

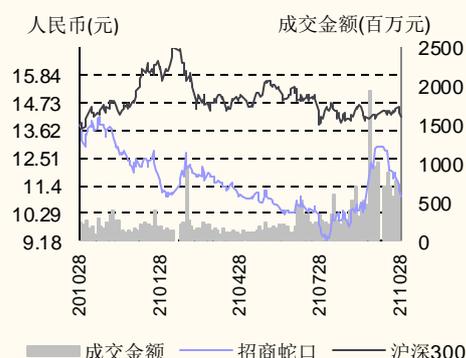
招商蛇口 (001979.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.96 元
 目标价格 (人民币): 14.62-14.62 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)	868.39
年内股价最高最低(元)	14.12/9.18
沪深 300 指数	4864
深证成指	14245



相关报告

- 《轻装上阵，未来继续增长-招商蛇口年报点评》，2021.3.23
- 《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

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
 duhaomin@gjzq.com.cn

销售表现亮眼，结算毛利率下滑较大

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	149,112	172,738	199,813
营业收入增长率	10.6%	32.7%	15.0%	15.8%	15.7%
归母净利润(百万元)	16,033	12,253	12,875	14,073	16,462
归母净利润增长率	5.2%	-23.6%	5.1%	9.3%	17.0%
摊薄每股收益(元)	2.025	1.546	1.625	1.776	2.078
每股经营性现金流净额	1.24	2.70	0.48	1.41	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.9%	12.1%	13.9%	13.9%	14.8%
P/E	9.81	8.59	6.74	6.17	5.28
P/B	1.66	1.04	0.94	0.86	0.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2021 年 10 月 27 日，招商蛇口发布三季报。2021 年前三季度公司实现收入 818 亿元，同比+63%，Q3 单季度收入 371 亿元，同比+44%；前三季度归母净利润 64 亿元，同比+190%，Q3 单季度归母净利润 21 亿元，同比+64%。

点评

- 毛利率下滑幅度超预期，净利润大幅增长。**公司 2021 年前三季度毛利率 21.9%，相较去年同期下滑 2.4pcts；Q3 单季度毛利率 17.3%，相较去年同期下滑 7.5pcts，整体下滑幅度超预期。公司 2021 年前三季度归母净利润 64 亿元，同比+190%，Q3 单季度归母净利润 21 亿元，同比+64%。大幅增长主要因为：①去年因疫情影响，前三季度结算收入较少，基数较低；②以公司万融大厦、万海大厦两处产业园物业作为底层资产的蛇口产业园 REIT 作为首批基础设施公募 REITs 之一成功上市，产生税后收益 14.58 亿元。
- 聚焦核心一二线优势突显，销售维持较高增长。**公司 2021 年 1-9 月销售金额 2410 亿元，同比+27%；销售面积 1038 万方，同比+26%；销售均价 2.3 万元/平方米，同比+0.2%。公司销售表现优于行业整体，主要受益于公司聚焦核心一二线城市的战略。今年下半年以来，房企现金流压力普遍增大，三四线的项目降价跑量现象较为普遍。公司整体销售均价相较去年同期仍有增长，也主要受益于项目所在区域多为核心区域。但从销售费用来看，公司为了加速项目去化，也加大了营销费用的投放，3Q21 的销售费用率为 2.6%，相较去年同期增加 0.2 个百分点。
- 资债比健康，维持“绿档”。**截至 3Q21，公司现金短债比为 1.8 倍，剔除预收款的资产负债率为 59.6%，净负债率为 34.0%，均满足“三条红线”的要求，为“绿档”企业。

投资建议

- 考虑到 3Q21 的毛利率下滑幅度较大，我们下调盈利预测，将 2021-23 年 EPS 由 1.69 元、1.91 元、2.25 元下调至 1.62 元、1.78 元、2.08 元，下调幅度分别为 -3.8%、-7.0%、-7.5%。我们同时下调目标价至 14.62 元/股，对应 2021-22 年 PE 分别为 9.0x 和 8.2x，维持“买入”评级。

