

招商蛇口 (001979)

多因素致业绩下滑，销售投资势头良好

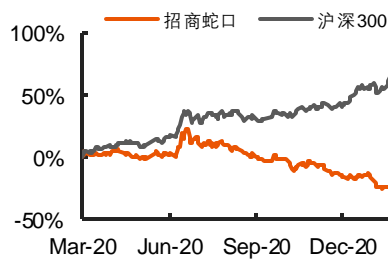
强烈推荐 (维持)

现价: 12.69 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.cmsk1979.com
大股东/持股	招商局集团/58.14%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	7,923
流通 A 股(百万股)	7,922
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,005.46
流通 A 股市值(亿元)	1,005.26
每股净资产(元)	10.21
资产负债率(%)	65.6

行情走势图



相关研究报告

- 《招商蛇口*001979*多因素致业绩下滑，销售跻身行业前十》 2020-10-20
- 《招商蛇口*001979*多因素致业绩下滑，未结资源依旧充足》 2020-08-25
- 《招商蛇口*001979*销售势头向好，拿地投资进取》 2020-04-29
- 《招商蛇口*001979*未结资源丰富，销售势头良好》 2020-04-21

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
yangkan034@pingan.com.cn

研究助理

郑南宏 一般从业资格编号
S1060120010016
zhengnanhong873@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司公布2020年年报，全年实现营业收入1296.2亿元，同比增长32.7%，归母净利润122.5亿元，同比减少23.6%，对应EPS1.46元。公司拟每10股派发现金红利6.40元（含税），当前股价对应股息率5.0%。

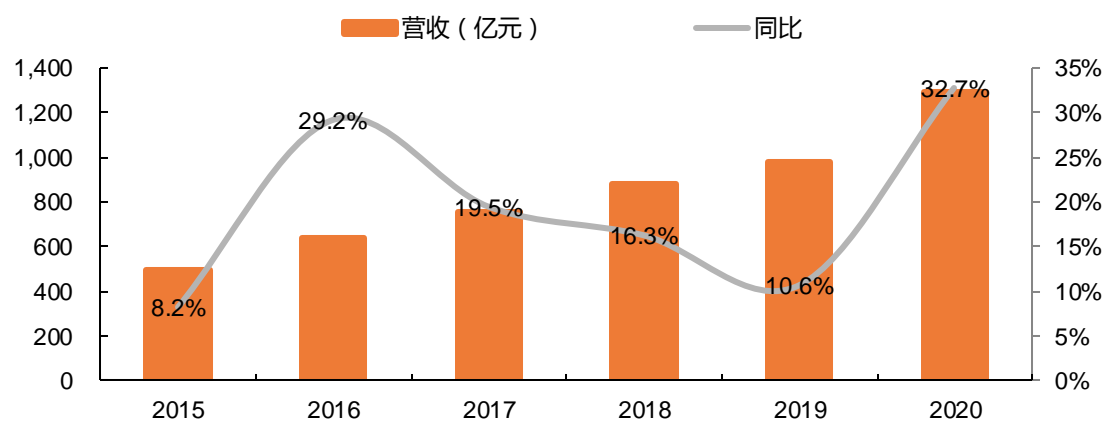
平安观点:

