末现金	13,311	16,168	32,489	39,108	47,512

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	4,210	4,419	4,419	4,419	4,419
其他非流动资产	12,695	20,230	20,232	20,235	20,238
长期股权投资	6,893	13,486	21,704	30,441	39,660
非流动资产合计	23,799	38,136	46,356	55,095	64,318
存货	135,003	165,587	189,292	220,837	257,080
应收账款及应收票据	9,656	13,120	13,992	16,157	17,981
现金	20,417	25,410	32,489	39,108	47,512
其他流动资产	46,819	48,319	60,739	69,214	76,948
总资产	235,694	290,571	342,869	400,411	463,839
流动负债合计	175,117	216,417	255,063	298,805	344,708
长期借款	30,127	36,006	39,008	42,540	47,041
应付债券	9,801	10,356	11,356	12,856	14,356
其他非流动负债	1,056	969	969	969	969
非流动负债合计	40,984	47,331	51,333	56,365	62,366
少数股东权益	2,195	5,383	6,164	7,294	8,857
归属母公司股东权益	17,398	21,439	30,308	37,946	47,907
总负债和权益合计	235,694	290,571	342,869	400,411	463,839

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	19.6%	16.7%	17.5%	18.0%	18.3%
经营利润率	7.6%	7.6%	8.3%	8.6%	8.7%
归母净利率	5.5%	5.8%	6.9%	7.0%	7.0%
营收增长率	31.3%	79.1%	42.2%	28.3%	25.2%
EBIT 增长率	199.9%	80.3%	55.2%	32.6%	26.8%
归母净利润增长率	219.1%	89.8%	68.9%	30.0%	25.4%
EPS 增长率	219.1%	87.4%	67.9%	30.0%	25.4%
每股净资产	4.69	5.71	8.02	10.04	12.68
利息覆盖倍数	5.56	7.27	5.76	6.94	8.20
净负债资本率	61.9%	60.9%	47.6%	41.1%	34.3%
净负债率	191.5%	168.4%	118.5%	95.4%	74.4%
总资产周转率	0.19	0.27	0.32	0.35	0.38
资产权益比	13.55	13.55	11.31	10.55	9.68
ROA	1.0%	1.6%	2.4%	2.5%	2.8%
ROE（平均）	13.3%	21.4%	27.2%	26.8%	26.7%
ROCE	3.7%	6.2%	8.7%	9.6%	10.4%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。