

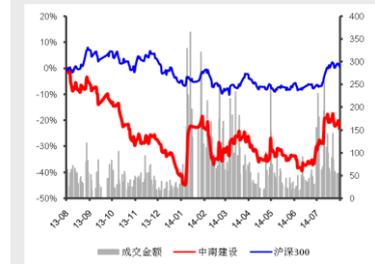
房地产：中南建设（000961）中报点评

2014年08月15日

销售增速较高 毛利率有所下滑

推荐（维持）

市场表现 截至 2014.08.14



⑤ 2014 年上半年业绩小幅增长

公司实现营业收入 95.06 亿元，同比增长 29.96%；归属于上市公司股东的净利润 5.17 亿元，同比增长 6.5%；实现基本每股收益 0.44 元。

⑤ 上半年房地产销售大幅增长

在房地产市场步入调整期，多数公司上半年销售同比下滑的情况下，公司房地产销售大幅增长，上半年销售金额 88.4 亿元，同比大幅增长 58.42%，完成全年目标的 40.18%。考虑全国房地产市场目前仍处于低迷状态，公司下半年完成全年目标的压力较大。预计公司下半年将加大推盘及营销力度。

⑤ 毛利率下降幅度较大

公司上半年综合毛利率 25.33%，较 2013 年全年下降 4.09 个百分点。主要是由于部分结算项目毛利率较低，导致房地产业务毛利率下降 8 个百分点。公司的建筑施工毛利率相比 2013 年也小幅下降了 1 个百分点。从数据来看，公司 2012 年以来毛利率呈现逐年下滑的态势。

⑤ 高周转体系保障发展后劲

公司上半年房地产“三先六快”高周转体系日益成型，坚持深耕优势城市，提高短平快项目拿地开发比例。公司有建筑+房地产联动开发的的优势，目前土地储备丰富，大盘开发能力强，长期发展后劲足。

⑤ 投资建议及评级

我们预计公司 2014 年收入 233.6 亿元，同比增长 27.5%，实现归属母公司股东净利润 14.9 亿元，同比增长 23.4%，基本每股收益 1.28 元。以目前价格计，对应 PE 为 6.3 倍，给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

房地产市场继续下滑，房价大幅下跌

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	13,034.6	18,326.4	23,359.9	28,639.2	34,395.7
同比增长(+/-%)	5.9%	40.6%	27.5%	22.6%	20.1%
归属净利润（百万元）	1,032.2	1,209.4	1,492.6	2,025.7	2,323.5
同比增长(+/-%)	10.7%	17.2%	23.4%	35.7%	14.7%
每股收益（元）	0.88	1.04	1.28	1.73	1.99
PE	9.04	7.72	6.25	4.61	4.02
PB	1.44	1.21	1.02	0.85	0.71

市场数据 2014-8-14

A 股收盘价（元）	7.99
一年内最高价（元）	10.66
一年内最低价（元）	5.60
上证指数	2,206.47
市净率	1.2
总股本（万股）	116,784
实际流通 A 股（万股）	116,387
限售流通 A 股（万股）	397
流通 A 股市值（亿元）	93.0

分析师：易华强

执业编号：S1490513080001

电话：010-58565074

邮箱：yihuaqiang@hrsec.com.cn

证券研究报告

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>43,945.7</b>	<b>59,932.3</b>	<b>66,763.1</b>	<b>85,242.6</b>	<b>106,765.1</b>
现金	5,136.5	6,424.1	7,008.0	8,591.8	10,318.7
交易性投资	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8
应收票据	38.5	16.9	52.2	70.4	73.7
应收款项	4,929.3	6,016.4	8,129.6	9,706.5	11,981.6
其他应收款	3,386.6	4,945.7	5,215.4	6,369.5	8,384.7
存货	26,498.2	38,836.1	40,408.8	53,169.0	67,174.4
其他	3,954.2	3,690.3	5,946.3	7,332.7	8,829.3
<b>非流动资产</b>	<b>3,892.5</b>	<b>5,179.8</b>	<b>5,660.6</b>	<b>6,195.6</b>	<b>6,787.1</b>
长期股权投资	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
固定资产	1,526.5	1,643.8	1,714.5	1,791.9	1,823.6
无形资产	50.9	593.3	755.5	976.4	1,270.1
其他	2,312.9	2,940.6	3,188.4	3,425.2	3,691.3
<b>资产总计</b>	<b>47,838.2</b>	<b>65,112.1</b>	<b>72,423.7</b>	<b>91,438.2</b>	<b>113,552.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>35,316.8</b>	<b>41,248.6</b>	<b>47,034.7</b>	<b>63,984.7</b>	<b>83,691.4</b>
短期负债	6,219.0	4,103.8	4,313.0	9,202.7	15,344.8
应付账款	3,966.0	4,308.3	5,927.9	7,025.8	9,027.2
预收账款	15,593.5	22,076.0	23,142.1	30,059.8	38,189.5
其他	9,538.3	10,760.5	13,651.8	17,696.4	21,129.9
<b>长期负债</b>	<b>4,323.1</b>	<b>14,022.8</b>	<b>14,023.2</b>	<b>14,028.7</b>	<b>14,029.6</b>
长期借款	4,314.5	14,014.6	14,014.6	14,014.6	14,014.6
其他	8.6	8.2	8.6	14.1	15.0
<b>负债合计</b>	<b>39,639.9</b>	<b>55,271.4</b>	<b>61,057.9</b>	<b>78,013.4</b>	<b>97,721.1</b>
股本	1,167.8	1,167.8	1,167.8	1,167.8	1,167.8
资本公积金	627.1	797.5	797.5	797.5	797.5
留存收益	4,678.7	5,771.3	7,181.1	9,066.4	11,261.4
少数股东权益	1,724.8	2,104.2	2,219.4	2,393.1	2,604.5
母公司所有者权益	6,473.6	7,736.5	9,146.4	11,031.7	13,226.7
<b>负债及权益合计</b>	<b>47,838.2</b>	<b>65,112.1</b>	<b>72,423.7</b>	<b>91,438.2</b>	<b>113,552.3</b>

