

销售跻身前十，园区业务快速提升

投资要点

- **业绩总结:** 2020H1 公司实现营业收入 243.2 亿元 (+45.7%)，实现归母净利润 9.13 亿元 (-81.7%)，利润大幅下滑的主要原因在于毛利率下降、少数股东占比提升以及经营性业务租金下滑等。公司 2020 H1 毛利率为 23.9%，较 2019 年下降 10.7pp；净利率为 5.1%，较 2019 年下降了 14.2pp，营收结构、限价政策和政策影响比较明显。
- **销售跻身前十，拿地力度加大。** 公司销售额在第二季度恢复增长，公司在 2020 年 1-6 月实现销售金额 1107 亿元，同比增长 9.4%，销售额跻身行业 TOP10。同时公司销售单价为 22263 元/平方米，维持在较高水平。从结构上看，杭州、上海、苏南、南京等区域销售额均突破了 100 亿元。同时，公司拿地力度较去年同期有所加强，上半年公司获取土地 253 万平方米，权益地价 406 亿元，总建面达 660 万平方米，同比大幅提升 72%。
- **园区业务快速提升，物业板块战略加速落地。** 公司的产业新城和园区已走向全国，重点布局珠三角和长江经济带，已获取产业新城项目 9 个，占地总面积约 227 平方公里；其中处于运营期+在建阶段的园区项目共 27 个，建面/规划建面共计约 424 万平方米，园区业务营收达 71 亿元，同比大幅提升 78.3%。由于基础设施公募 REITs 政策的出台，产业园区等资产属于试行范围，公司园区业务有望借助 REITs，加速规模提升。公司物管平台招商积余明晰“12347”的发展战略，以“大物业+大资管”为核心主业，顺利完成组织整合方案，战略落地工作稳步推进。
- **负债率保持行业低位，融资成本优势显著。** 2020 年 6 月末，公司的净负债率为 39.7%，略高于 2019 年底水准，但总体呈下降趋势且保持行业低位。2020 年上半年，公司通过资产证券化、提升直接融资比例等方式，综合资金成本降至 4.78%，融资成本优势显著。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司毛利率下行压力加大，我们适度下调公司全年盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.69 元、1.77 元和 1.94 元，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 毛利率或进一步下降、拿地风险或加大、调控政策或进一步收紧等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97672.18	120100.86	137455.98	163263.70
增长率	10.64%	22.96%	14.45%	18.78%
归属母公司净利润(百万元)	16033.18	13410.53	14042.53	15400.30
增长率	5.20%	-16.36%	4.71%	9.67%
每股收益 EPS(元)	2.02	1.69	1.77	1.94
净资产收益率 ROE	8.29%	7.75%	7.72%	7.84%
PE	8	10	10	9
PB	0.59	0.60	0.56	0.52

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



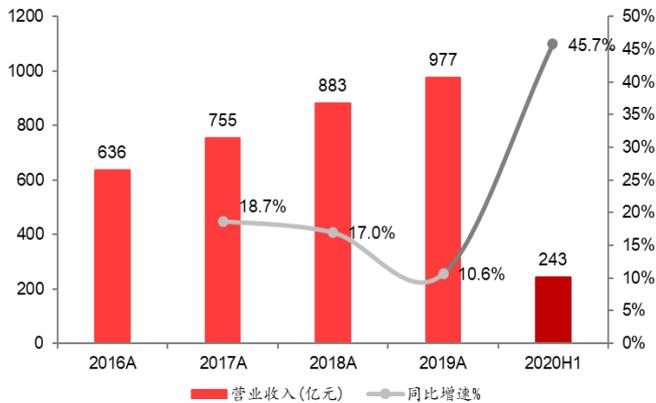
数据来源: 聚源数据

基础数据

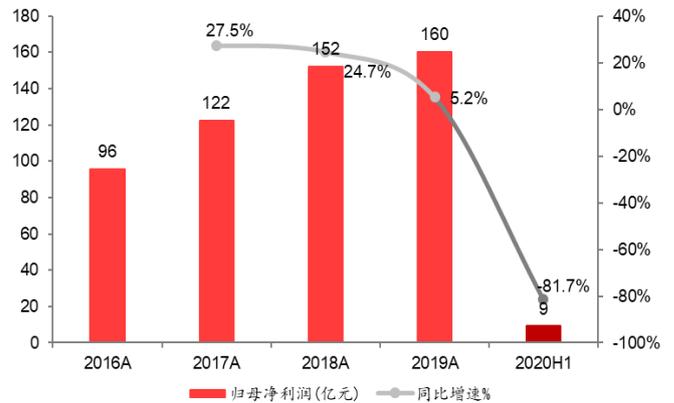
总股本(亿股)	79.23
流通 A 股(亿股)	79.22
52 周内股价区间(元)	16.0-20.44
总市值(亿元)	1,339.82
总资产(亿元)	6,679.17
每股净资产(元)	8.86

相关研究

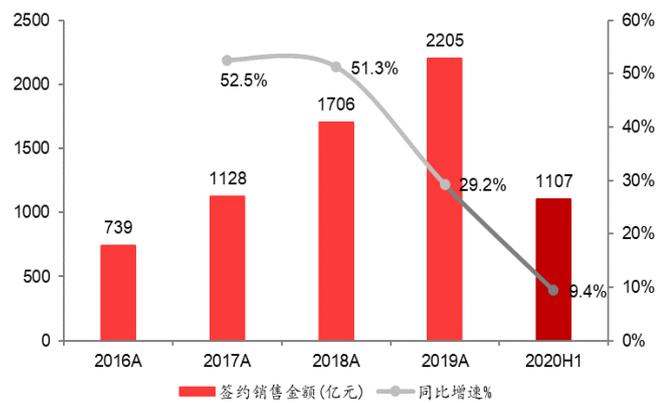
1. 招商蛇口 (001979): 可售资源丰富, 关注商管和持有物业 (2020-04-22)
2. 招商蛇口 (001979): 销售稳步增长, 可结算资源充沛 (2019-08-28)

图 1: 2020H1 公司营收大幅提升 46%至 243 亿元


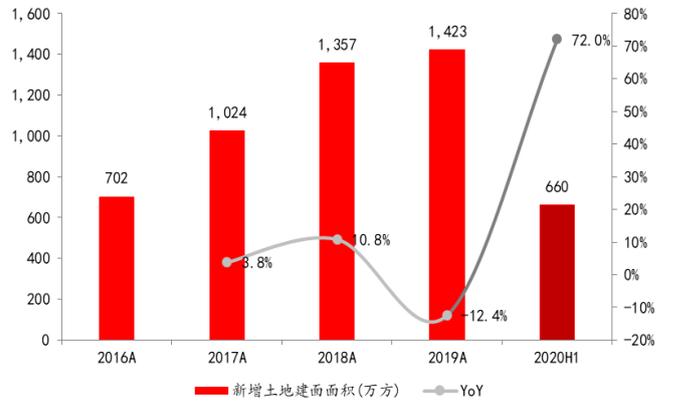
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 2020H1 公司归母净利润下降 82%至 9 亿元


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 2020H1 公司销售金额 1107 亿元跻身前十


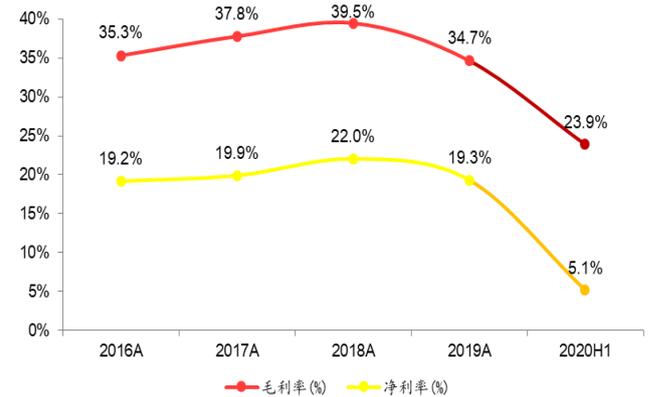
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2020H1 公司新增土地同比增加 72%至 660 万方


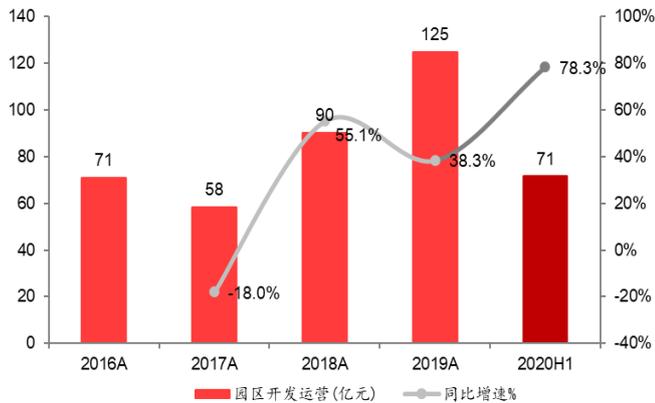
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司净负债率 39.7%保持低位

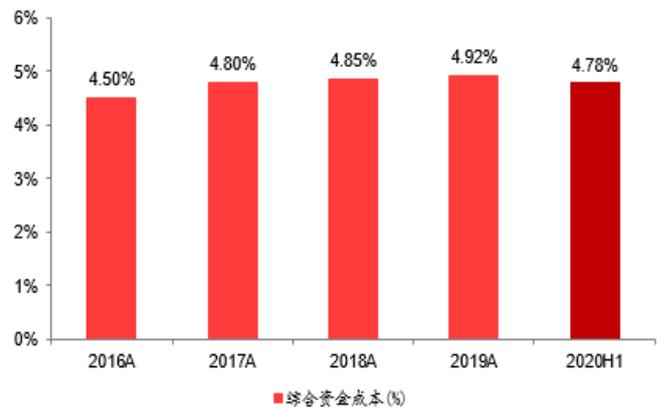

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 2020H1 公司毛利率和净利率有明显下滑


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 2020H1 公司园区业务营收大幅提升 78%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8: 2020H1 公司融资成本保持 4.78% 低位


数据来源：Wind，西南证券整理

关键假设：

假设 1：2020-2022 年公司地产结算金额分别同比增长 20%、10%和 14%，毛利率保持下降趋势，分别为 29%、28%和 27%；

假设 2：2020-2022 年公司园区开发签约金额规模分别同比增长 45%、40%和 40%，确认收入与签约金额等比例变化，而且园区业务毛利率保持 42.3%不变；

假设 3：疫情对公司邮轮产业建设和运营有一定负面影响，2020-2022 年公司邮轮产业业务量同比分别下降 15%、下降 5%和增长 10%，邮轮业务毛利率维持在 32.3%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
社区开发与运营	收入	84,554.77	101465.7	111612.3	127238.0
	增速	7.5%	20.0%	10.0%	14.0%
	毛利率	33.5%	29.0%	28.0%	27.0%
园区开发与运营	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%
邮轮产业建设与运营	收入	641.85	545.6	518.3	570.1
	增速	12.7%	-15.0%	-5.0%	10.0%
	毛利率	32.3%	32.3%	32.3%	32.3%
合计	收入	97672.2	120100.9	137456.0	163263.7
	增速	10.6%	23.0%	14.5%	18.8%
	毛利率	34.6%	31.0%	30.6%	30.3%

