

所属行业

房地产

发布时间

2021年3月23日

## 招商蛇口 (001979.SZ)

三道红线指标均保持低位，增收不增利但  
有望改善

### 核心观点：

2020年，招商蛇口实现营业收入1296.2亿元，同比增长32.7%，但公司收入保持快速增长的情况下，净利润出现明显下降，并且毛利润率和净利润率同向下行。我们认为主要有两个原因：第一，主营开发的社区开发与运营业务的成本增长明显，同比增幅达到38.9%，远超同业务营业收入的增长幅度；第二，销售费用的增长、其他应收款的减值存货跌价准备以及投资收益的下降侵蚀公司的净利润。

### 1、发挥核心城市优势，销售规模稳定增长

招商蛇口在核心城市完备的土储布局，长期的城市深耕经验，以及积极的销售策略帮助公司实现销售规模的稳步增长。同时，随着园区开发、港务业务的成熟和发展，使公司有利于通过多元拿地方式降低拿地成本，从而实现销售单价的提升和利润率的上行。

### 2、营业收入实现高速增长，但利润率明显下降

招商蛇口毛利润率的下降概因以社区开发与运营为主的业务营业成本有较为明显的上升，达到780.3亿元，同比增长38.9%。净利润率的下降受销售费用增加、其他应收款减值、存货减值以及对招商阁置业和明华海员服务股权处置等因素的影响，导致净利润被侵蚀。

### 3、融资能力是最大优势，三道红线指标全部绿档

2020年，招商蛇口发挥融资优势，资金成本进一步下降至4.7%。偿债方面，扣除受限制资金后的现金短债比达到1.2倍，可支配的货币资金充裕，短期偿债风险较低。除此之外，公司剔除预收账款后的资产负债率为58.8%，净负债率为28.8%，不仅远低于三道红线要求，而且远低于行业平均水平，为公司有息负债规模增长提供了充足空间，也为长期发展奠

### 相关研究：

|   |          |
|---|----------|
| 2021年2月地产月报   市场热度向左，企业业绩向右，“两集中”后投资策略的改变与坚守【第32期】    | 20210306 |
| 全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长（2020年1-12月）   月读数据【第40期】 | 20201206 |
| 2020 四季度策略报告——房住不炒下行业空间仍在，锚定资源是未来竞争关键                 | 20201026 |

### 研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

姜晓刚

18516525402

jiangxiaogang@ehconsulting.com.cn

2020年，招商蛇口实现营业收入1296.2亿元，同比增长32.7%，但公司收入保持快速增长的情况下，净利润出现明显下降，并且毛利率和净利率同向下行。我们认为主要有两个原因：第一，主营开发的社区开发与运营业务的成本增长明显，同比增幅达到38.9%，远超同业务营业收入的增长幅度；第二，销售费用的增长、其他应收款的减值存货跌价准备以及投资收益的下降侵蚀公司的净利润。

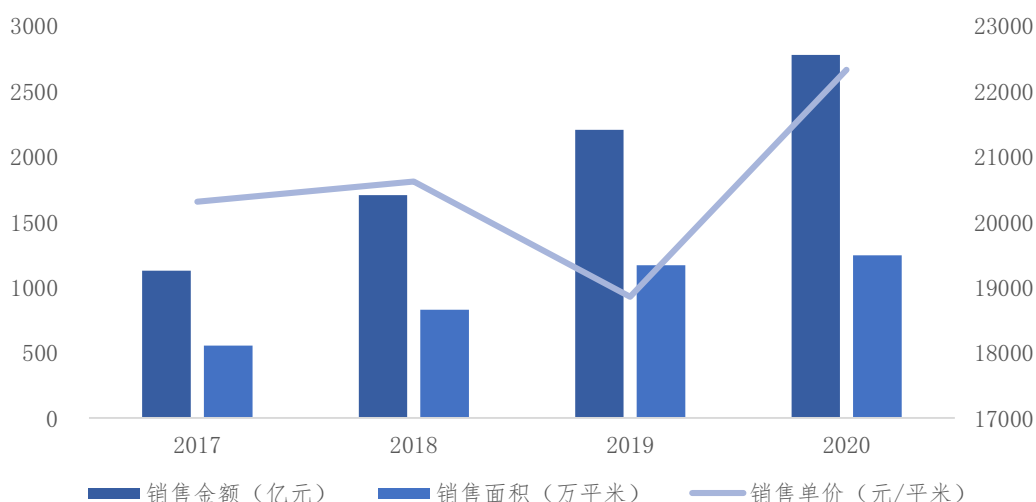
### 一、发挥核心城市优势，销售规模稳定增长

2020年，招商蛇口实现销售金额2776.1亿元，同比增加25.9%，实现销售面积1243.5亿元，同比增加6.3%，销售单价为22324.2元/平米，达到新高。在销售方面，面对竞争压力的上升，公司狠推“一城一模板”的策略，全面对标竞企，提升综合的操盘能力，最终实现高质量去化，销售规模创新高。其中，杭州、苏南、上海、深圳、南京、广州和宁波7个城市销售金额突破百亿，华东、深圳、西南、华南、江南5个区域的销售增速超过20%，业绩分布整体相对均衡。但是全面推进销售规模的增长给公司带来的直接影响是销售费用小幅提升，2020年公司销售费用为29.9亿元，同比上行35.3%。

招商蛇口能够实现项目的稳定去化，除了积极的销售策略，还得益于公司长期聚焦核心城市。投资上，公司坚定城市深耕策略，加强对西安、合肥、南通以及东莞等城市的投资力度，单城市资源投放力度较2019年实现翻倍。2020年，公司共获取土地储备98宗，新增土地储备1624.8万平方米，权益建筑面积1044.8万平方米，港城联动、产城联动已经成为招商蛇口获取土地资源的主要方式，其中通过港城联动相继获取南通滨江及烟台芝罘的项目，通过产城联动相继获取成都天府新区项目、太原小店项目、武汉神龙厂项目、西安港务区项目以及博鳌乐城项目，丰富了公司的拿地方式，有利于拿地成本的下降。

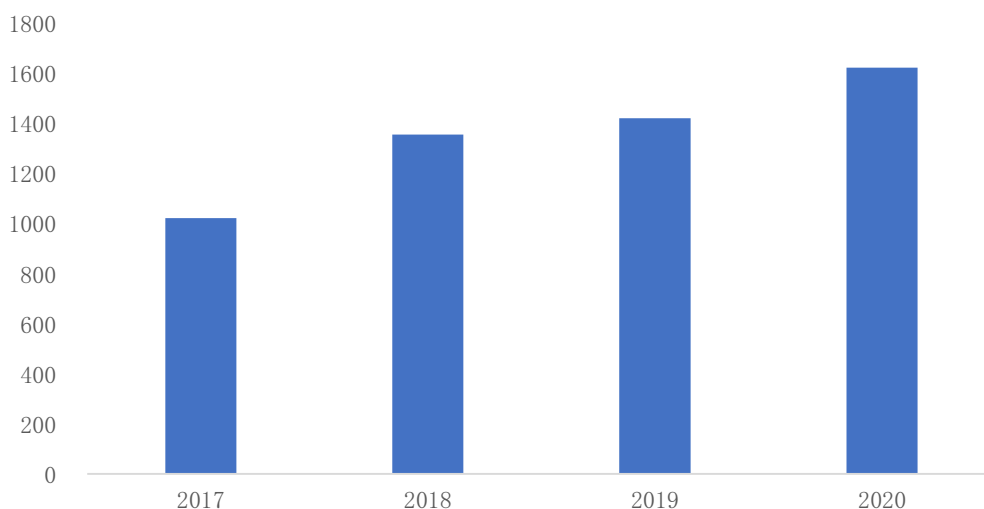
我们认为，招商蛇口在核心城市完备的土储布局，长期的城市深耕经验，以及积极的销售策略帮助公司实现销售规模的稳步增长。同时，随着园区开发、港务业务的成熟和发展，使公司有利于通过多元拿地方式降低拿地成本，从而实现销售单价的提升和利润率的上行。

图表：2017-2020年招商蛇口销售表现



资料来源：企业公告、亿翰智库

图表：2017-2020 年招商蛇口新增土地储备情况（万平米）



资料来源：企业公告、亿翰智库

## 二、营业收入实现高速增长，但利润率明显下降

2020 年，招商蛇口实现营业收入 1296.2 亿元，同比增长 32.7%，实现较为优秀的增长。其中，以房地产销售为主的社区开发与运营为主的业务实现营业收入 1012.6 亿元，同比增速达到 19.8%；以园区、综合体、商办、酒店等多业态为主的园区开发与运营业务实现营业收入 282.3 亿元，同比增幅高达 126.3%；邮轮产业建设与运营业务由于受到疫情影响，部分业务暂停运营，收入为 1.3 亿元，同比减少 79.2%，由于这项业务占比相对较小，并未对整体的收入产生较大的影响。因此总体来说，公司在 2020 年取得了较好的收入增长。

但是招商蛇口却面临增收未增利的情形，一方面表现为净利润为 169.1 亿元，同比下降 10.3%；归母净利润为 122.5 亿元，同比下降达到 23.6%；另一方面表现为公司的毛利润率和净利润率分别为 28.7%和 13.0%，同比分别下降 6 个百分点和 6.3 个百分点。分情况来看，招商蛇口毛利润率的下降概因以社区开发与运营为主的业务营业成本有较为明显的上升，达到 780.3 亿元，同比增长 38.9%。净利润率的下降受销售费用增加、其他应收款减值、存货减值以及对招盛阁置业和明华海员服务股权处置等因素的影响，导致出现净利润被侵蚀。

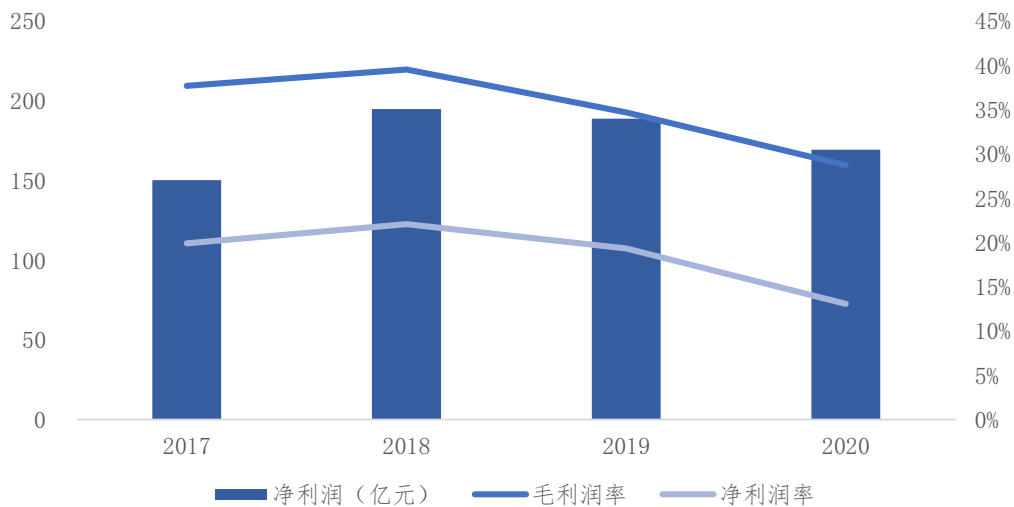
我们认为，应收款的减值处理和股权处置对公司的净利润影响是暂时的，未来有望恢复正向增长。毛利润率的连续下降或因公司对 2015、2016 年的高价项目结转影响，导致毛利润率连续两年出现明显的下降，但是营业成本的快速上升值得警惕。

图表：2020 年招商蛇口不同业务营业收入与成本表现（亿元）

| 业务        | 营业收入   | 同比增速   | 营业成本  | 同比增速   |
|-----------|--------|--------|-------|--------|
| 社区开发与运营   | 1012.6 | 19.8%  | 780.3 | 38.9%  |
| 园区开发与运营   | 282.3  | 126.3% | 141.7 | 96.7%  |
| 邮轮产业建设与运营 | 1.3    | -79.2% | 2.3   | -46.4% |

资料来源：企业公告、亿翰智库

图表：2017-2020 年招商蛇口净利润及利润率表现



资料来源：企业公告、亿翰智库

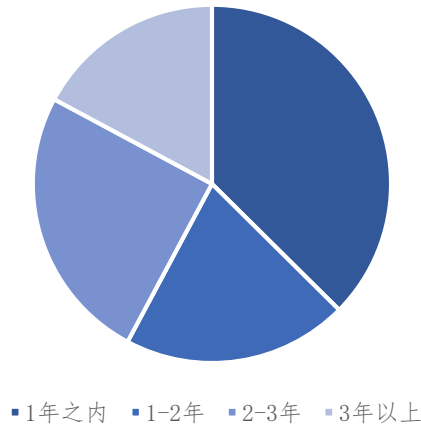
### 三、融资能力是最大优势，三道红线指标全部绿档

融资能力是招商蛇口最大的优势，并且公司三道红线全部绿档，有息负债存在充足的增长空间。

在融资方面，2020 年因疫情影响，融资环境边际放宽，招商蛇口积极把握机会，直接开展融资工作，先后滚动发行超短期融资券、中期票据等产品，发行规模累计 206.5 亿元，且均为同期市场较优利率，有效的控制了公司资金成本的上升。同时借 LPR 换锚机会降本增效，通过优化债务品种，加大供应链产品应用等举措，全年平均融资成本为 4.7%，相比 2019 年下降 0.2 个百分点。

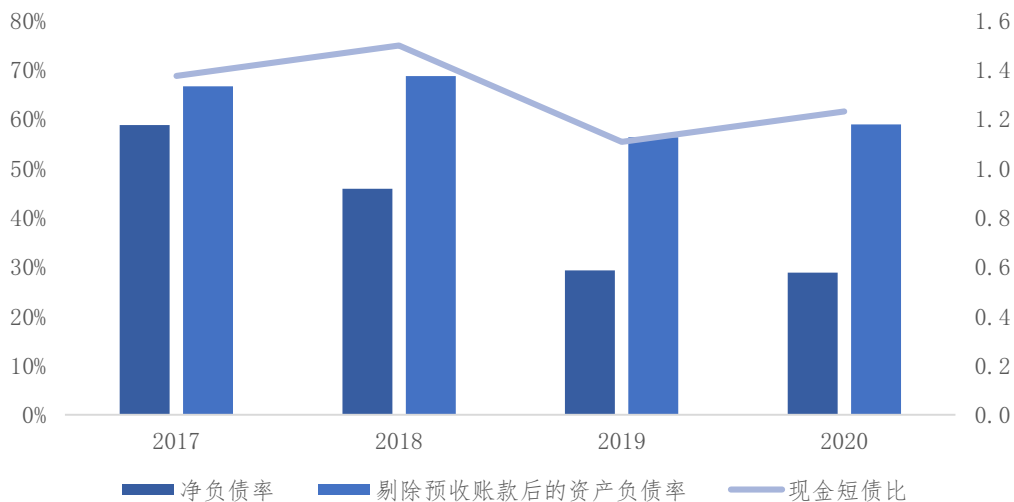
根据债务到期情况来看，招商蛇口 1 年内到期的有息负债为 600.5 亿元，占比达到 37.4%，但是扣除受限制资金后的现金短债比仍达到 1.2 倍，可支配的货币资金充裕，短期偿债风险较低。除此之外，公司剔除预收账款后的资产负债率为 58.8%，净负债率为 28.8%，不仅远低于三道红线要求，而且远低于行业平均水平。综合来看，招商蛇口长短期风险可控，三道红线三项指标全部绿档，为公司有息负债规模的增长提供了充足的空间，为长期发展奠定了基础。

图表：2020 年招商蛇口债务到期分布情况



资料来源：公司公告、亿翰智库

图表：2020 年招商蛇口长短期偿债能力情况



资料来源：公司公告、亿翰智库

| 指标           | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 销售金额（亿元）     | 1126.0  | 1705.8  | 2204.7  | 2776.1  |
| 销售面积（万平方米）   | 554.5   | 827.4   | 1169.4  | 1243.5  |
| 销售单价（元/平方米）  | 20306.8 | 20618.1 | 18853.0 | 22324.2 |
| 新增土地储备（万平方米） | 1023.6  | 1356.7  | 1423.0  | 1624.8  |
| 新增土地投资（亿元）   | -       | -       | 976.0   | -       |
| 土地储备（万平方米）   | -       | 5300.0  | 4109.0  | -       |
| 投销比          | 1.8     | 1.6     | 1.2     | 1.3     |
| 存续比          | -       | 6.4     | 3.5     | -       |
| 营业收入（亿元）     | 754.5   | 882.8   | 976.7   | 1296.2  |
| 净利润（亿元）      | 150.1   | 194.6   | 188.6   | 169.1   |
| 毛利润率         | 37.7%   | 39.5%   | 34.6%   | 28.7%   |
| 净利润率         | 19.9%   | 22.0%   | 19.3%   | 13.0%   |

|               |       |       |       |        |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 预收账款 (亿元)     | 550.6 | 753.5 | 977.8 | 1310.9 |
| 预收账款/营业收入     | 0.7   | 0.9   | 1.0   | 1.0    |
| 净负债率          | 58.7% | 45.8% | 29.3% | 28.8%  |
| 剔除预收账款后的资产负债率 | 66.6% | 68.7% | 56.3% | 58.8%  |
| 现金短债比         | 1.4   | 1.5   | 1.1   | 1.2    |
| 融资成本          | 4.8%  | 4.9%  | 4.9%  | 4.7%   |
| 管理费用率         | 1.7%  | 1.7%  | 1.8%  | 1.5%   |
| 销售费用率         | 1.9%  | 1.8%  | 2.3%  | 2.3%   |
| 财务费用率         | 1.1%  | 9.2%  | 9.4%  | 8.0%   |
| 三费费用率         | 4.8%  | 12.6% | 13.4% | 11.8%  |

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码