风险提示

- 毛利率改善幅度不及预期；销售下滑幅度超预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	88,278	97,672	129,621	149,112	172,738	199,813	货币资金	67,375	75,324	89,306	26,684	30,679	35,309
增长率	17.0%	10.6%	32.7%	15.0%	15.8%	15.7%	应收款项	65,843	73,864	96,991	100,692	115,527	132,316
主营业务成本	-53,415	-63,829	-92,435	-109,298	-125,965	-144,686	存货	210,821	312,207	360,793	377,614	405,027	449,891
%销售收入	60.5%	65.4%	71.3%	73.3%	72.9%	72.4%	其他流动资产	10,397	15,855	28,437	31,055	32,305	33,709
毛利	34,863	33,843	37,186	39,814	46,774	55,127	流动资产	354,436	477,249	575,527	536,046	583,537	651,224
%销售收入	39.5%	34.6%	28.7%	26.7%	27.1%	27.6%	%总资产	83.7%	77.3%	78.1%	78.1%	79.1%	80.4%
营业税金及附加	-8,324	-9,200	-9,054	-10,438	-12,092	-13,987	长期投资	57,714	117,927	138,748	141,948	145,148	148,348
%销售收入	9.4%	9.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	固定资产	4,329	5,426	5,334	5,841	6,369	6,920
营业费用	-1,554	-2,207	-2,986	-3,728	-4,318	-4,995	%总资产	1.0%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
%销售收入	1.8%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	1,261	1,813	1,987	2,302	2,621	2,914
管理费用	-1,527	-1,729	-1,979	-2,237	-2,591	-2,997	非流动资产	68,786	140,439	161,631	150,453	154,482	158,509
%销售收入	1.7%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	%总资产	16.3%	22.7%	21.9%	21.9%	20.9%	19.6%
研发费用	0	-52	-71	-75	-86	-100	资产总计	423,221	617,688	737,157	686,499	738,019	809,733
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	38,230	54,793	55,508	10,044	4,759	7,505
息税前利润 (EBIT)	23,458	20,656	23,096	23,337	27,686	33,048	应付款项	95,099	109,196	136,201	140,047	161,415	189,439
%销售收入	26.6%	21.1%	17.8%	15.7%	16.0%	16.5%	其他流动负债	97,286	131,020	182,078	178,279	191,899	208,131
财务费用	-2,448	-2,773	-2,224	-2,086	-2,385	-2,421	流动负债	230,615	295,008	373,787	328,370	358,073	405,076
%销售收入	2.8%	2.8%	1.7%	1.4%	1.4%	1.2%	长期贷款	61,647	68,835	77,715	80,715	83,715	86,715
资产减值损失	-967	2,012	3,104	-378	-27	-45	其他长期负债	22,097	26,474	32,298	25,091	27,019	28,978
公允价值变动收益	-63	114	8	1,738	0	0	负债	314,359	390,318	483,800	434,175	468,808	520,768
投资收益	6,548	10,231	6,107	6,000	6,000	6,000	普通股股东权益	75,909	94,845	101,370	92,612	101,056	110,933
%税前利润	24.6%	39.2%	25.3%	21.0%	19.2%	16.4%	其中股本	7,904	7,916	7,923	7,923	7,923	7,923
营业利润	26,613	26,320	24,080	28,611	31,273	36,581	未分配利润	44,770	53,047	58,126	65,851	74,295	84,172
营业利润率	30.1%	26.9%	18.6%	19.2%	18.1%	18.3%	少数股东权益	32,954	132,525	151,987	159,712	168,155	178,032
营业外收支	-12	-196	30	0	0	0	负债股东权益合计	423,221	617,688	737,157	686,499	738,019	809,733
税前利润	26,601	26,124	24,109	28,611	31,273	36,581	比率分析	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	30.1%	26.7%	18.6%	19.2%	18.1%	18.3%	每股指标						
所得税	-7,140	-7,267	-7,196	-8,011	-8,757	-10,243	每股收益	1.93	2.03	1.55	1.62	1.78	2.08
所得税率	26.8%	27.8%	29.8%	28.0%	28.0%	28.0%	每股净资产	9.60	11.98	12.79	11.69	12.75	14.00
净利润	19,461	18,857	16,913	20,600	22,517	26,339	每股经营现金净流	1.33	1.24	2.70	0.48	1.41	0.61
少数股东损益	4,221	2,824	4,660	7,725	8,444	9,877	每股股利	0.79	0.83	0.64	0.65	0.71	0.83
归属于母公司的净利润	15,240	16,033	12,253	12,875	14,073	16,462	回报率						
净利率	17.3%	16.4%	9.5%	8.6%	8.1%	8.2%	净资产收益率	20.1%	16.9%	12.1%	13.9%	13.9%	14.8%
							总资产收益率	3.6%	2.6%	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%
							投入资本收益率	7.6%	4.0%	3.9%	4.6%	5.2%	5.8%
							增长率						
							主营业务收入增长率	17.0%	10.6%	32.7%	15.0%	15.8%	15.7%
							EBIT增长率	23.5%	-11.9%	11.8%	1.0%	18.6%	19.4%
							净利润增长率	24.7%	5.2%	-23.6%	5.1%	9.3%	17.0%
							总资产增长率	27.2%	45.9%	19.3%	-6.9%	7.5%	9.7%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.9	5.6	6.4	6.4	6.4	6.4
							存货周转天数	1,281	1,495	1,329	1,262	1,175	1,136
							应付账款周转天数	163	176	162	140	140	150
							固定资产周转天数	14	17	12	11	10	9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	45.0%	29.3%	26.3%	35.2%	31.4%	30.3%
							EBIT利息保障倍数	9.6	7.5	10.4	11.2	11.6	13.6
							资产负债率	74.3%	63.2%	65.6%	63.2%	63.5%	64.3%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	10	32	56	85	138
增持	1	2	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.09	1.06	1.03	1.07	1.00

来源：聚源数据

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
2	2021-03-23	买入	12.69	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