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	120100.86	137455.98	163263.70	净利润	18856.88	17210.53	18542.53	20400.30
营业成本	63829.17	82856.11	95336.39	113744.32	折旧与摊销	1281.37	472.07	476.18	480.86
营业税金及附加	9199.82	11316.59	12950.29	15382.38	财务费用	2772.56	4733.93	5733.02	7165.80
销售费用	2206.65	2762.32	2749.12	2938.75	资产减值损失	-2092.44	100.00	300.00	200.00
管理费用	1728.57	2402.02	2611.66	3265.27	经营营运资本变动	-69800.14	-4605.54	449.73	-32188.26
财务费用	2772.56	4733.93	5733.02	7165.80	其他	62793.84	-10136.32	-7872.59	-7943.25
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	7774.67	17628.87	-11884.56
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	23985.33	25850.60	28635.73	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	23903.51	25753.52	28531.89	股权融资	1772.40	3069.11	4391.00	3917.38
所得税	7266.83	6692.98	7210.99	8131.59	支付股利	-6105.29	-5760.65	-4602.43	-4576.13
净利润	18856.88	17210.53	18542.53	20400.30	其他	7963.86	-23704.91	-7153.37	-7644.56
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	-38620.46	-2868.17	-1918.29
归属母公司股东净利润	16033.18	13410.53	14042.53	15400.30	现金流量净额	16874.14	-8016.61	15198.75	-5891.99
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	67307.24	82505.99	76614.00	成长能力				
应收和预付款项	77056.98	93323.31	107033.55	128343.81	销售收入增长率	10.64%	22.96%	14.45%	18.78%
存货	312206.73	329798.89	322015.67	418400.62	营业利润增长率	-1.10%	-8.87%	7.78%	10.77%
其他流动资产	12661.56	12139.51	14603.11	18330.26	净利润增长率	-3.10%	-8.73%	7.74%	10.02%
长期股权投资	26593.05	26593.05	26593.05	26593.05	EBITDA 增长率	0.62%	-3.89%	9.83%	13.17%
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	5162.60	4898.60	4634.02	毛利率	34.65%	31.01%	30.64%	30.33%
无形资产和开发支出	970.20	914.42	856.73	801.68	三费率	6.87%	8.24%	8.07%	8.19%
其他非流动资产	17073.13	19003.41	20866.52	22736.54	净利率	19.31%	14.33%	13.49%	12.50%
资产总计	617688.09	627761.15	658511.07	773718.80	ROE	8.29%	7.75%	7.72%	7.84%
短期借款	22170.14	5692.57	4825.73	4835.97	ROA	3.05%	2.74%	2.82%	2.64%
应付和预收款项	137070.27	175450.87	163602.47	221468.53	ROIC	15.87%	12.34%	13.58%	14.25%
长期借款	68834.88	73088.44	78451.90	84826.68	EBITDA/销售收入	31.10%	24.31%	23.32%	22.22%
其他负债	162242.33	151523.45	171294.03	202509.14	营运能力				
负债合计	390317.62	405755.33	418174.14	513640.33	总资产周转率	0.19	0.19	0.21	0.23
股本	7916.21	7922.32	7922.32	7922.32	固定资产周转率	24.43	26.83	32.64	41.36
资本公积	13809.81	16872.81	21263.81	25181.19	应收账款周转率	65.15	73.19	82.30	78.44
留存收益	57235.82	64885.70	74325.81	85149.98	存货周转率	0.24	0.26	0.29	0.31
归属母公司股东权益	94845.48	85680.84	99511.94	114253.49	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	222005.82	240336.92	260078.47	资产负债率	63.19%	64.64%	63.50%	66.39%
负债和股东权益合计	617688.09	627761.15	658511.07	773718.80	带息债务/总负债	28.00%	23.92%	24.29%	21.01%
					流动比率	1.62	1.66	1.72	1.64
					速动比率	0.56	0.57	0.67	0.57
					股利支付率	38.08%	42.96%	32.77%	29.71%
					每股指标				
					每股收益	2.02	1.69	1.77	1.94
					每股净资产	28.70	28.02	30.34	32.83
					每股经营现金	1.74	0.98	2.23	-1.50
					每股股利	0.77	0.73	0.58	0.58
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	30373.91	29191.33	32059.80	36282.39					
PE	8.36	9.99	9.54	8.70					
PB	0.59	0.60	0.56	0.52					
PS	1.37	1.12	0.97	0.82					
EV/EBITDA	-2.86	-1.54	-2.48	-1.89					
股息率	4.56%	4.30%	3.44%	3.42%					

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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn