东兴证券 DONGXING SECURITIES

中南建设（000961）：盈利能力有望继续改善，绝对土储增厚

——公司 2020 年半年度报告点评

2020 年 08 月 25 日

强烈推荐/维持

中南建设 | 公司报告

2020 年 8 月 25 日，公司公布 2020 年半年报，公司全年实现营业收入 296.9 亿元，同比增长 27.3%；实现归母净利润 20.5 亿，同比增长 56.2%。我们对公司上半年经营和业绩点评如下：

业绩增速符合预期，业绩高增长主因盈利能力提升。公司归母净利润大幅增长 56.2%，高于公司业绩快报公布的增速下限。公司业绩增速较高主因盈利能力改善和营收高增长。2020 年上半年公司受累于更多低权益项目进入结算，结算权益比有所下降，但公司归母净利率仍然大幅提升 123bp 至 6.9%。分拆来看，公司归母净利率大幅提升主因 1）期间费用率下降 90BP；2）投资收益同比高增 410.7%；3）综合税率大幅下降 9.3pct。

地产开发业务毛利率全年有望继续改善，已售未结资源充足保证股权激励目标实现。2020 年上半年公司地产开发业务毛利率为 19.4%，相较去年全年毛利率有所提高。公司已售未结算的合同负债 1247.5 亿元，是 2019 年地产结算收入 2.4 倍，有关资源毛利率水平高于 2020 年上半年结算资源，全年毛利率仍将提高。公司股权激励计划中要求 2020 年归母净利润不低于 69.9 亿元，我们预计这一目标实现的确定性很强。

建筑业务占比持续下降，助力公司综合毛利率提升。公司 2020 年上半年建筑业务营业收入 97 亿，同比增长 22%；新承接项目预计合同金额为 148 亿，同比增加 18%。报告期内建筑业务综合毛利率为 11.1%，远低于公司地产开发业务 19.4%的结算毛利率。建筑业务营业收入占比从 2015 年末的 49%缩小至 2020 年上半年的 30%，有助于公司综合毛利率提升。

价升量降，全年销售目标实现确定性强。2020 年上半年，公司房地产销售均价为 13360 元/平方米，同比增长 6.1%；公司合同销售面积为 609 万平方米，同比减少 5.7%；在售价抬升和销量下行的对冲下，公司销售金额为 814 亿元，与去年同期基本相同。公司 2020 年计划实现销售增长 15%，对应销售目标 2254.6 亿元。截止 7 月底这一目标已经完成 44%，销售目标完成确定性强。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	40,110.13	71,830.79	99,671.45	135,357.40	173,962.66
增长率（%）	31.28%	79.08%	38.76%	35.80%	28.52%
归母净利润（百万元）	2,193.10	4,163.09	8,510.69	11,977.44	15,646.20
增长率（%）	330.11%	99.89%	113.93%	35.13%	27.53%
净资产收益率（%）	12.61%	19.42%	28.74%	29.12%	27.86%
每股收益(元)	0.59	1.12	2.27	3.19	4.16
PE	16.90	8.96	4.41	3.13	2.40
PB	2.13	1.75	1.27	0.91	0.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

中南集团成立于 1988 年 2 月，下有中南建设（SZ000961）和磐石新能（871460）两家上市公司，形成“4+1”业务布局——中南置地、中南建筑、中南高科、中南实业投资和中南教育。目前业务遍及全国 26 个省、160 多个城市及澳大利亚、阿尔及利亚等海外市场，位列中国企业 500 强第 94 位，中国民营企业 500 强第 19 位，中国房地产企业 16 强，中国建筑企业 500 强第 8 名。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

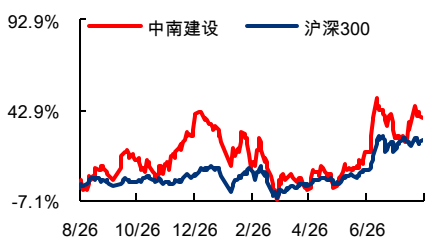
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	10.83-6.71
总市值（亿元）	377.59
流通市值（亿元）	376.39
总股本/流通 A 股（万股）	377,964/376,771
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.97

