

公司研究

业绩逐步释放，投资张弛有度

——招商蛇口（001979.SZ）2021年三季度报点评

要点

事件：公司发布2021年三季度业绩公告

2021年前3季度公司实现主营收入817.58亿元，同比上升63.13%；实现归母净利润63.51亿元，同比上升189.76%。

点评：REITs上市增厚净利润，销售稳步提升，投资张弛有度，信用优势明显

1) 结转加速及 REITs 上市增厚净利润。2021 年前 3 季度公司实现主营收入 817.6 亿元，同比上升 63.1%；实现归母净利润 63.5 亿元，同比上升 189.8%；实现扣非净利润 48.6 亿元，同比上升 131.9%。2021 年第 3 季度，公司实现主营收入 371.0 亿元，同比上升 43.8%；实现归母净利润 21.0 亿元，同比上升 64.3%；实现扣非净利润 20.6 亿元，同比上升 51.6%。公司利润高增主要因：1) 2020 年受疫情影响，公司房地产业务结转规模基数较低；2) 公司成功发行博时招商蛇口产业园公募 REIT（底层资产为万融大厦、万海大厦），贡献税后收益 14.6 亿元。

2) 高地价项目结转致毛利率承压。2021 年前 3 季度公司录得毛利率 21.9%，同比下滑 2.4pcts；2021Q3 单季公司录得毛利率 17.3%，同比下滑 7.5pcts。盈利承压一是由于 2017-2018 年高价土地项目进入结算周期，二是由于近期房地产限价等调控政策遏制了行业整体盈利水平，公司盈利指标亦随之下行。

3) 销售稳步提升，投资张弛有度。2021 年前 3 季度公司实现销售额 2410 亿元，同比提升 26.7%；实现销售面积 1038 万方，同比增加 26.4%；对应销售均价约 23217.7 元/平，较 2020 年同期基本持平。受下半年初居民信贷收紧影响，公司三季度销售增速放缓，预期随着四季度刚需自住按揭的有序投放，公司销售或边际回暖。2021 年前 3 季度公司新增土储建面 1081 万方，投资总价约 1552 亿元；2021 年 Q3 单季公司投资节奏趋缓，新增项目 197.4 万方，投资总价约 324.5 亿元。

4) “三道红线”绿档，财务维持稳健。截至 2021Q3，公司在手现金 769.4 亿元；剔除预后的资产负债率为 59.6%，净负债率为 34.0%，现金短债比约 1.8X，维持“三道红线”绿档要求。

盈利预测、估值与评级：公司结算加速及 REITs 上市增厚净利润，销售稳步提升，信用优势明显，但政策调控下行业盈利空间下行趋势短期不变，我们下调公司 2021-2023 年预测归母净利润为 132.58 亿元(下调 10.0%)、149.26 亿元(下调 10.4%)、163.48 亿元(下调 12.2%)；当前 A 股股价对应 2021-2023 年预测 PE 估值分别为 6.0/5.4/4.9 倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。
风险提示：多元化经营业务或由于竞争激烈而不及预期，政策调控不及预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97,672	129,621	150,372	170,494	190,032
营业收入增长率	10.64%	32.71%	16.01%	13.38%	11.46%
净利润(百万元)	16,033	12,253	13,258	14,926	16,348
净利润增长率	5.20%	-23.58%	8.20%	12.58%	9.53%
EPS(元)	1.99	1.46	1.60	1.78	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.90%	12.09%	12.18%	12.27%	12.47%
P/E	4.8	6.6	6.0	5.4	4.9
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-02。注：EPS 计算剔除优先股现金股利、永续债现金分派。

买入（维持）

当前价：9.65 元

作者

分析师：何缅甸
执业证书编号：S0930518060006
021-52523801
hemianan@ebsecn.com

联系人：周卓君
021-52523855
zhouzj@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	79.23
总市值(亿元)	764.59
一年最低/最高(元)	9.02/14.26
近 3 月换手率	32.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-23.54	5.35	-33.77
绝对	-25.37	3.43	-28.14

资料来源：Wind

相关研报

地产投资单月同比转负，居民按揭降幅持续收窄——房地产行业统计局数据月度跟踪报告 (2021-10-18)

需求侧居民信贷单月边际改善，供给侧美元债一级市场发行回暖——光大房地产行业流动性跟踪报告 (2021-10-14)

2022：破而后立，晓喻新生——房地产（地产开发）2022 年投资策略 (2021-10-12)

土地成交量缩价涨，土拍市场优化规则——百城土地成交月度跟踪报告 (2020-10-11)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,672	129,621	150,372	170,494	190,032
营业成本	63,829	92,435	110,365	125,467	140,616
折旧和摊销	1,115	1,387	1,464	1,875	2,447
税金及附加	9,200	9,054	10,503	11,909	13,273
销售费用	2,207	2,986	3,464	3,927	4,377
管理费用	1,729	1,979	2,296	2,603	2,901
研发费用	52	71	83	94	105
财务费用	2,773	2,224	2,580	2,925	3,260
投资收益	10,231	6,107	6,264	6,491	6,730
营业利润	26,320	24,080	25,539	28,752	31,492
利润总额	26,124	24,109	25,539	28,752	31,492
所得税	7,267	7,196	7,623	8,582	9,400
净利润	18,857	16,913	17,916	20,170	22,092
少数股东损益	2,824	4,660	4,658	5,244	5,744
归属母公司净利润	16,033	12,253	13,258	14,926	16,348
EPS(按最新股本计)	1.99	1.46	1.60	1.78	1.96

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,812	27,622	-3,106	11,140	17,711
净利润	16,033	12,253	13,258	14,926	16,348
折旧摊销	1,115	1,387	1,464	1,875	2,447
净营运资金增加	73,507	25,847	33,192	21,222	16,841
其他	-76,843	-11,865	-51,020	-26,883	-17,926
投资活动产生现金流	-13,158	-4,818	-13,943	-14,789	-15,670
净资本支出	-8,097	-4,220	-4,005	-5,035	-6,035
长期投资变化	-9,282	-13,531	-11,132	-11,246	-11,365
其他资产变化	4,221	12,933	1,194	1,491	1,730
融资活动现金流	16,248	-7,894	31,500	17,533	11,441
股本变化	12	7	0	0	0
债务净变化	25,528	13,960	39,862	22,614	21,524
无息负债变化	50,431	79,523	49,962	45,113	44,528
净现金流	16,874	14,793	14,451	13,884	13,481

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.6%	28.7%	26.6%	26.4%	26.0%
EBITDA 率	24.7%	21.2%	18.0%	17.5%	17.0%
EBIT 率	23.4%	20.0%	17.0%	16.4%	15.7%
税前净利润率	26.7%	18.6%	17.0%	16.9%	16.6%
归母净利润率	16.4%	9.5%	8.8%	8.8%	8.6%
ROA	3.1%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%
ROE (摊薄)	16.9%	12.1%	12.2%	12.3%	12.5%
经营性 ROIC	6.8%	6.8%	5.9%	6.0%	6.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	63%	66%	68%	69%	70%
流动比率	1.62	1.54	1.47	1.45	1.43
速动比率	0.56	0.57	0.55	0.55	0.55
归母权益/有息债务	0.67	0.65	0.56	0.56	0.55
有形资产/有息债务	4.24	4.62	4.20	4.16	4.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	617,688	737,157	839,116	924,856	1,006,178
货币资金	75,324	89,306	103,757	117,641	131,122
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,795	2,759	3,251	3,689	4,115
应收票据	16	31	36	41	45
其他应收款 (合计)	72,372	94,221	107,876	120,851	133,118
存货	312,207	360,793	413,481	450,833	484,336
其他流动资产	12,011	15,687	15,687	15,687	15,687
流动资产合计	477,249	575,527	658,813	725,148	786,517
其他权益工具	5	3	3	3	3
长期股权投资	26,593	40,124	51,256	62,502	73,867
固定资产	4,608	4,365	4,673	5,409	6,428
在建工程	819	969	2,826	4,745	6,709
无形资产	612	573	579	584	589
商誉	358	358	358	358	358
其他非流动资产	427	688	688	688	688
非流动资产合计	140,439	161,631	180,303	199,708	219,661
总负债	390,318	483,800	573,625	641,351	707,404
短期借款	22,170	17,717	38,579	39,193	37,717
应付账款	35,403	46,520	55,543	63,144	70,768
应付票据	106	43	51	58	65
预收账款	83,486	1,401	1,625	1,842	2,053
其他流动负债	15,048	34,216	34,216	34,216	34,216
流动负债合计	295,008	373,787	447,611	499,338	548,390
长期借款	68,835	77,715	85,715	93,715	102,715
应付债券	18,276	22,641	30,641	38,641	46,641
其他非流动负债	5,907	6,671	6,671	6,671	6,671
非流动负债合计	95,309	110,013	126,013	142,013	159,013
股东权益	227,370	253,357	265,491	283,505	298,774
股本	7,916	7,923	7,923	7,923	7,923
公积金	17,998	18,260	18,260	18,260	18,260
未分配利润	53,047	58,126	65,702	74,471	83,996
归属母公司权益	94,845	101,370	108,846	121,616	131,141
少数股东权益	132,525	151,987	156,645	161,889	167,633

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.26%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
管理费用率	1.77%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
财务费用率	2.84%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%
研发费用率	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
所得税率	28%	30%	30%	30%	30%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.83	0.64	0.67	0.75	0.83
每股经营现金流	1.74	3.49	-0.39	1.41	2.24
每股净资产	11.98	12.79	13.74	15.35	16.55
每股销售收入	12.34	16.36	18.98	21.52	23.98

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	4.8	6.6	6.0	5.4	4.9
PB	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	15.0	14.6	16.0	15.0	14.4
股息率	8.6%	6.6%	6.9%	7.8%	8.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE