中南建设（000961）

公司研究/点评报告

融资端改善的逻辑逐步兑现

—信用评级提升点评

点评报告/房地产　　2020 年 09 月 18 日

一、事件概述

9 月 16 日，穆迪将中南建设的家族企业评级（CFR）由“B2”上调至“B1”，同时还将相关现有票据的高级无抵押债务评级由“B3”上调至“B2”。我们认为，这是公司融资端改善逻辑的逐步兑现，伴随融资能力的提升，公司估值也将有望进一步提升。

二、分析与判断

➢ 信用评级提升，融资端改善的逻辑逐步兑现

从穆迪对于上调公司评级的说法看，主要为：“1、未来 12-18 个月，得益于强劲的合同销售和有控制的土地收购带来的收入确认增加，江苏中南建设的信贷指标将继续走强；2、中南具有强劲的销售执行力和快速的资产周转模式，提高了低于多元化和可观的经营规模。”公司作为具有较强的快周转开发能力，但过去融资端的提升相对不够显著，伴随信用评级的提升，看好公司融资端未来的持续改善。

➢ 高周转开发优势依旧，货值释放较快

从今年的经营看，公司高周转开发依旧展现出显著的优势，货值释放速度在业内较为领先；而另一方面，公司主要布局区域今年需求较好，以环沪区域尤为明显；得益于此，8 月单月销售增速依然维持在 34.2%的水平；公司整体储备货值的周转性较高，19 年末的 3500 亿货值，预计有 2700 亿可在今年实现推盘，结合公司上半年所拿土地，预计有 300 亿今年可形成销售，预计全年公司将大概率完成 15%以上的增速目标。

➢ 规模与利润并重，保障未来成长的确定性

我们以静态毛利率进行测算来看，即利用项目当前的可比售价，结合建安成本及利息资本化，在不考虑时间成本的基础上，对拿地质量进行测算。可以发现，今年上半年公司所获取项目的静态毛利率为近三年拿地最高水平；从实际经营看，公司确实实现了“规模与利润并重”，在规模扩张的同时，确实保障了较好的利润空间，未来成长确定性依然较高。

三、投资建议

根据前文分析，公司储备布局较好，拿地持续改善，成长性仍具有显著的优势，预测公司 20-22 年每股收益为 1.89、2.43、3.03 元，对应 PE 为 5.1、4.0、3.2 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

1、地产政策调控超预期收紧；2、外围风险不确定性加大。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	71,831	100,563	124,698	143,403
增长率（%）	79.1%	40.0%	24.0%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,163	7,089	9,116	11,384
增长率（%）	89.8%	70.3%	28.6%	24.9%
每股收益（元）	1.12	1.89	2.43	3.03
PE（现价）	8.6	5.1	4.0	3.2
PB	1.7	1.3	1.0	0.8

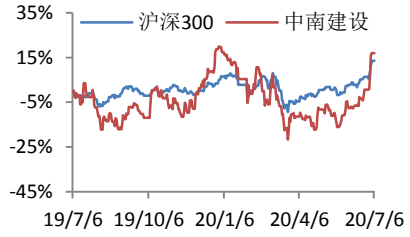
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　9.63 元

交易数据	2020-9-17
近 12 个月最高/最低(元)	11.15/6.91
总股本（百万股）	3,780
流通股本（百万股）	3,765
流通股比例（%）	99.62
总市值（亿元）	364
流通市值（亿元）	364

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：赵翔

执业证号：　S0100520010001

电话：　021-60876730

邮箱：　zhaoxiang@mszq.com

相关研究

1. 中南建设（000961）点评报告：延续高周转优势，拿地质量持续提升
2. 中南建设（000961）点评报告：预计全年销售目标完成无虞

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	71,831	100,563	124,698	143,403
营业成本	59,802	82,814	101,617	116,314
营业税金及附加	1,878	2,212	2,993	3,155
销售费用	1,463	1,508	1,870	2,151
管理费用	3,216	4,023	5,487	5,736
研发费用	1	0	0	0
EBIT	5,471	10,006	12,732	16,047
财务费用	675	2,419	2,260	2,671
资产减值损失	(267)	0	0	0
投资收益	2,092	2,900	3,014	3,465
营业利润	6,309	10,487	13,485	16,840
营业外收支	(154)	0	0	0
利润总额	6,155	10,487	13,485	16,840
所得税	1,532	2,611	3,358	4,193
净利润	4,623	7,875	10,127	12,647
归属于母公司净利润	4,163	7,089	9,116	11,384
EBITDA	6,081	10,202	12,928	16,243

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	25410	61564	93180	126633
应收账款及票据	13120	18101	22446	25813
预付款项	6015	8281	10162	11631
存货	165587	202661	204028	183975
其他流动资产	10897	10897	10897	10897
流动资产合计	252435	351398	383921	414385
长期股权投资	13486	16386	19400	22865
固定资产	3267	3267	3267	3267
无形资产	667	667	667	667
非流动资产合计	38136	40744	43562	46831
资产合计	290571	392142	427482	461215
短期借款	13082	13082	13082	13082
应付账款及票据	34790	49688	61986	72115
其他流动负债	1402	1402	1402	1402
流动负债合计	216417	300733	316998	332385
长期借款	36006	46006	56006	63188
其他长期负债	11062	11756	11756	11324
非流动负债合计	47331	57762	67762	74512
负债合计	263748	358495	384760	406898
股本	3757	3767	3767	3767
少数股东权益	5383	6170	7181	8444
股东权益合计	26823	33646	42722	54317
负债和股东权益合计	290571	392142	427482	461215

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	79.1%	40.0%	24.0%	15.0%
EBIT 增长率	80.3%	82.9%	27.2%	26.0%
净利润增长率	89.8%	70.3%	28.6%	24.9%
盈利能力				
毛利率	16.7%	17.7%	18.5%	18.9%
净利润率	5.8%	7.0%	7.3%	7.9%
总资产收益率 ROA	1.4%	1.8%	2.1%	2.4%
净资产收益率 ROE	19.4%	25.8%	25.6%	24.8%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7
现金比率	0.1	0.2	0.3	0.4
资产负债率	0.9	0.9	0.9	0.9
经营效率				
应收账款周转天数	50.9	45.0	40.0	40.0
存货周转天数	904.8	800.0	720.0	600.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）				
每股收益	1.1	1.9	2.4	3.0
每股净资产	5.7	7.3	9.5	12.2
每股经营现金流	1.9	7.9	7.0	8.6
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	8.6	5.1	4.0	3.2
PB	1.7	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	13.4	5.4	2.6	1.7
股息收益率	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,623	7,875	10,127	12,647
折旧和摊销	398	196	196	196
营运资金变动	4,113	21,465	15,359	18,376
经营活动现金流	7,238	29,564	26,160	32,289
资本开支	7,833	(570)	0	0
投资	(6,385)	0	0	0
投资活动现金流	(13,381)	570	0	0
股权募资	2,761	0	0	0
债务募资	12,193	10,000	10,000	6,750
筹资活动现金流	8,059	6,020	5,456	1,163
现金净流量	1,916	36,154	31,616	33,453

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

赵翔，民生证券房地产行业首席分析师，六年以上地产研究经验，曾就职于华泰证券研究所、浙商证券研究所、上市房地产企业管理岗位，2019年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。