

房地产/金融

招商蛇口(001979)

## 毛利率是眼前，销售和拿地才是未来

### ——2020年中报点评

	谢皓宇(分析师)	单戈(研究助理)	白淑媛(分析师)
	010-83939826	010-83939827	021-38675923
	xiehaoyu@gtjas.com	shange@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880119110057	S0880518010004

#### 本报告导读：

公司毛利率大幅下滑导致增收不增利，但这只是短期现象，24%的毛利率并非公司实际水平，而考虑到公司上半年销售和拿地均有较好表现，我们认为逆势增长可期。

#### 投资要点：

- 维持增持评级，下调目标价至 24.75 元。鉴于公司结转高成本地块及疫情影响园区和邮轮业务，下调 2020-2022 年 EPS 为 2.24 / 2.75 / 3.25 元（原 EPS 为 2.41 / 2.83 / 3.26 元），对应增速为 10% / 23% / 18%，同时下调公司目标价至 24.75 元。现价对应 2020 年 EPS 为 7.6 倍 PE。
- 上半年公司增收不增利，业绩大幅下滑，低于预期。上半年营收 243 亿，同增 46%；归母净利润 9.1 亿，同减 81%。主要原因是 1) 非并表转并表，投资收益转为表内结算；2) 毛利率大幅下滑 14pcts，其中占比最大的社区业务下滑 11pcts。
- 毛利率大幅下滑只是短期现象，不必悲观。1) 公司历来主要在 Q4 结算，一般上半年营收占比仅为全年的 20%；2) 本期结算多为 2016-2017 年拿的高价地且并表结算增加（投资收益减少），所以才体现出营收大幅增长、利润大幅下滑，其实公司高价拿地量并不大，2017 年下半年后拿地楼面价仅在 7000-8000 元/平，销售均价维持在 2 万/平，且公司在前海有大量优质土储，所以 24% 毛利率不是常态。
- 上半年实际销售情况良好，且公司有逆势扩张的潜力。1-7 月销售额同增 11%，销售均价达到 2.2 万/平，在龙头企业中表现极为优异，这无疑得益于公司的战略布局、产品力等自身因素。公司上半年拿地积极，金额同比增长 73%，拿地强度 57%，前海土地整备也有进展，当前环境下杠杆率低优势明显，未来公司逆势增长可期。
- 风险提示：扩张过程中再拿高成本地块。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,278	97,672	128,957	156,587	183,707
(+/-)%	16%	11%	32%	21%	17%
经营利润 (EBIT)	23,458	20,656	22,194	27,324	33,505
(+/-)%	22%	-12%	7%	23%	23%
净利润 (归母)	15,240	16,033	17,710	21,766	25,752
(+/-)%	20%	5%	10%	23%	18%
每股净收益 (元)	1.92	2.02	2.24	2.75	3.25
每股股利 (元)	0.78	0.83	0.89	1.10	1.30

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	26.6%	21.1%	17.2%	17.4%	18.2%
净资产收益率 (%)	20.1%	16.9%	16.9%	18.5%	19.3%
投入资本回报率 (%)	10.8%	5.1%	5.5%	6.0%	6.7%
EV/EBITDA	7.61	10.19	8.34	7.56	6.51
市盈率	8.86	8.42	7.62	6.20	5.24
股息率 (%)	4.6%	4.9%	5.3%	6.5%	7.6%

评级：**增持**

上次评级：增持

目标价格：24.75

上次预测：27.13

当前价格：17.04

2020.08.24

#### 交易数据

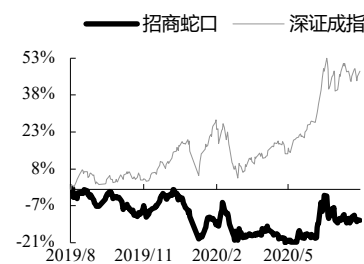
52 周内股价区间 (元)	16.00-20.44
总市值 (百万元)	134,996
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,922/7,921
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	18.62
日均成交值 (百万元)	332.69

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	85,228
每股净资产	10.76
市净率	1.6
净负债率	96.59%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.33	0.03
Q2	0.29	0.02
Q3	0.02	0.04
Q4	1.38	2.15
全年	2.02	2.24

#### 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-0%	11%	-13%
相对指数	-6%	-18%	-59%

#### 相关报告

资源类企业的“另类”融资 2020.06.07

稳健扩张，湾区土储释放可期 2020.04.22

整合完毕，推进加速 2019.12.09

销售快速增长，重点事项逐步落地 2019.10.30

粤港澳大湾区核心标的，各项战略稳步推进 2019.08.27

模型更新时间: 2020.08.24

**股票研究**

金融  
房地产

**招商蛇口 (001979)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **24.75**

上次预测: 27.13

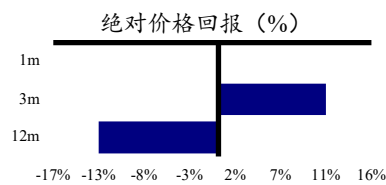
**当前价格:** 17.04

公司网址

www.cmsk1979.com

**公司简介**

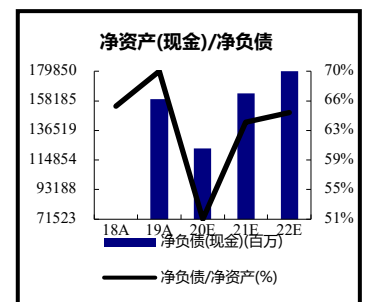
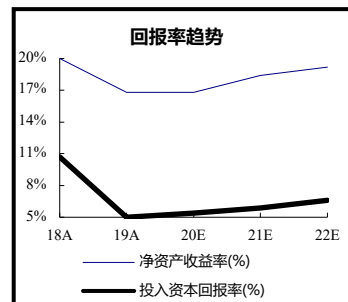
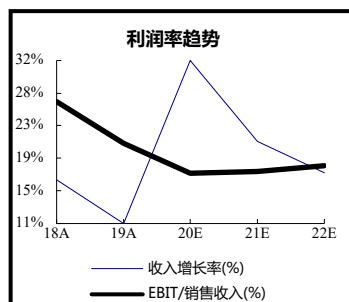
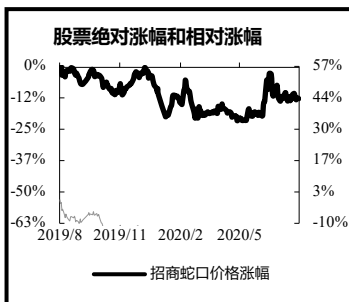
公司是招商局集团(中央直接管理的国有重要骨干企业,中国香港四大中资企业之一)旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业,是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务协同平台。公司致力于成为“中国领先的城市及园区综合开发和运营服务商”,确立了“前港-中区-后城”的开发模式,以“产、网、融、城一体化发展”为业务抓手,协同园区开发运营、社区开发运营、邮轮建设运营等三大业务,配套提供多元化的、覆盖全生命周期的产品与服务,包括:精品住宅、商业综合体、智慧及创意园区、产业园区、邮轮、邮轮酒店、邮轮



52 周内价格范围 16.00-20.44  
市值 (百万) 134,996

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	88,278	97,672	128,957	156,587	183,707
营业成本	53,415	63,829	92,725	110,549	127,368
税金及附加	8,324	9,200	9,027	12,527	15,615
销售费用	1,554	2,207	2,699	3,364	3,913
管理费用	1,497	1,729	2,250	2,745	3,216
EBIT	23,458	20,656	22,194	27,324	33,505
公允价值变动收益	-63	114	0	0	0
投资收益	6,548	10,231	10,538	10,854	11,397
财务费用	2,448	2,773	2,179	2,382	2,734
营业利润	26,613	26,320	28,830	35,508	41,939
所得税	7,140	7,267	7,897	9,759	11,525
少数股东损益	4,221	2,824	3,119	3,833	4,535
净利润	15,240	16,033	17,710	21,766	25,752
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	67,384	75,324	72,553	87,862	100,706
其他流动资产	287,052	401,925	472,896	570,096	654,780
长期投资	17,311	26,593	30,593	34,593	38,593
固定资产合计	3,401	4,608	4,689	4,735	4,748
无形及其他资产	48,074	109,011	109,205	109,247	109,366
资产合计	423,221	617,461	689,935	806,534	908,193
流动负债	230,615	295,008	349,613	439,319	513,992
非流动负债	83,744	95,054	100,054	110,054	117,054
股东权益	108,863	227,370	240,240	257,133	277,119
投入资本(IC)	158,749	293,950	293,887	332,124	363,523
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	17,161	14,910	16,093	19,782	24,270
折旧与摊销	1,125	1,316	406	440	474
流动资金增量	-3,232	62,782	-4,339	34,148	27,268
资本支出	-2,767	-8,097	-785	-679	-732
自由现金流	12,287	70,911	11,375	53,690	51,279
经营现金流	10,478	13,812	18,058	-15,629	-4,100
投资现金流	2,955	-13,158	5,753	6,175	6,665
融资现金流	851	16,248	-26,582	24,763	10,279
现金流净增加额	14,284	16,902	-2,771	15,309	12,844
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	16.3%	10.6%	32.0%	21.4%	17.3%
EBIT 增长率	22.2%	-11.9%	7.5%	23.1%	22.6%
净利润增长率	20.4%	5.2%	10.5%	22.9%	18.3%
利润率					
毛利率	39.5%	34.6%	28.1%	29.4%	30.7%
EBIT 率	26.6%	21.1%	17.2%	17.4%	18.2%
净利润率	17.3%	16.4%	13.7%	13.9%	14.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	20.1%	16.9%	16.9%	18.5%	19.3%
总资产收益率(ROA)	3.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%
投入资本回报率(ROIC)	10.8%	5.1%	5.5%	6.0%	6.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	1293	1495	1428	1450	1443
应收账款周转天数	3	6	5	5	5
总资产周转天数	1,576	1,945	1,850	1,744	1,703
净利润现金含量	68.8%	86.1%	102.0%	-71.8%	-15.9%
资本支出/收入	3.1%	8.3%	0.6%	0.4%	0.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.3%	63.2%	65.2%	68.1%	69.5%
净负债率	65.7%	70.2%	51.3%	63.7%	64.9%
<b>估值比率</b>					
PE	8.86	8.42	7.62	6.20	5.24
PB	1.81	1.66	1.29	1.15	1.01
EV/EBITDA	7.61	10.19	8.34	7.56	6.51
P/S	1.53	1.38	1.05	0.86	0.73
股息率	4.6%	4.9%	5.3%	6.5%	7.6%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		