- **多因素致业绩下滑，未结资源依然充足。**公司2020年营收同比增32.7%，归母净利润同比降23.6%，净利润增速低于营收主要因：1) 因限价与结算结构变化，社区开发业务毛利率同比降6.1pct；2) 计提的资产减值损失同比增9.7亿元至31.0亿元，减少归母净利润21.8亿元；3) 上年同期转让子公司股权产生净收益较2020年多25.1亿元；4) 少数股东损益占比同比提升12.6pct至27.6%。受益融资成本下滑，期内财务费用率下滑1.1pct至1.7%。由于销售保持良好增长且显著高于结算，期末预收款及合同负债合计值同比增34.1%至1310.9亿元，为未来业绩释放奠定基础。
- **销售目标超额完成，2021年目标3300亿元。**2020年公司销售额2776亿，同比增长25.9%，超额完成2500亿目标；销售面积1244万平，同比增长6.3%；销售均价22324元/平米，同比增长18.4%；其中杭州、上海、深圳等7个城市公司销售突破百亿，销售规模实现当地TOP10的城市数占比超过30%，城市深耕取得阶段性成效。2021年公司目标销售3300亿，同比增18.9%，全年可售货值约5300亿，对应去化率62%。2021年新开工、竣工计划均为1300万平。
- **拿地投资力度加大，港城与产城联动效果显现。**2020年公司加大拿地力度、坚定城市深耕策略，年内新增土储建面1625万平，同比增长14.2%，拿地销售面积比130.7%，较2019年提升9pct。期内港城与产城联动效果显现，公司通过港城联动相继获取南通滨江、烟台芝罘项目，通过产城联动实现成都天府新区项目、太原小店项目等一系列大型项目落地，助力公司中长期货值储备。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97672	129621	156841	185073	212833
YoY (%)	10.6	32.7	21.0	18.0	15.0
净利润(百万元)	16033	12253	17072	19459	21876
YoY (%)	5.2	-23.6	39.3	14.0	12.4
毛利率 (%)	34.6	28.7	27.2	27.0	26.9
净利率 (%)	16.4	9.5	10.9	10.5	10.3
ROE (%)	8.3	6.7	7.6	7.8	8.2
EPS(摊薄/元)	2.02	1.55	2.15	2.46	2.76
P/E(倍)	6.3	8.2	5.9	5.2	4.6
P/B(倍)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

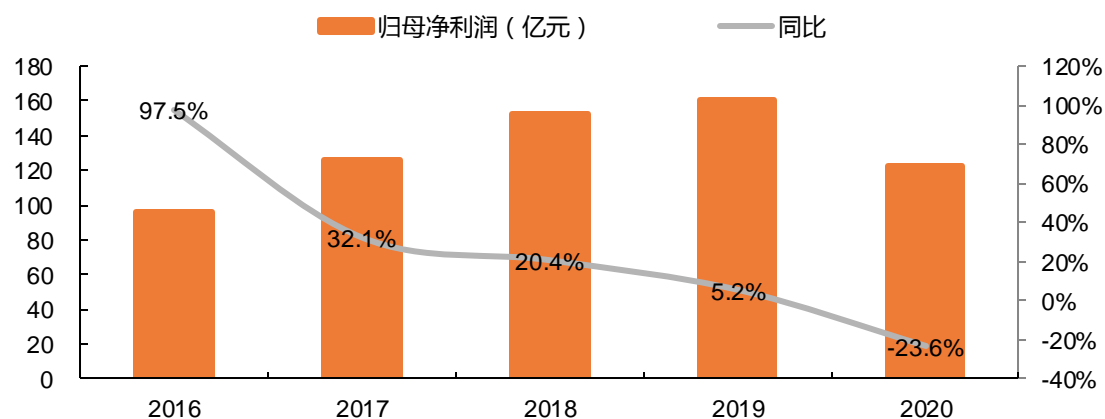
- **积极发力存量服务，物管业务发展迅速。**期内公司轻资产运营服务平台——招商积余在物管市场拓展持续发力，高质量深化服务现有业态的同时，在城市服务、军队等业态接连获得新突破。期末招商积余在管面积达 19090 万平，同比增长 25%，其中非住宅 9476 万平、住宅 9614 万平；全年实现营业收入 86.35 亿元，同比增长 42.1%，归母净利润 4.35 亿元，同比增长 52.0%。
- **顺利跻身“绿档”，融资成本显著下滑。**期末公司在手现金 893.1 亿元，为一年内到期负债的 160.9%，较 2019 年提升 23.4pct；净负债率和剔除预收款后的资产负债率分别为 26.3%和 58.2%，同比分别降 3.0pct、升 1.9pct，至此三项指标均符合“三道红线”要求（未剔除永续债影响）。期内公司大力提升现金流管理能力，借 LPR 换锚机会降本增效，通过优化债务品种、加大供应链金融产品应用等举措，全年综合资金成本为同比降 22bp 至 4.70%，先后滚动发行超短融、中票等产品，合计金额 206.5 亿元，均为同期市场较优利率。
- **投资建议：**受核心城市限价等影响，公司毛利率下行速度快于此前预期，下调公司 2021-2022 年 EPS 预测至 2.15 元（原为 2.60 元）、2.46 元（原为 2.94 元），当前股价对应 PE 分别为 5.9 倍和 5.2 倍。公司汇聚原招商地产和蛇口工业区优质资源，为龙头房企中为数不多在一线城市拥有大量待开发土储的房企；同时“三道红线”、供地“两集中”等新政下，信贷与土地资源将进一步流向债务良好的优质龙头房企，公司将充分受益；此外物业板块分拆上市且业绩表现良好，有望打开了存量市场业务的新空间，综上我们维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 受新冠疫情影响，若后续楼市回暖持续性不足，房企普遍以价换量，可能带来公司项目减值风险。2) 2016 年起受楼市火爆影响、地价持续上升，而后续各城市限价政策陆续出台，未来公司毛利率仍面临下滑风险；3) 公司产业新城建设开发进度存在不确定性风险。

