

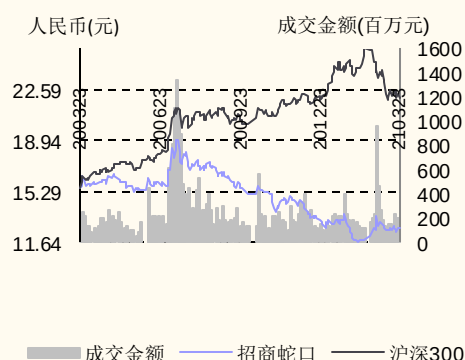
招商蛇口 (001979.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.70 元
目标价格 (人民币): 22.63-22.63 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	79.23
已上市流通 A 股(亿股)	79.22
总市值(亿元)	1,006.25
年内股价最高最低(元)	19.00/11.64
沪深 300 指数	5009
深证成指	13607



相关报告

1. 《坐拥大湾区优质土储，具备孕育核心资产能力 - 招商蛇口深度报告》，2020.11.30

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

轻装上阵，未来继续增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97,672	129,621	150,029	176,575	213,191
营业收入增长率	10.64%	32.71%	15.74%	17.69%	20.74%
归母净利润(百万元)	16,033	12,253	13,377	15,131	17,791
归母净利润增长率	5.20%	-23.58%	9.18%	13.11%	17.58%
摊薄每股收益(元)	2.025	1.546	1.688	1.910	2.245
每股经营性现金流净额	1.22	2.76	-8.29	-1.40	-4.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.90%	12.09%	14.85%	14.38%	14.47%
P/E	9.81	8.59	7.52	6.65	5.65
P/B	1.94	1.02	0.84	0.72	0.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月23日，招商蛇口发布2020年年度业绩，全年实现营业收入1296.2亿元，同比+32.7%；权益净利润122.5亿元，同比-23.6%。

点评

- 营收增长，权益净利润同比下降。**公司权益净利润率9.5%，同比去年下降7pct，主要由于：①**结算毛利率下滑。**住宅开发业务结转项目毛利率同比下降6.1pct，主要为过去几年高价地项目所拖累。预计未来1-2年结算毛利率将持续下行，但前瞻指标销售毛利率将企稳改善；②**计提减值准备。**计提存货跌价准备及应收款项信用损失准备等31亿元，同比增加9.7亿元。公司根据市场情况，连续两年计提较充分的减值，不给未来留负担，长期而言并非坏事；③**投资收益减少。**2020年投资收益较2019年减少31亿元。考虑到写字楼等资产的权益销售已成为重要的经常性销售方式，更多与自身销售安排有关，无需过多担心。
- 合约销售额超额完成，拿地保持积极。**2020年合约销售金额2776亿元，同比+25.9%，超额完成2500亿目标；合约销售面积1244万平，同比+6.3%；销售均价22324元/平米，同比+18.4%。2021年公司目标销售3300亿，同比2020年完成情况+18.9%。以2020年底5300亿可售资源，以及全年62%去化率来计算，全年目标可以达成。2020年公司新增计容建面1,625万平，同比+14.2%；全口径拿地金额约1500亿元，拿地金额/销售金额54%，近几年保持在50%左右，未来销售增长的确定性高。
- 持有型业务运营管理再上新台阶。**2020年公司成立资产管理中心，设立“招商商管”，成立“招商伊敦”酒店公寓管理平台，完成四大持有型业态资产盘点，搭建专业化资管体系。公司资源禀赋优秀，具备稀缺性，未来T+3、T+10、T+30业务将持续开展，互为补充。同时，随着资管体系逐渐完善，经营业绩将持续提升，亦能通过资本化手段释放业务价值。

投资建议

- 我们将2021-2022年EPS预测由1.91元、2.26元下调至1.69元、1.91元，预测2023年EPS为2.25，维持“买入”评级和22.63元目标价。

风险提示

- 前海建设进度低于预期，公司规模扩张低于预期，政策调控超预期。

附录 2：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	88,278	97,672	129,621	150,029	176,575	213,191
增长率		10.6%	32.7%	15.7%	17.7%	20.7%
主营业务成本	-53,415	-63,829	-92,435	-107,860	-127,384	-152,911
%销售收入	60.5%	65.4%	71.3%	71.9%	72.1%	71.7%
毛利	34,863	33,843	37,186	42,169	49,191	60,279
%销售收入	39.5%	34.6%	28.7%	28.1%	27.9%	28.3%
营业税金及附加	-8,324	-9,200	-9,054	-12,752	-15,009	-18,121
%销售收入	9.4%	9.4%	7.0%	8.5%	8.5%	8.5%
销售费用	-1,554	-2,207	-2,986	-3,256	-3,637	-4,392
%销售收入	1.8%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%
管理费用	-1,527	-1,729	-1,979	-2,655	-3,002	-3,603
%销售收入	1.7%	1.8%	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%
研发费用	0	-52	-71	-105	-124	-149
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	23,458	20,656	23,096	23,400	27,419	34,014
%销售收入	26.6%	21.1%	17.8%	15.6%	15.5%	16.0%
财务费用	-2,448	-2,773	-2,224	-3,281	-5,022	-5,996
%销售收入	2.8%	2.8%	1.7%	2.2%	2.8%	2.8%
资产减值损失	-986	2,092	2,570	-467	-548	-477
公允价值变动收益	-63	114	8	983	-62	-615
投资收益	6,548	10,231	6,107	3,800	5,500	4,500
%税前利润	24.6%	39.2%	25.3%	15.6%	20.2%	14.4%
营业利润	26,613	26,320	24,080	24,484	27,336	31,475
营业利润率	30.1%	26.9%	18.6%	16.3%	15.5%	14.8%
营业外收支	-12	-196	30	-102	-120	-145
税前利润	26,601	26,124	24,109	24,382	27,216	31,330
利润率	30.1%	26.7%	18.6%	16.3%	15.4%	14.7%
所得税	-7,140	-7,267	-7,196	-6,705	-7,484	-8,616
所得税率	26.8%	27.8%	29.8%	27.5%	27.5%	27.5%
净利润	19,461	18,857	16,913	17,677	19,732	22,714
少数股东损益	4,221	2,824	4,660	4,300	4,601	4,923
归属于母公司的净利润	15,240	16,033	12,253	13,377	15,131	17,791
净利率	17.3%	16.4%	9.5%	8.9%	8.6%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	19,461	18,857	16,913	17,677	19,732	22,714
少数股东损益	4,221	2,824	4,660	4,300	4,601	4,923
非现金支出	2,111	-811	-983	799	915	880
非经营收益	-2,921	-13,886	-1,190	-7,070	-5,861	-5,524
营运资金变动	-8,154	5,513	7,167	-77,106	-25,844	-54,419
经营活动现金净流	10,496	9,673	21,907	-65,700	-11,059	-36,348
资本开支	-2,767	-8,097	-4,220	-641	-1,040	-1,113
投资	-1,304	-4,563	-3,258	-9,517	-13,062	-16,615
其他	7,026	-498	2,659	3,800	5,500	4,500
投资活动现金净流	2,955	-13,158	-4,818	-6,358	-8,602	-13,228
股权募资	6,117	29,723	18,898	-24,666	0	0
债权募资	15,211	12,634	12,517	115,482	31,481	59,811
其他	-20,277	-26,137	-39,427	-4,322	-6,169	-7,193
筹资活动现金净流	1,051	16,220	-8,011	86,493	25,312	52,619
现金净流量	14,503	12,735	9,077	14,435	5,650	3,042

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	67,375	75,324	89,306	103,741	109,392	112,434
应收款项	65,843	73,864	96,991	105,637	124,328	150,109
存货	210,821	312,207	360,793	466,435	506,289	595,292
其他流动资产	10,397	15,855	28,437	25,698	27,065	28,852
流动资产	354,436	477,249	575,527	701,511	767,074	886,687
%总资产	83.7%	77.3%	78.1%	79.8%	79.5%	79.9%
长期投资	57,714	117,927	138,748	149,248	162,248	178,248
固定资产	4,329	5,426	5,352	5,759	6,187	6,638
%总资产	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
无形资产	1,261	1,813	1,987	2,093	2,219	2,333
非流动资产	68,786	140,212	161,268	176,994	197,259	222,802
%总资产	16.3%	22.7%	21.9%	20.1%	20.5%	20.1%
资产总计	423,221	617,461	737,157	878,732	964,560	1,109,716
短期借款	38,230	54,793	55,508	168,174	188,655	239,467
应付款项	155,561	192,682	137,602	171,232	175,049	194,055
其他流动负债	36,823	47,534	180,677	186,017	220,815	264,439
流动负债	230,615	295,008	373,787	525,423	584,519	697,961
长期贷款	61,647	68,835	77,715	80,715	84,715	89,715
其他长期负债	22,097	26,220	31,887	25,960	28,960	32,960
负债	314,359	390,063	483,389	632,098	698,194	820,635
普通股股东权益	75,909	94,845	101,370	90,072	105,203	122,994
其中：股本	7,904	7,916	7,923	7,923	7,923	7,923
未分配利润	44,770	53,047	58,126	71,503	86,634	104,425
少数股东权益	32,954	132,525	151,987	156,287	160,888	165,811
负债股东权益合计	423,221	617,433	737,157	878,732	964,560	1,109,716

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.928	2.025	1.546	1.688	1.910	2.245
每股净资产	9.604	11.981	12.794	11.368	13.278	15.523
每股经营现金净流	1.328	1.222	2.765	-8.292	-1.396	-4.588
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	20.08%	16.90%	12.09%	14.85%	14.38%	14.47%
总资产收益率	3.60%	2.60%	1.66%	1.52%	1.57%	1.60%
投入资本收益率	7.60%	4.01%	3.93%	3.26%	3.50%	3.79%
增长率						
主营业务收入增长率	16.99%	10.64%	32.71%	15.74%	17.69%	20.74%
EBIT 增长率	23.51%	-11.95%	11.81%	1.32%	17.17%	24.05%
净利润增长率	24.71%	5.20%	-23.58%	9.18%	13.11%	17.58%
总资产增长率	27.24%	45.95%	19.34%	19.21%	9.77%	15.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	5.6	6.4	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	1,281.4	1,495.4	1,328.7	1,580.0	1,453.6	1,424.5
应付账款周转天数	163.3	175.6	161.7	185.0	185.0	185.0
固定资产周转天数	14.1	17.2	12.3	11.1	9.9	8.6
偿债能力						
净负债/股东权益	45.01%	29.28%	26.27%	68.92%	72.01%	86.01%
EBIT 利息保障倍数	9.6	7.5	10.4	7.1	5.5	5.7
资产负债率	74.28%	63.19%	65.63%	71.96%	72.41%	73.97%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	25	39	55	99
增持	0	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.04	1.03	1.05	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-30	买入	14.47	22.63~22.63

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402