

可售资源丰富，关注商管和持有物业

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年实现营业收入976.7亿元，同比增长10.6%；实现归母净利润160.3亿元，同比增长5.2%；拟每10股派8.3元现金(含税)。
- **业绩维持增长，毛利率有所下降。** 公司业绩与2020年4月14日发布的业绩快报相当，实现小幅增长。业绩增速较低的原因：1) 报告期社区开发运营板块结转收入845.5亿，同比增长7.5%，对应税后毛利率同比下降5.7pp至24.2%；2) 费率略有上升，三项费率上升0.66pp至6.92%；3) 资产减值损失大幅增加112%。公司2019年销售面积为结转面积的2.28倍，业绩保障度较高。
- **销售弹性犹存，拿地或超预期。** 2019年公司实现销售额2204.7亿，超额完成2000亿销售目标，同比增长29.3%，销售均价18853元每平方米，同比下降8.6%。公司2020年可售资源约4000亿(2400亿新推)，完成2500亿销售目标可能性较大。2019年公司共获取79个项目，新进汕头、肇庆等9个城市，新增土储计容建面1423万平，同比增长4.9%，权益拿地金额523亿。报告期末公司土储(未竣工口径)约4651万方(深圳前海和太子湾合计拥有土储626万方，其中490万方还未开工)，2020年公司权益拿地金额或超过600亿。
- **综合发展模式，持有物业和商管值得关注。** 园区建设方面，2019年公司持有运营7个意库类项目、10个网谷类项目、10个科技园类项目，建筑面积合计超过384万方。同时公司积极布局邮轮与大健康产业，蛇口邮轮母港全年实现邮轮客流量37.3万人次(+3%)，邮轮相关收入6.42亿元(+12.7%)。公司的持有型物业及旗下物业和资产管理运营平台招商积余的商管拓展值得重点关注。
- **净负债率大幅改善，融资成本维持低位。** 2019年末公司净负债率降低了16.5pp至29.3%，综合资金成本仅有4.92%。2019年4月公司收购中航善达并于12月更名招商积余在深交所上市，招商积余已发展成为A股物业管理龙头、机构类物业管理领先企业与央企物业管理旗舰平台。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为2.46元、2.86元和3.29元。考虑到公司拿地和销售弹性较大，业绩基数相对较低，给予目标价19.7元，对应2020年业绩8倍估值，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 销售及拿地不及预期、商管和持有型物业拓展低于预期等。

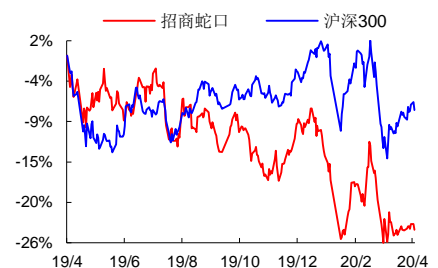
| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 97672.18 | 120261.32 | 143802.27 | 170488.13 |
| 增长率 | 10.64% | 23.13% | 19.57% | 18.56% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 16033.18 | 19465.52 | 22612.94 | 26028.35 |
| 增长率 | 5.20% | 21.41% | 16.17% | 15.10% |
| 每股收益EPS(元) | 2.03 | 2.46 | 2.86 | 3.29 |
| 净资产收益率ROE | 8.29% | 10.20% | 10.72% | 11.06% |
| PE | 8 | 7 | 6 | 5 |
| PB | 0.58 | 0.58 | 0.52 | 0.47 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 79.22 |
| 流通A股(亿股) | 79.22 |
| 52周内股价区间(元) | 16.21-22.33 |
| 总市值(亿元) | 1,315.90 |
| 总资产(亿元) | 6,176.88 |
| 每股净资产(元) | 9.58 |

相关研究

1. 招商蛇口 (001979): 销售稳步增长, 可结算资源充沛 (2019-08-28)

