



中信证券研究部



陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001

核心观点

公司三季度业绩亮眼，销售超行业平均水平，杠杆率指标有所改善，土地拓展谨慎，地价/房价比较 2019 年有所下降。

■ **房地产结算推动业绩增长。**2020 年前三季度公司实现营收 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%。地产结算推动公司业绩增长，2020 年前三季度公司地产结算收入 317.2 亿元，同比增长 11.5%。三季度末，公司已售未结金额为 1,266.7 亿元，为我们预测公司 2020 年营收的 1.24 倍，将有力保障公司 2021 年结算。

■ **公司销售增速略超行业水平。**根据 CRIC 披露的数据，公司 1-10 月销售金额 1,681.5 亿元，同比增长 14.1%，略超我们跟踪的 20 个大公司平均水平（7.1%）；销售面积 1,264.2 万平方米，同比增长 9.1%。三季度末，公司土地储备 4,330 万平方米，其中在建 3,160 万平方米，待建 1,270 万平方米，能够支持目前销售规模，但是长期销售增速可能会下降。

■ **杠杆率指标有所改善。**三季度末，公司剔除预收账款的资产负债率为 82.5%（年初为 84.0%），净负债率为 136.0%（年初为 168.4%），现金对短期有息负债的覆盖比为 115.2%（年初为 104.9%）。衡量公司杠杆率的指标均较年初有所改善。我们相信随着公司四季度结算规模的提升，净资产的增厚，杠杆率指标改善可能更为明显。

■ **以销售定拓展。**公司前三季度土地拓展 1,033 万平方米，为同期销售面积的 96.5%。公司以销售定拓展，是目前土地市场中较为明智的举措。公司新拓展土地平均成本为 4800 元/平米，为销售均价的 35.9%，2019 年这一比例为 41.3%。较低的地价/房价比，有望对盈利能力下降产生对冲。

■ **风险提示：**公司杠杆率处于较高水平，资金成本较高；区域市场波动的风险。

■ **投资建议：**公司三季度业绩亮眼，销售略超行业平均水平，杠杆率指标有所改善，土地拓展谨慎，地价/房价比较 2019 年有所下降。我们维持公司 2020/2021/2020 年 EPS 预测为 1.86/2.00/1.99 元，我们给予公司 2021 年 5 倍 PE 的目标市值，对应 10.01 元/股（原目标价为 9.30 元/股，对应 2020 年 5 倍 PE），维持“增持”的投资评级。

中南建设	000961
评级	增持（维持）
当前价	9.02 元
目标价	10.01 元
总股本	3,780 百万股
流通股本	3,765 百万股
52 周最高/最低价	10.58/6.91 元
近 1 月绝对涨幅	1.46%
近 6 月绝对涨幅	5.60%
近 12 月绝对涨幅	4.95%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,110	71,831	102,189	132,685	158,305
营业收入增长率	31.3%	79.1%	42.3%	29.8%	19.3%
净利润(百万元)	2,193	4,163	6,996	7,532	7,504
净利润增长率	263.9%	89.8%	68.0%	7.7%	-0.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.59	1.12	1.86	2.00	1.99
毛利率%	19.6%	16.7%	15.7%	14.6%	13.6%
净资产收益率 ROE%	12.6%	19.4%	25.5%	22.7%	19.3%
每股净资产（元）	4.63	5.71	7.29	8.83	10.33
PE	15.3	8.1	4.9	4.5	4.5
PB	1.9	1.6	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,110	71,831	102,189	132,685	158,305
营业成本	32,265	59,802	86,131	113,273	136,720
毛利率	19.56%	16.75%	15.71%	14.63%	13.64%
营业税金及附加	1,454	1,878	2,672	3,470	4,140
销售费用	966	1,463	1,755	1,755	1,755
营业费用率	2.41%	2.04%	1.72%	1.32%	1.11%
管理费用	2,391	3,216	3,859	3,859	3,859
管理费用率	5.96%	4.48%	3.78%	2.91%	2.44%
财务费用	416	675	814	1,203	1,553
财务费用率	1.04%	0.94%	0.80%	0.91%	0.98%
投资收益	579	2,092	2,662	3,057	3,189
营业利润	3,156	6,309	10,858	12,075	12,443
营业利润率	7.87%	8.78%	10.63%	9.10%	7.86%
营业外收入	64	51	73	94	113
营业外支出	170	205	292	379	452
利润总额	3,050	6,155	10,639	11,790	12,103
所得税	737	1,532	2,649	2,935	3,013
所得税率	24.18%	24.90%	24.90%	24.90%	24.90%
少数股东损益	119	459	994	1,323	1,585
归属于母公司股东的净利润	2,193	4,163	6,996	7,532	7,504
净利率	5.47%	5.80%	6.85%	5.68%	4.74%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	20,417	25,410	30,657	33,171	52,254
存货	135,003	165,587	211,486	239,301	240,569
应收账款	8,565	11,732	16,689	21,666	25,854
其他流动资产	47,911	49,706	67,663	85,350	100,700
流动资产	211,895	252,435	326,495	379,489	419,377
固定资产	3,069	3,267	3,997	4,663	5,266
长期股权投资	6,893	13,486	17,812	23,239	28,688
无形资产	599	667	688	717	756
其他长期资产	13,237	20,715	27,034	34,791	41,986
非流动资产	23,799	38,136	49,531	63,410	76,696
资产总计	235,694	290,571	376,026	442,899	496,073
短期借款	10,687	13,082	26,342	26,651	28,832
应付账款	16,005	23,791	31,682	38,268	42,087
其他流动负债	148,425	179,543	233,182	282,276	318,561
流动负债	175,117	216,417	291,206	347,195	389,479
长期借款	30,127	36,006	39,006	42,006	45,006
其他长期负债	10,857	11,325	12,040	12,819	13,501
非流动性负债	40,984	47,331	51,047	54,825	58,507
负债合计	216,101	263,748	342,253	402,020	447,987
股本	3,710	3,757	3,757	3,757	3,757
资本公积	2,474	2,823	2,823	2,823	2,823
归属于母公司所有者权益合计	17,398	21,439	27,396	33,179	38,801
少数股东权益	2,195	5,383	6,377	7,700	9,285
股东权益合计	19,593	26,823	33,774	40,879	48,086
负债股东权益总计	235,694	290,571	376,026	442,899	496,073

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,050	6,155	10,639	11,790	12,103
所得税支出	-737	-1,532	-2,649	-2,935	-3,013
折旧和摊销	422	610	270	334	397
营运资金的变化	16,998	3,978	-5,657	5,620	19,017
其他经营现金流	-300	-1,015	-3,336	-1,896	-854
经营现金流合计	19,432	8,196	-733	12,912	27,649
资本支出	-6,081	-7,851	-1,195	-1,208	-1,216
投资收益	579	2,092	2,662	3,057	3,189
其他投资现金流	-7,147	-7,621	-10,417	-13,125	-12,797
投资现金流合计	-12,650	-13,381	-8,950	-11,276	-10,824
发行股票	325	2,761	0	0	0
负债变化	77,307	106,605	16,783	3,831	5,693
股息支出	-74	-445	-1,039	-1,749	-1,883
其他融资现金流	-81,600	-100,862	-814	-1,203	-1,553
融资现金流合计	-4,042	8,059	14,930	879	2,258
现金及现金等价物净增加额	2,740	2,874	5,247	2,514	19,083

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	31.28%	79.08%	42.26%	29.84%	19.31%
营业利润增长率	200.62%	99.89%	72.10%	11.21%	3.05%
净利润增长率	263.90%	89.83%	68.05%	7.66%	-0.36%
毛利率	19.56%	16.75%	15.71%	14.63%	13.64%
EBITDA Margin	9.53%	10.36%	10.50%	9.05%	7.88%
净利率	5.47%	5.80%	6.85%	5.68%	4.74%
净资产收益率	12.61%	19.42%	25.54%	22.70%	19.34%
总资产收益率	0.93%	1.43%	1.86%	1.70%	1.51%
资产负债率	91.69%	90.77%	91.02%	90.77%	90.31%
所得税率	24.18%	24.90%	24.90%	24.90%	24.90%
股利支付率	20.30%	25.27%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、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相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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
	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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。