



中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



李金哲
地产分析师
S1010520090001



张全国
房地产行业联席首席分析师
S1010517050001



联系人：李宗儒

招商蛇口 001979

评级	买入（维持）
当前价	12.61 元
目标价	16.02 元
总股本	7,923 百万股
流通股本	7,922 百万股
52周最高/最低价	19.85/12.51 元
近1月绝对涨幅	1.12%
近6月绝对涨幅	-21.57%
近12月绝对涨幅	-22.11%

公司虽然 2020 年业绩明显下降，但资源优势仍在，且盈利能力已经得到夯实。

■ **公司公告 2020 年度业绩快报。**2020 年，公司实现未经审计（下同）营业收入 1296 亿元，同比增加 32.71%；实现归属于上市公司股东的净利润 123 亿元，同比减少 23.58%，主要系结转项目毛利率有所下降、投资收益的减少以及计提资产减值准备所致。公司计提资产减值准备 31.01 亿元，减少公司 2020 年归母净利润近 22 亿元。

■ **公司利润率大幅下降，但连续两年充分计提跌价准备，也为日后再出发奠定基础。**公司净利润率从 2019 年 16.4% 大幅下降到 2020 年 9.5%。缺乏历年常见的高毛利整售项目以及大量计提跌价准备，都是公司净利润率下降的主要原因。长期来看，公司并不缺乏优质储备和可整售资源，故而卸下包袱，重新出发，并不影响对公司长期价值的判断。

■ **销售维持快速增长。**公司 2020 年销售 2,776 亿元，同比增长 25.9%，超额完成了年度销售目标。2021 年 1 月，公司实现签约销售面积 97.54 万平方米，同比增加 120.73%；实现签约销售金额 246.19 亿元，同比增加 106.92%。我们相信，公司 2021 年销售将实现平稳较快增长。

■ **拿地节奏稳健，权益占比持续提升。**公司 2020 年新增土地数量为 98 个，新增土地总价接近 1500 亿元，同比增加 50% 以上，新增土地建面达 1600 万平米，同比增长 16%，货值较为充裕。2021 年 1 月份公司保持积极的土地获取，拿地金额同比+40%。近三年，公司拿地金额/销售金额比始终维持在 50% 上下，并且拿地金额权益占比也持续提升，这保证了公司可销售资源的稳定。

■ **风险提示：**公司市场化运作项目利润率偏低的风险；资管、邮轮等受疫情影响业务恢复不及预期。

■ **投资建议：**由于公司前海等核心区域销售进度偏慢，且未来整售资源存在很大不确定性，我们以保守的原则（不考虑任何整售出表），调整公司 2020/2021/2022 年 EPS 预测为 1.55/1.78/2.04 元（原预测为 2.10/2.32/2.75 元）。参考可比公司估值，我们给予公司 2021 年 9 倍 PE，对应 16.02 元/股的目标价。公司目前股价为 12.61 元/股，估值具备吸引力，我们维持“买入”的投资评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	88,278	97,672	129,621	146,746	167,003
营业收入增长率	17.0%	10.6%	32.7%	13.2%	13.8%
净利润(百万元)	15,240	16,033	12,253	14,139	16,181
净利润增长率	24.7%	5.2%	-23.6%	15.4%	14.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.89	1.99	1.55	1.78	2.04
毛利率%	39.5%	34.6%	30.1%	29.3%	29.7%
净资产收益率 ROE%	20.08%	16.90%	12.19%	12.88%	13.45%
每股净资产(元)	9.58	9.81	12.69	13.86	15.18
PE	6.6	6.3	8.1	7.0	6.1
PB	1.3	1.3	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 2 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,278	97,672	129,621	146,746	167,003
营业成本	53,415	63,829	90,563	103,738	117,482
毛利率	39.49%	34.65%	30.13%	29.31%	29.65%
营业税金及附加	8,324	9,200	11,965	13,735	15,592
销售费用	1,554	2,207	2,372	2,715	3,090
营业费用率	1.76%	2.26%	1.83%	1.85%	1.85%
管理费用	1,527	1,729	2,217	2,539	2,889
管理费用率	1.73%	1.77%	1.71%	1.73%	1.73%
财务费用	2,448	2,773	2,677	3,339	3,456
财务费用率	2.77%	2.84%	2.07%	2.28%	2.07%
投资收益	6,548	10,231	7,114	6,201	6,325
营业利润	26,613	26,320	23,991	27,131	30,874
营业利润率	30.15%	26.95%	18.51%	18.49%	18.49%
营业外收入	144	145	222	170	179
营业外支出	156	341	188	228	252
利润总额	26,601	26,124	24,026	27,073	30,801
所得税	7,140	7,267	6,847	7,635	8,624
所得税率	26.84%	27.82%	28.50%	28.20%	28.00%
少数股东损益	4,221	2,824	4,361	5,111	5,745
归属于母公司股东的净利润	15,240	16,033	12,253	14,139	16,181
净利率	17.26%	16.42%	9.45%	9.64%	9.69%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	67,375	75,324	92,224	109,859	124,212
存货	210,821	312,207	399,013	408,508	404,800
应收账款	1,204	1,811	1,944	2,308	2,743
其他流动资产	75,036	87,908	120,575	132,770	152,956
流动资产	354,436	477,249	613,756	653,444	684,710
固定资产	3,401	4,608	3,887	3,130	2,337
长期股权投资	17,311	26,593	35,875	45,157	54,439
无形资产	541	612	683	754	825
其他长期资产	47,532	108,626	122,770	137,181	152,307
非流动资产	68,786	140,439	163,215	186,222	209,907
资产总计	423,221	617,688	776,971	839,666	894,617
短期借款	16,741	22,170	90,938	121,277	125,009
应付账款	26,047	35,509	46,245	53,757	62,076
其他流动负债	187,827	237,329	297,432	314,072	346,592
流动负债	230,615	295,008	434,615	489,106	533,677
长期借款	61,647	68,835	69,835	66,835	63,835
其他长期负债	22,097	26,474	35,106	31,962	29,072
非流动性负债	83,744	95,309	104,941	98,797	92,907
负债合计	314,359	390,318	539,557	587,903	626,584
股本	7,904	7,916	7,922	7,922	7,922
资本公积	12,050	13,810	13,804	13,804	13,804
归属于母公司所有者权益合计	75,909	94,845	100,528	109,766	120,291
少数股东权益	32,954	132,525	136,886	141,997	147,742
股东权益合计	108,863	227,370	237,414	251,763	268,033
负债股东权益总计	423,221	617,688	776,971	839,666	894,617

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	26,601	26,124	24,026	27,073	30,801
所得税支出	-7,140	-7,267	-6,847	-7,635	-8,624
折旧和摊销	1,125	1,281	912	948	984
营运资金的变化	-8,154	5,513	-51,868	2,360	23,984
其他经营现金流	-1,953	-11,840	-4,676	-7,063	-7,902
经营现金流合计	10,478	13,812	-38,454	15,683	39,243
资本支出	-2,770	-8,108	-462	-462	-462
投资收益	6,548	10,231	7,114	6,201	6,325
其他投资现金流	-822	-15,281	-19,825	-18,894	-18,381
投资现金流合计	2,955	-13,158	-13,172	-13,155	-12,518
发行股票	6,117	29,723	0	0	0
负债变化	145,584	181,636	77,774	23,346	-3,261
股息支出	-6,243	-6,570	-6,570	-4,901	-5,656
其他融资现金流	-144,607	-188,540	-2,677	-3,339	-3,456
融资现金流合计	851	16,248	68,526	15,107	-12,373
现金及现金等价物净增加额	14,284	16,902	16,900	17,635	14,353

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	16.99%	10.64%	32.71%	13.21%	13.80%
营业利润增长率	28.24%	-1.10%	-8.85%	13.09%	13.80%
净利润增长率	24.71%	5.20%	-23.58%	15.39%	14.44%
毛利率	39.49%	34.65%	30.13%	29.31%	29.65%
EBITDA Margin	33.47%	30.82%	17.50%	17.76%	17.51%
净利率	17.26%	16.42%	9.45%	9.64%	9.69%
净资产收益率	20.08%	16.90%	12.19%	12.88%	13.45%
总资产收益率	3.60%	2.60%	1.58%	1.68%	1.81%
资产负债率	74.28%	63.19%	69.44%	70.02%	70.04%
所得税率	26.84%	27.82%	28.50%	28.20%	28.00%
股利支付率	40.96%	40.98%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。