图表1 招商蛇口 2020年营收同比增长 32.7%



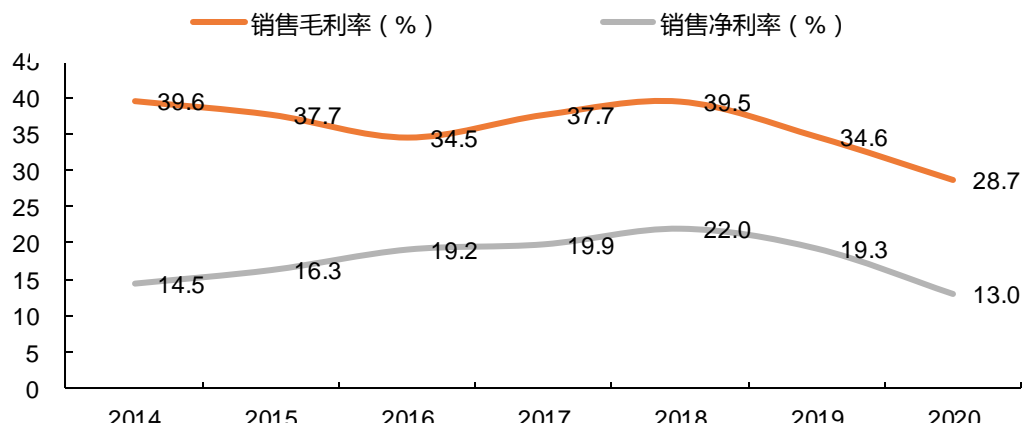
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表2 招商蛇口 2020年归母净利润同比减少 23.6%



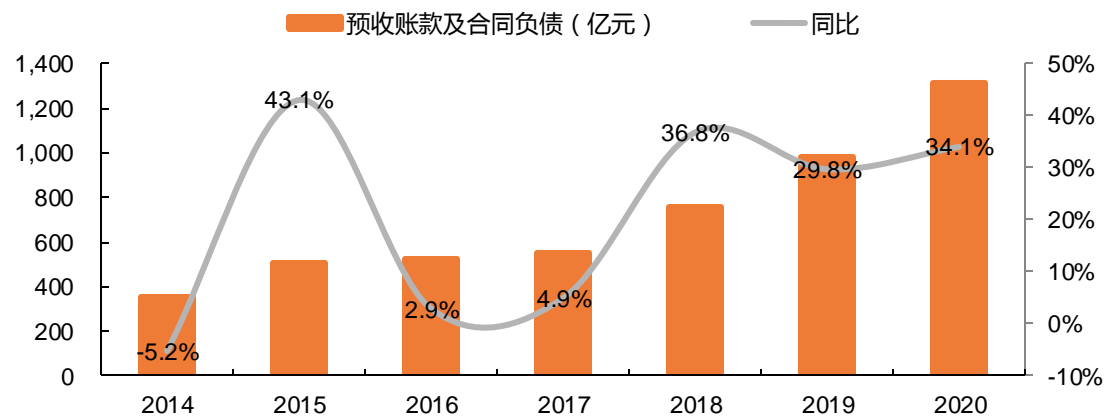
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 近两年招商蛇口毛利率及净利率有所下滑



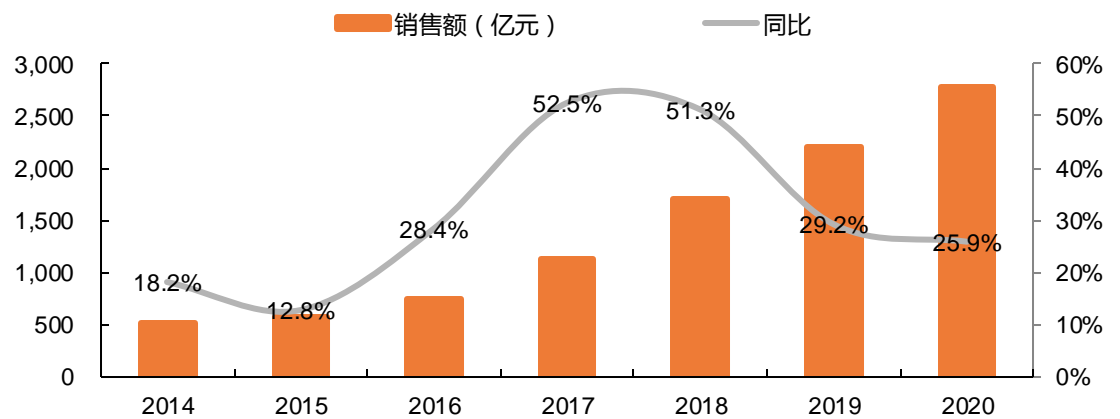
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 招商蛇口 2020 年末预收账款及合同负债同比增长 34%



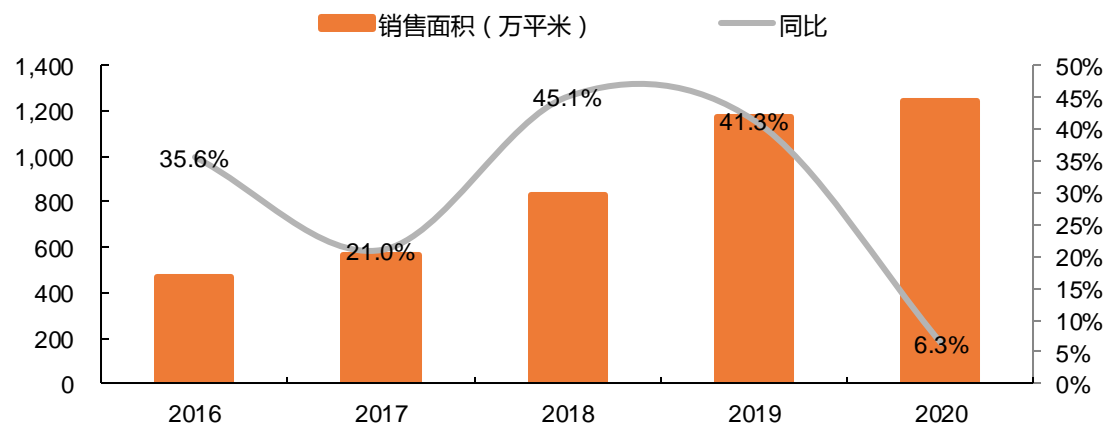
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表5 招商蛇口 2020 年销售额同比增长 26%



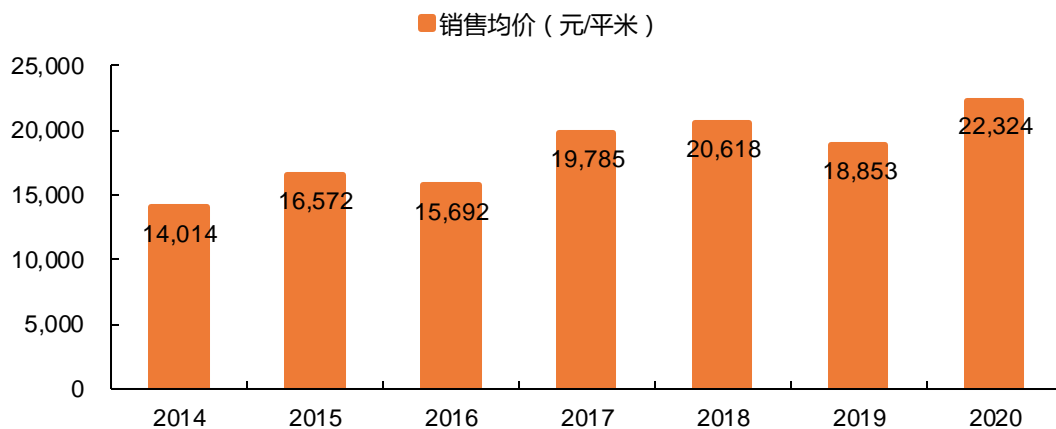
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表6 招商蛇口 2020 年销售面积同比增长 6.3%



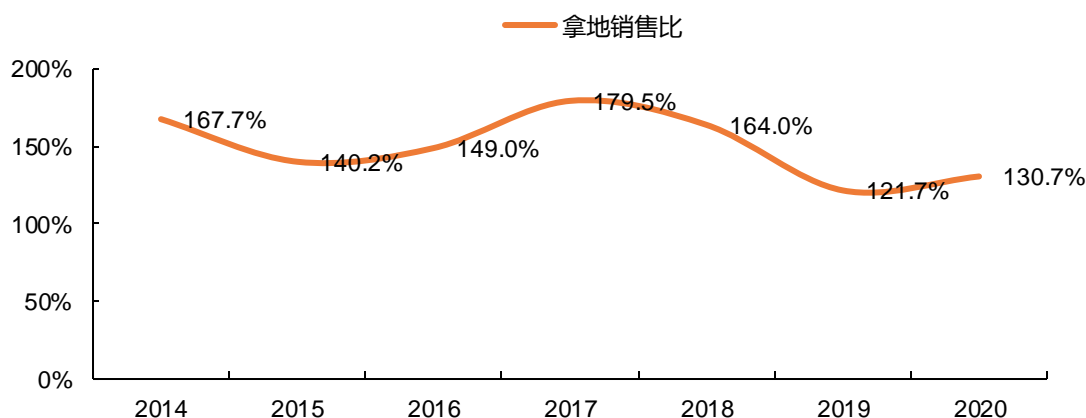
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表7 招商蛇口 2020 年销售均价再创新高



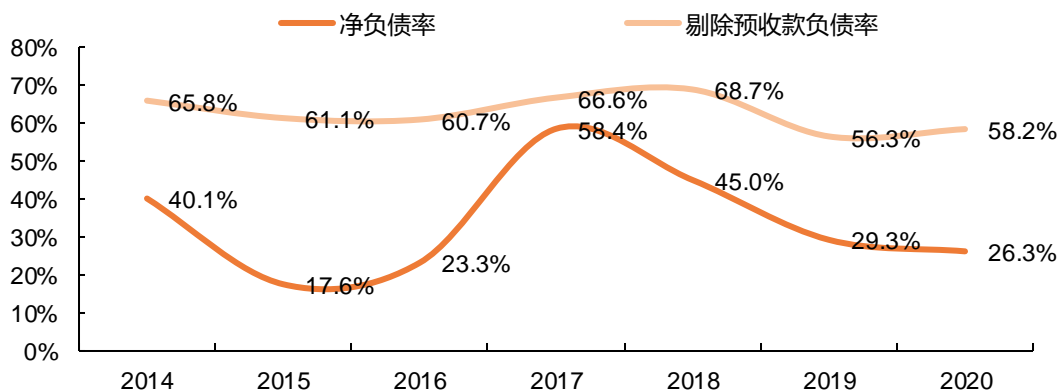
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表8 招商蛇口拿地销售面积比保持 100%以上



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

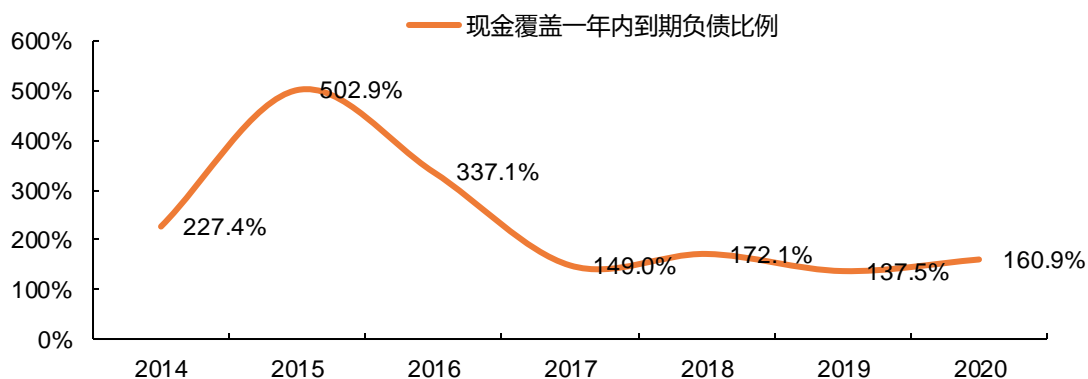
图表9 招商蛇口净负债率及剔除预收账款的资产负债率保持低位



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

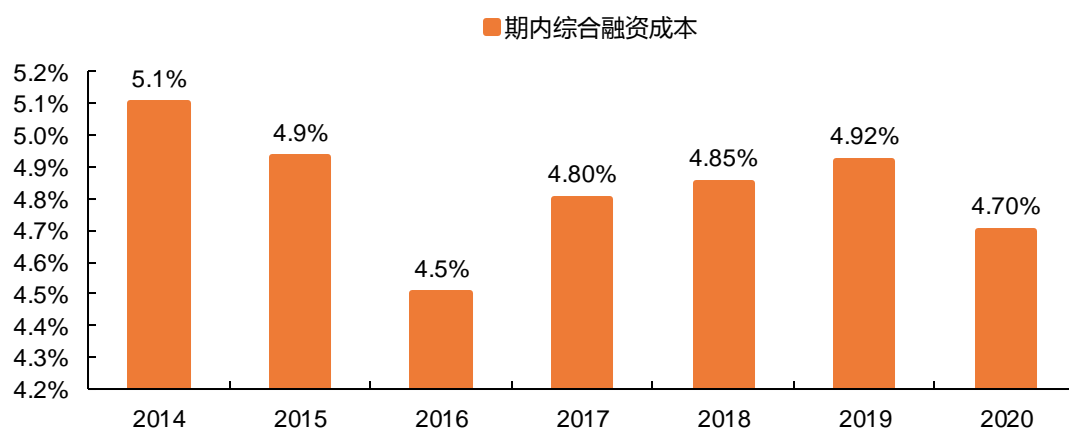
注: 负债率计算未剔除永续债影响

图表10 招商蛇口现金覆盖一年内到期负债比例保持100%以上



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 招商蛇口2020年平均融资成本明显下滑



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	575527	657902	739214	814923
现金	89306	83126	98088	112802
应收票据及应收账款	2790	2777	3792	3763
其他应收款	94201	106966	130411	142572
预付账款	10289	6411	13295	9367
存货	360793	440473	475479	528271
其他流动资产	18148	18148	18148	18148
非流动资产	161631	180217	199014	217154
长期投资	40124	55104	70386	85682
固定资产	4365	5312	6455	7500
无形资产	604	599	600	610
其他非流动资产	116537	119202	121573	123362
资产总计	737157	838119	938228	1032077
流动负债	373787	438346	513637	596986
短期借款	17717	39830	50189	77840
应付票据及应付账款	46563	54817	65140	72999
其他流动负债	309507	343698	398308	446146
非流动负债	110013	125596	131958	121039
长期借款	100356	115938	122301	111381
其他非流动负债	9658	9658	9658	9658
负债合计	483800	563942	645595	718025
少数股东权益	151987	155734	159168	163029
股本	7923	7923	7923	7923
资本公积	14068	14068	14068	14068
留存收益	62318	76785	93242	112570
归属母公司股东权益	101370	118443	133465	151023
负债和股东权益	737157	838119	938228	1032077

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	27622	-17665	13231	15907
净利润	16913	20820	22893	25736
折旧摊销	1587	1393	1903	2533
财务费用	2224	2726	4107	5040
投资损失	-6107	-5289	-5400	-5341
营运资金变动	7167	-37303	-10254	-12023
其他经营现金流	5838	-11	-18	-38
投资活动现金流	-4818	-14678	-15282	-15294
资本支出	4233	3607	3515	2844
长期投资	-7027	-14979	-15099	-15296
其他投资现金流	-7612	-26051	-26866	-27746
筹资活动现金流	-7894	4050	6656	-13552
短期借款	-4453	0	0	0
长期借款	13245	15583	6362	-10920
普通股增加	7	0	0	0
资本公积增加	258	0	0	0
其他筹资现金流	-16951	-11533	293	-2632
现金净增加额	14793	-28293	4605	-12939

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	129621	156841	185073	212833
营业成本	92435	114180	135103	155581
营业税金及附加	9054	9410	11289	12983
营业费用	2986	3242	3882	4643
管理费用	1979	2569	2961	3193
研发费用	71	43	63	90
财务费用	2224	2726	4107	5040
资产减值损失	2570	1098	1296	1490
其他收益	202	103	122	131
公允价值变动收益	8	11	18	38
投资净收益	6107	5289	5400	5341
资产处置收益	-6	0	0	0
营业利润	24080	28977	31912	35323
营业外收入	149	149	147	147
营业外支出	119	198	204	215
利润总额	24109	28928	31855	35255
所得税	7196	8108	8962	9519
净利润	16913	20820	22893	25736
少数股东损益	4660	3748	3434	3860
归属母公司净利润	12253	17072	19459	21876
EBITDA	30714	33047	37698	42360
EPS (元)	1.55	2.15	2.46	2.76

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	32.7	21.0	18.0	15.0
营业利润(%)	-8.5	20.3	10.1	10.7
归属于母公司净利润(%)	-23.6	39.3	14.0	12.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	28.7	27.2	27.0	26.9
净利率(%)	9.5	10.9	10.5	10.3
ROE(%)	6.7	7.6	7.8	8.2
ROIC(%)	7.7	7.4	7.3	7.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	65.6	67.3	68.8	69.6
净负债比率(%)	28.9	39.5	40.6	40.6
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.4
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	56.3	56.3	56.3	56.3
应付账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.55	2.15	2.46	2.76
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	-2.23	1.67	2.01
每股净资产(最新摊薄)	10.21	12.36	14.26	16.48
估值比率	-	-	-	-
P/E	8.2	5.9	5.2	4.6
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.6	11.0	10.0	9.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033