关键假设：

假设 1：公司社区开发和运营板块 2020-2022 年收入分别增长 20%、16%和 14%，毛利率维持在 37%不变；

假设 2：公司园区开发和运营板块 2020-2022 年收入分别增长 45%、40%和 40%，毛利率与 2019 年相比不变；

假设 3：公司邮轮产业建设和运营板块 2020-2022 年收入按年增长 10%不变，毛利率与 2019 年相比不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-----|-----------|----------|----------|----------|
| 社区开发和运营 | 收入 | 84,554.77 | 101465.7 | 117700.2 | 134178.3 |
| | 增速 | 7.5% | 20.0% | 16.0% | 14.0% |
| | 毛利率 | 33.5% | 37.0% | 37.0% | 37.0% |
| 园区开发和运营 | 收入 | 12,475.57 | 18089.6 | 25325.4 | 35455.6 |
| | 增速 | 38.3% | 45.0% | 40.0% | 40.0% |
| | 毛利率 | 42.3% | 42.3% | 42.3% | 42.3% |
| 邮轮产业建设和运营 | 收入 | 641.85 | 706.0 | 776.6 | 854.3 |
| | 增速 | 12.7% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 32.3% | 32.3% | 32.3% | 32.3% |
| 合计 | 收入 | 97672.2 | 120261.3 | 143802.3 | 170488.1 |
| | 增速 | 10.6% | 23.1% | 19.6% | 18.6% |
| | 毛利率 | 34.6% | 37.8% | 37.9% | 38.1% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 97672.18 | 120261.32 | 143802.27 | 170488.13 | 净利润 | 18856.88 | 23265.52 | 27112.94 | 31028.35 |
| 营业成本 | 63829.17 | 74847.41 | 89301.46 | 105585.13 | 折旧与摊销 | 1281.37 | 352.74 | 356.85 | 361.53 |
| 营业税金及附加 | 9199.82 | 11331.71 | 13548.20 | 16063.05 | 财务费用 | 2772.56 | 4471.36 | 5365.47 | 6729.82 |
| 销售费用 | 2206.65 | 2766.01 | 2876.05 | 3068.79 | 资产减值损失 | -2092.44 | 100.00 | 300.00 | 200.00 |
| 管理费用 | 1728.57 | 2405.23 | 2732.24 | 3409.76 | 经营营运资本变动 | -66193.71 | 10102.57 | -7641.68 | -26569.55 |
| 财务费用 | 2772.56 | 4471.36 | 5365.47 | 6729.82 | 其他 | 59187.41 | -7732.03 | -8273.30 | -8477.54 |
| 资产减值损失 | -2092.44 | 100.00 | 300.00 | 200.00 | 经营活动现金流净额 | 13812.07 | 30560.15 | 17220.28 | 3272.61 |
| 投资收益 | 10231.35 | 8000.00 | 8000.00 | 8000.00 | 资本支出 | -1379.86 | -68.14 | -70.25 | -76.98 |
| 公允价值变动损益 | 114.43 | 55.43 | 75.10 | 68.54 | 其他 | -11778.21 | 22897.32 | 508.30 | 7987.84 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -13158.07 | 22829.18 | 438.05 | 7910.86 |
| 营业利润 | 26319.99 | 32395.04 | 37753.95 | 43500.14 | 短期借款 | 5429.27 | -16477.57 | -866.84 | 10.24 |
| 其他非经营损益 | -196.28 | -81.81 | -97.08 | -103.84 | 长期借款 | 7188.05 | 4253.56 | 5363.46 | 6374.78 |
| 利润总额 | 26123.71 | 32313.22 | 37656.87 | 43396.30 | 股权融资 | 1772.40 | 3063.00 | 4391.00 | 3917.38 |
| 所得税 | 7266.83 | 9047.70 | 10543.92 | 12367.94 | 支付股利 | 0.00 | -5760.65 | -6680.48 | -7369.03 |
| 净利润 | 18856.88 | 23265.52 | 27112.94 | 31028.35 | 其他 | 1858.57 | -23442.35 | -6785.82 | -7208.58 |
| 少数股东损益 | 2823.71 | 3800.00 | 4500.00 | 5000.00 | 筹资活动现金流净额 | 16248.29 | -38364.00 | -4578.67 | -4275.21 |
| 归属母公司股东净利润 | 16033.18 | 19465.52 | 22612.94 | 26028.35 | 现金流量净额 | 16874.14 | 15025.33 | 13079.65 | 6908.26 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 75323.85 | 90349.18 | 103428.84 | 110337.10 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 77056.98 | 93042.02 | 111448.20 | 133231.49 | 销售收入增长率 | 10.64% | 23.13% | 19.57% | 18.56% |
| 存货 | 312206.73 | 298966.23 | 303099.77 | 390348.77 | 营业利润增长率 | -1.10% | 23.08% | 16.54% | 15.22% |