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070002

研究助理：曹钧鹏

010-66554065 caojp@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070038

研究助理：陈刚

010-66554028 chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119080008

拿地强度提升，土储增厚。2020 年上半年公司新增规划建筑面积 689 平方米，同比增加 64%；拿地力度（新增建筑面积/销售面积）为 113%，去年全年仅为 64.2%，拿地节奏开始提速，公司土储增厚至 4411.1 万平方米，可供公司 2-3 年开发使用。我们预计年内公司仍将继续补库存。新增项目平均地价为 4400 元/平方米，地货比（平均地价/平均售价）为 33%，盈利空间充足。

继续去杠杆，短债偿付能力进一步提高。公司净负债率自 2017 年以来持续降低，截止 2020 年中期公司净负债率为 147%，相较 2019 年底下降 21pct，优化明显。伴随公司利润率改善，分红稳定，公司所有者权益有望增厚，继续改善杠杆率。有息负债结构改善，短期有息负债占比进一步降低，上半年公司短期借款和一年内到期的非流动负债占全部有息负债的 30%，较 2019 年底下降 4.0pct。公司现金短期债务比为 119%，较去年同期增加 13pct，短债偿付进一步提高。

管理层平稳过渡，确保公司竞争优势延续，看好公司继续稳健增长。公司上半年顺利完成地产板块管理层过渡，中南集团创始人陈锦石女儿陈昱含接棒公司地产板块-中南置地的总裁职务。公司战略上把握三四线棚改货币化周期，管理上引进一批职业经理人，运营上变大盘开发为小盘高周转，成功实现规模跃升。我们预计公司将继续把握已有优势，稳健增长。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 85.1 亿元、119.8 亿元、156.5 亿元，对应 EPS 分别为 2.3、3.2 和 4.2 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 4.4、3.1 和 2.4 倍。看好公司延续管理和运营竞争优势，稳健增长，给予“强烈推荐”评级。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	211895	252435	385842	551331	776051	**营业收入**	40110	71831	99671	135357	173963
货币资金	20417	25410	39869	54143	69585	**营业成本**	32265	59802	77758	105607	135690
应收账款	8565	11732	18781	23807	31688	营业税金及附加	1454	1878	2606	3539	4549
其他应收款	28508	29796	41344	56146	72160	营业费用	966	1463	2030	2757	3543
预付款项	8648	6015	13791	25408	40334	管理费用	2391	3216	4463	6061	7789
存货	135003	165587	255643	370347	535326	财务费用	416	675	1591	1636	1474
其他流动资产	9561	10847	14188	18470	23103	研发费用	0	1	0	0	0
非流动资产合计	23799	38136	38180	38486	39109	资产减值损失	206.20	-266.73	-10.00	0.00	0.00
长期股权投资	6893	13486	13621	13689	13963	公允价值变动收益	53.25	50.97	0.00	0.00	0.00
固定资产	3069	3267	3006	2744	2483	投资净收益	579.01	2091.68	4011.00	4813.20	5294.52
无形资产	599	667	627	590	554	加：其他收益	137.70	107.81	107.81	107.81	107.81
其他非流动资产	43	0	0	0	0	**营业利润**	3156	6309	15361	20688	26329
资产总计	235694	290571	424022	589816	815160	营业外收入	63.58	51.09	53.65	57.94	62.57
流动负债合计	175117	216417	340720	493841	703004	营业外支出	170.07	205.31	307.97	332.60	359.21
短期借款	10687	13082	25643	19367	25191	**利润总额**	3050	6155	15107	20413	26032
应付账款	16005	23791	30511	41439	53243	所得税	737	1532	5217	7050	8991
预收款项	504960	577820	677491	812849	986812	**净利润**	2313	4623	9889	13363	17041
一年内到期的非流动负债	7327	11132	12802	15363	19203	少数股东损益	119	459	1378	1385	1395
非流动负债合计	40984	47331	46923	46701	46452	归属母公司净利润	2193	4163	8511	11977	15646
长期借款	30127	36006	36006	36006	36006	**主要财务比率**					
应付债券	9801	10356	10460	10564	10670		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	216101	263748	387642	540542	749456	**成长能力**					
少数股东权益	2195	5383	6762	8147	9542	营业收入增长	31.28%	79.08%	38.76%	35.80%	28.52%
实收资本（或股本）	3710	3757	3757	3757	3757	营业利润增长	200.62	99.89%	143.47%	34.68%	27.27%
资本公积	2474	2823	2823	2823	2823	归属于母公司净利润增长	263.90	89.83%	104.43%	40.73%	30.63%
未分配利润	9367	12974	20415	30888	44568	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	17398	21439	29618	41127	56162	毛利率(%)	19.56%	16.75%	21.99%	21.98%	22.00%
负债和所有者权益	235694	290571	424022	589816	815160	净利率(%)	5.77%	6.44%	9.92%	9.87%	9.80%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	0.93%	1.43%	2.01%	2.03%	1.92%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	12.61%	19.42%	28.74%	29.12%	27.86%
经营活动现金流	19432	8196	-2641	16196	3824	**偿债能力**					
净利润	2313	4623	9889	13363	17041	资产负债率(%)	92%	91%	91%	92%	92%
折旧摊销	421.84	610.20	386.26	378.63	373.42	流动比率	1.21	1.17	1.13	1.12	1.10
财务费用	416	675	1591	1636	1474	速动比率	0.44	0.40	0.38	0.37	0.34
应收帐款减少	-1233	-3168	-7049	-5026	-7881	**营运能力**					
预收帐款增加	436525	72860	99671	135357	173963	总资产周转率	0.20	0.27	0.28	0.27	0.25
投资活动现金流	-12650	-13381	5231	4151	4320	应收账款周转率	5	7	7	6	6
公允价值变动收益	53	51	0	0	0	应付账款周转率	2.87	3.61	3.67	3.76	3.67
长期投资减少	0	0	-304	-298	-515	**每股指标（元）**					
投资收益	579	2092	4011	4813	5295	每股收益(最新摊薄)	0.59	1.12	2.27	3.19	4.16
筹资活动现金流	-4042	8059	11868	-6073	7298	每股净现金流(最新摊薄)	0.74	0.77	3.85	3.80	4.11
应付债券增加	-3354	555	104	105	106	每股净资产(最新摊薄)	4.69	5.71	7.88	10.95	14.95
长期借款增加	3431	5879	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	47	0	0	0	P/E	16.90	8.96	4.41	3.13	2.40
资本公积增加	-172	349	0	0	0	P/B	2.13	1.75	1.27	0.91	0.67
现金净增加额	2740	2874	14459	14274	15442	EV/EBITDA	19.52	11.39	4.79	2.86	2.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴证券房地产行业 7 月统计局数据点评：行业短期高景气，优质房企黄金时代 20200816	2020-08-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 6 月统计局数据点评：地产复苏强于经济，销售量价齐升得验证	2020-07-17
行业深度报告	房地产行业报告：以越秀 REIT 案例为起点纵览全球 REITs 发展，透视内地公募 REITs 破冰之旅	2020-05-21
行业普通报告	房地产：龙头具有更扎实的阿尔法，板块超额收益亦值得期待	2020-05-11
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业格局变化之年，龙头更占优	2020-04-27
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业基本面数据如期边际修复，后续需求端政策微调可期	2020-04-21
行业深度报告	物业管理：龙头快速增长的现金牛行业	2020-04-21
行业普通报告	东兴证券房地产行业 3 月统计局数据点评：供给驱动销售复苏，单月投资增速回正	2020-04-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526