**现金流量表**

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>-423.8</b>	<b>-4,315.7</b>	<b>1,915.6</b>	<b>-1,765.4</b>	<b>-2,593.4</b>
净利润	1,071.9	1,415.9	1,607.8	2,199.5	2,534.9
折旧摊销	177.1	178.6	177.7	190.5	208.3
财务费用	518.8	486.5	905.0	796.7	1,006.3
投资收益	-11.7	-15.0	-11.6	-13.3	-12.9
营运资金变动	-2,064.3	-6,281.0	-875.1	-4,995.5	-6,480.5
其他	-115.6	-100.7	111.7	56.8	150.5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-70.6</b>	<b>-1,131.3</b>	<b>-553.6</b>	<b>-608.9</b>	<b>-687.7</b>
资本支出	499.1	-1,177.7	-384.4	-441.6	-520.0
其他投资	-569.6	46.4	-169.1	-167.4	-167.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,288.5</b>	<b>8,124.6</b>	<b>-778.1</b>	<b>3,958.1</b>	<b>5,008.1</b>
借款变动	1,752.6	7,585.0	209.2	4,889.7	6,142.1
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	8.5	170.4	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	-116.8	-82.8	-140.4	-128.6
其他	527.4	486.1	-904.5	-791.2	-1,005.4

**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	13,034.6	18,326.4	23,359.9	28,639.2	34,395.7
营业成本	8,788.9	12,934.4	16,465.2	20,133.4	24,180.2
营业税金及附加	742.0	1,157.7	1,340.6	1,674.4	2,028.9
营业费用	334.7	433.0	575.9	691.3	839.1
管理费用	946.9	1,149.5	1,581.1	1,947.5	2,333.5
财务费用	497.0	425.1	905.0	796.7	1,006.3
资产减值损失	146.0	136.6	213.2	208.3	305.5
公允价值变动净收益	0.1	0.5	0.3	0.4	0.3
投资收益	0.5	9.2	4.4	4.3	4.6
<b>营业利润</b>	1,579.6	2,099.9	2,283.7	3,192.4	3,707.2
营业外收入	35.0	69.3	45.4	53.3	50.7
营业外支出	16.7	36.4	33.8	36.8	30.9
<b>利润总额</b>	1,597.9	2,132.8	2,295.2	3,208.9	3,727.1
所得税	526.1	716.9	687.4	1,009.5	1,192.1
<b>净利润</b>	1,071.9	1,415.9	1,607.8	2,199.5	2,534.9
少数股东权益	39.7	206.5	115.2	173.8	211.4
归属母公司所有者净利润	1,032.2	1,209.4	1,492.6	2,025.7	2,323.5
EPS (元)	0.88	1.04	1.28	1.73	1.99

**主要财务比率**

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	5.9%	40.6%	27.5%	22.6%	20.1%
营业利润	12.6%	32.9%	8.7%	39.8%	16.1%
净利润	7.9%	32.1%	13.6%	36.8%	15.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	32.6%	29.4%	29.5%	29.7%	29.7%
净利率	8.2%	7.7%	6.9%	7.7%	7.4%
ROE	15.9%	15.6%	16.3%	18.4%	17.6%
ROIC	9.7%	8.2%	9.5%	9.6%	9.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	82.9%	84.9%	84.3%	85.3%	86.1%
流动比率	1.24	1.45	1.42	1.33	1.28
速动比率	0.49	0.51	0.56	0.50	0.47
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.27	0.28	0.32	0.31	0.30
存货周转率	0.33	0.33	0.41	0.38	0.36
应收账款周转率	2.62	3.04	2.86	2.93	2.85
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.88	1.04	1.28	1.73	1.99
每股经营现金	-0.24	-3.58	1.64	-1.51	-2.22
每股净资产	5.54	6.62	7.83	9.45	11.33
每股股利	0.00	0.10	0.07	0.11	0.09
<b>估值比率</b>					
PE	9.04	7.72	6.25	4.61	4.02
PB	1.44	1.21	1.02	0.85	0.71

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

易华强，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)