| 其他流动资产 | 12661.56 | 12155.73 | 15277.27 | 19141.35 | 净利润增长率 | -3.10% | 23.38% | 16.54% | 14.44% |
| 长期股权投资 | 26593.05 | 26593.05 | 26593.05 | 26593.05 | EBITDA 增长率 | 0.62% | 22.54% | 16.81% | 16.37% |
| 投资性房地产 | 90376.09 | 73518.72 | 79137.84 | 77264.80 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 5426.50 | 5266.21 | 5105.83 | 4944.87 | 毛利率 | 34.65% | 37.76% | 37.90% | 38.07% |
| 无形资产和开发支出 | 970.20 | 930.14 | 888.17 | 848.83 | 三费率 | 6.87% | 8.02% | 7.63% | 7.75% |
| 其他非流动资产 | 17073.13 | 19003.41 | 20866.52 | 22736.54 | 净利率 | 19.31% | 19.35% | 18.85% | 18.20% |
| 资产总计 | 617688.09 | 619824.70 | 665845.50 | 785446.81 | ROE | 8.29% | 10.20% | 10.72% | 11.06% |
| 短期借款 | 22170.14 | 5692.57 | 4825.73 | 4835.97 | ROA | 3.05% | 3.75% | 4.07% | 3.95% |
| 应付和预收款项 | 137070.27 | 170311.05 | 165530.01 | 223178.23 | ROIC | 15.87% | 16.69% | 20.03% | 21.23% |
| 长期借款 | 68834.88 | 73088.44 | 78451.90 | 84826.68 | EBITDA/销售收入 | 31.10% | 30.95% | 30.23% | 29.67% |
| 其他负债 | 162242.33 | 142677.93 | 164159.68 | 192151.05 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 390317.62 | 391770.00 | 412967.32 | 504991.94 | 总资产周转率 | 0.19 | 0.19 | 0.22 | 0.23 |
| 股本 | 7916.21 | 7916.21 | 7916.21 | 7916.21 | 固定资产周转率 | 24.43 | 26.56 | 32.93 | 40.53 |
| 资本公积 | 13809.81 | 16872.81 | 21263.81 | 25181.19 | 应收账款周转率 | 65.15 | 73.25 | 83.90 | 78.37 |
| 留存收益 | 57235.82 | 70940.70 | 86873.17 | 105532.49 | 存货周转率 | 0.24 | 0.24 | 0.30 | 0.30 |
| 归属母公司股东权益 | 94845.48 | 91729.72 | 112053.19 | 134629.89 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 128.93% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 132524.98 | 136324.98 | 140824.98 | 145824.98 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 227370.47 | 228054.70 | 252878.17 | 280454.87 | 资产负债率 | 63.19% | 63.21% | 62.02% | 64.29% |
| 负债和股东权益合计 | 617688.09 | 619824.70 | 665845.50 | 785446.81 | 带息债务/总负债 | 28.00% | 24.77% | 24.59% | 21.37% |
| | | | | | 流动比率 | 1.62 | 1.71 | 1.77 | 1.71 |
| | | | | | 速动比率 | 0.56 | 0.68 | 0.76 | 0.69 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 29.59% | 29.54% | 28.31% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.03 | 2.46 | 2.86 | 3.29 |
| | | | | | 每股净资产 | 28.72 | 28.81 | 31.94 | 35.43 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.74 | 3.86 | 2.18 | 0.41 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.73 | 0.84 | 0.93 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | | | |
| EBITDA | 30373.91 | 37219.14 | 43476.27 | 50591.48 | | | | | |
| PE | 8.20 | 6.75 | 5.81 | 5.05 | | | | | |
| PB | 0.58 | 0.58 | 0.52 | 0.47 | | | | | |
| PS | 1.35 | 1.09 | 0.91 | 0.77 | | | | | |
| EV/EBITDA | -2.94 | -1.90 | -2.37 | -2.07 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 4.38% | 5.08% | 5.60% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 王梓乔 | 销售经理 | 13488656012 | 13488656012 | wzqiao@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |