招商蛇口（001979）2020 年三季报点评

业绩下降，销售稳增，报表优化

强推（维持）

目标价：26.4 元

当前价：15.31 元

❖ **3Q20 营收+96%、业绩-57%，主要源于毛利率及投资收益同比大幅下降**

3Q20 公司实现营业收入 501.2 亿元，同比+96.2%；归母净利润 21.9 亿元，同比-57.0%；扣非归母净利润 21.0 亿元，同比-58.1%；毛利率和净利率分别为 24.3%和 4.4%，分别-11.7pct 和-15.6pct；三项费用率 8.9%，同比-6.0pct，其中销售、管理、财务费用率分别-1.8pct、-1.8pct、-2.4pct；基本每股收益 0.19 元，同比-68.3%。公司营收大增但业绩大降主要源于：1）公司结转毛利率大幅下降；2）公司投资性收益 7.6 亿，同比-84.2%，主要系去年同期转让乐艺置业、商启置业 51%股权后收益以及剩余股权按照公允价值重新计量确认投资收益合计 29.7 亿元；3）公司少数股东损益占比 35.7%，同比+23.1pct。

❖ **3Q20 销售 1,902 亿、同比+17%，预收、竣工增长助力全年结转稳增**

3Q20 公司销售金额 1,901.8 亿元，同比+17.4%，完成全年计划销售额 2,500 亿元的 76.1%；销售面积 821.3 万方，同比-1.4%；销售均价 23,156 元/平米，较 19 年+22.8pct；销售表现优于同行。考虑到公司连续 4 年实际开工均高于年初计划、20 年积极拿地推动当年拿地转化当年开工、以及项目布局以供需关系较为紧张的一二线城市为主，预计 20 年销售计划顺利完成难度不大。同时鉴于：1）公司 20 年计划竣工 1,100 万方，同比+10%；2）19 年结转竣工比 69.7%，同比-29.9pct，已竣工未结算资源丰富；3）20Q3 末公司预收账款达 1,536.3 亿，同比+14.0%，可覆盖 19 年营收 157.3%；将共同助力 20 年结转规模稳增。

❖ **3Q20 拿地/销售额 51%，拿地保持积极，前海土地整备完成后报表优化**

3Q20 公司新增建面 1,144.8 万方，同比+37.8%；对应拿地金额 973.6 亿元，同比+56.0%；拿地额权益占比 65.2%，较 19 年+12.0pct；拿地/销售额比 51.2%，同比+5.8pct；平均楼面地价 8,504 元/平米，同比+18.4%；公司拿地积极扩张，并集中于城市圈及重点一二线。截至 20H1 末，公司总未竣工面积 5,398 万方，可覆盖 19 年销售面积 4.6 倍，土储资源充裕。财务方面，公司 20H1 平均融资成本 4.78%，较 19 年-0.14pct；20Q3 末，公司资产负债率和净负债率分别为 68.0%、36.8%，分别同比-7.6pct、-25.6pct，负债率下降源于前海土地整备完成后资产规模明显增厚。此外，公司报告期拟收购南油集团 24%股权，进一步增厚前海资源股权比例，增强盈利能力。

❖ **投资建议：业绩下降，销售稳增，报表优化，维持“*强推*”评级**

招商蛇口在重组后多维度积极变革，管理改革、提升周转、加速整合；公司坐拥一二线优质土储，尤其粤港澳大湾区资源储备含金量极高；具备“市场化+非市场化”强大拿地优势。公司作为大湾区核心标的，资产价值料将进一步提升。此外，招商积余和招商局商业房托先后完成上市也有望逐步增厚估值。但鉴于公司结转毛利率低于预期以及投资性收益下降，我们下调公司 20-22 年每股收益预测分别至 1.92、2.21、2.54 元（原值 2.23、2.56、2.95 元），20PE 为 8.0 倍、较每股 NAV35.20 元折价 57%，维持目标价 26.4 元，维持“*强推*”评级。

❖ **风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧**

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	97,672	130,925	168,719	214,626
同比增速(%)	11	34	29	27
归母净利润(百万)	16,033	15,177	17,455	20,072
同比增速(%)	5	-5	15	15
每股盈利(元)	2.03	1.92	2.21	2.54
市盈率(倍)	7.5	8.0	6.9	6.0
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536
邮箱：yuanhao@hcyjs.com
执业编号：S0360516120001

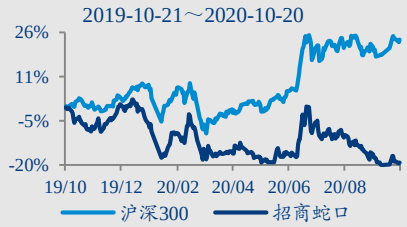
联系人：鲁星泽

电话：021-20572575
邮箱：luxingze@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	792,324
已上市流通股(万股)	792,171
总市值(亿元)	1,213.05
流通市值(亿元)	1,212.81
资产负债率(%)	68.0
每股净资产(元)	11.0
12 个月内最高/最低价	19.6/15.0

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《招商蛇口（001979）2020 年中报点评：业绩下降，销售稳增，拿地积极》
2020-08-25
《招商蛇口（001979）2020 年 8 月销售数据点评：销售表现靓丽，拿地有所放缓》
2020-09-10
《招商蛇口（001979）2020 年 9 月销售数据点评：销售靓丽，拿地积极》
2020-10-12

未经许可，禁止转载

图表 1、招商蛇口 2020 年 1-9 月业绩摘要

(人民币，百万)	2019 年 1-9 月	2020 年 1-9 月	同比变动（%）
营业收入	25,543	50,118	96.2
营业成本	(16,347)	(37,928)	132.0
营业税	(2,596)	(3,290)	26.8
毛利润	9,196	12,190	32.6
其他收入	0	0	
销售费用	(1,073)	(1,222)	13.9
管理费用	(1,057)	(1,154)	9.2
营业利润	7,795	5,273	(32.4)
投资收益	4,813	748	(84.5)
财务费用	(1,659)	(2,072)	24.9
营业外收支	(49)	(10)	(80.5)
税前利润	7,746	5,263	(32.1)
所得税	(1,915)	(1,853)	(3.3)
少数股东权益	(738)	(1,219)	65.1
归属上市公司股东净利润	5,093	2,192	(57.0)
主要比率(%)			百分点增减（%）
毛利率	36.0	24.3	(11.7)
经营利润率	30.5	10.5	(20.0)
净利率	19.9	4.4	(15.6)

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	75324	100968	130115	165517
应收票据	16	0	0	0
应收账款	1795	0	0	0
预付账款	3513	5041	6503	8271
存货	312207	366591	455542	547296
其他流动资产	84395	99439	128144	163010
流动资产合计	477249	572039	720304	884095
其他长期投资	90376	85857	81338	76820
长期股权投资	26593	26593	26593	26593
固定资产	5436	7445	7005	6566
在建工程	819	819	819	819
无形资产	612	582	553	525
其他非流动资产	16602	22411	29014	37034
非流动资产合计	140439	143707	145322	148356
资产合计	**617688**	**715746**	**865626**	**1032451**
短期借款	22170	31817	41043	52205
应付票据	106	153	197	251
应付账款	35403	50807	65541	83365
预收款项	97775	111909	144214	183452
其他应付款	17594	23435	30233	38362
一年内到期的非流动负债	32623	33502	34344	35362
其他流动负债	89338	127677	198273	269890
流动负债合计	295008	379300	513844	662887
长期借款	68835	68835	68835	68835
应付债券	18276	18276	18276	18276
其他非流动负债	8198	10768	13227	16200
非流动负债合计	95309	97879	100337	103311
负债合计	390318	477179	614182	766198
归属母公司所有者权益	94845	103803	114105	125951
少数股东权益	132525	134764	137340	140301
所有者权益合计	227370	238567	251444	266253
负债和股东权益	**617688**	**715746**	**865626**	**1032451**

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**13812**	**(1961)**	**(18601)**	**(4724)**
现金收益	16874	25301	27655	38124
存货影响	(30400)	(54384)	(88952)	(91753)
经营性应收影响	(489)	(26784)	(30167)	(36635)
经营性应付影响	36402	62281	78353	94948
其他影响	(8575)	(8375)	(5491)	(9408)
投资活动现金流	**(13158)**	**3113**	**4011**	**5102**
资本支出	8108	0	0	0
股权投资	(4055)	0	0	0
其他长期资产变化	(17211)	3113	4011	5102
融资活动现金流	**16248**	**24146**	**42240**	**37739**
借款增加	12634	30365	49393	45965
财务费用	14150	6219	7153	8226
股东融资	29723	0	0	0
其他长期负债变化	(40259)	(12439)	(14306)	(16451)

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**97672**	**130925**	**168719**	**214626**
营业成本	63829	91602	118165	150301
税金及附加	9200	11105	14477	18585
销售费用	2207	2958	3812	4849
管理费用	1729	2317	2986	3798
财务费用	2773	3824	5498	7490
资产减值损失	2092	0	0	0
公允价值变动收益	114	0	0	0
投资收益	10231	7162	6446	5157
其他收益	**26320**	**26282**	**30227**	**34759**
营业利润	145	0	0	0
营业外收入	341	0	0	0
营业外支出	**26124**	**26282**	**30227**	**34759**
利润总额	7267	7311	8408	9669
所得税	18857	18971	21819	25090
净利润	2824	3794	4364	5018
少数股东损益	**16033**	**15177**	**17455**	**20072**
归属母公司净利润	16033	15177	17455	20072
NOPLAT	2.03	1.92	2.21	2.54
EPS(摊薄)（元）	2.03	2.23	2.56	2.95

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11%	34%	29%	27%
EBIT 增长率	-12%	11%	28%	27%
归母净利润增长率	5%	-5%	15%	15%
获利能力				
毛利率	35%	30%	30%	30%
净利率	16%	12%	10%	9%
ROE	17%	15%	15%	16%
ROIC	11%	8%	9%	10%
偿债能力				
资产负债率	63%	67%	71%	74%
债务权益比	1.7	2.0	2.4	2.9
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.20	0.21	0.23
应收账款周转天数	261.6	242.0	246.2	247.6
应付账款周转天数	384.0	375.6	393.3	395.7
存货周转天数	1307.1	1206.2	1131.2	1083.7
每股指标(元)				
每股收益	2.03	1.92	2.21	2.54
每股经营现金流	1.74	(0.25)	(2.35)	(0.60)
每股净资产	12.0	13.1	14.4	15.9
估值比率				
P/E	7.5	8.0	6.9	6.0
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	19.8	20.5	19.8	18.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500