

招商蛇口 (001979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

交付节奏影响单季业绩,销售快速恢复

事件

2023年4月21日招商蛇口披露2023年一季报,2023年一季度实现营业收入150.1亿元,同比-20.2%;实现归母净利润2.7亿元,同比-38.7%。

点评

单季交付面积减少,营收利润下滑:公司2023年一季度房地产项目竣工交付面积减少,导致房地产开发业务结转收入减少。已售未结金额增加,截至一季度末,公司合同负债余额1740亿元,较2022年末增长19.9%;2023年计划竣工计容建面约1600万方,竣工交付主要集中在下半年。毛利率短期承压、长期将有改善,受结转项目影响,2023年一季度公司毛利率12.62%,较2022年全年下降6.63pct;2024年随着深圳前海等优质项目结转,预计利润水平将改善。

销售金额快速恢复,经营现金大幅增加:公司2023年一季度实现销售金额723亿元,同比+52.6%(TOP10房企平均同比+11%),行业排名第六。公司一季度经营性净现金流82.7亿元,同比+349.2%,主要来自房地产项目销售回款的同比增加。

良好现金状况支撑积极拿地,多渠道补充土储:公司2023年一季度新增拓展项目6个,总建面74万方,总地价91亿元,分别位于深圳、南京、杭州、苏州、合肥和郑州等城市,获地方式包括公开招拍挂、合作拿地、收并购等。4月在上海2023年一批次土拍中,公司获取2宗优质地块,拿地金额34亿元。

投资建议

受竣工交付节奏影响,公司2023年一季度营收利润下滑,而全年计划竣工面积较2022年同比增加21.7%,预计全年业绩能企稳回升。我们维持盈利预测不变,2023-25年归母净利润分别为65.9亿元、106.5亿元和140.0亿元,同比增速分别为54.5%、61.7%和31.4%。公司股票现价对应PE估值为17.1/10.6/8.1倍,维持“买入”评级。

风险提示

房地产市场销售持续低迷;公司增发融资受阻;竣工不及预期。

房地产组

分析师:杜昊旻(执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

联系人:王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人:方鹏

fang_peng@gjzq.com.cn

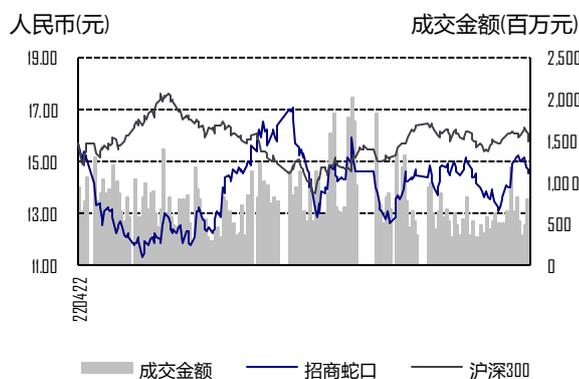
市价(人民币):14.56元

相关报告:

1.《招商蛇口公司点评:业绩触底,良好投销保障持续发展》,2023.3.21

2.《招商蛇口公司点评:业绩承压下行,销售拿地行业领先》,2023.1.8

3.《销售规模恢复明显,中长期保持稳健发展-招商蛇口三季报点评》,2022.10.31



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	160,643	183,003	210,903	238,413	265,495
营业收入增长率	23.93%	13.92%	15.25%	13.04%	11.36%
归母净利润(百万元)	10,372	4,264	6,590	10,654	13,997
归母净利润增长率	-15.35%	-58.89%	54.54%	61.68%	31.37%
摊薄每股收益(元)	1.309	0.551	0.851	1.377	1.809
每股经营性现金流净额	3.28	2.87	1.99	2.49	2.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.54%	4.19%	5.76%	8.82%	10.83%
P/E	10.19	22.92	17.10	10.58	8.05
P/B	0.97	0.96	0.98	0.93	0.87

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	129,621	160,643	183,003	210,903	238,413	265,495
增长率		23.9%	13.9%	15.2%	13.0%	11.4%
主营业务成本	-92,435	-119,723	-147,775	-167,197	-182,745	-199,130
%销售收入	71.3%	74.5%	80.7%	79.3%	76.7%	75.0%
毛利	37,186	40,920	35,228	43,706	55,668	66,365
%销售收入	28.7%	25.5%	19.3%	20.7%	23.3%	25.0%
营业税金及附加	-9,054	-9,681	-7,785	-12,654	-14,305	-15,930
%销售收入	7.0%	6.0%	4.3%	6.0%	6.0%	6.0%
销售费用	-2,986	-3,914	-4,081	-4,851	-5,483	-6,106
%销售收入	2.3%	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-1,979	-2,145	-2,313	-2,742	-3,099	-3,451
%销售收入	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-71	-116	-125	-144	-163	-181
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	23,096	25,064	20,924	23,315	32,618	40,696
%销售收入	17.8%	15.6%	11.4%	11.1%	13.7%	15.3%
财务费用	-2,224	-2,006	-1,960	-3,854	-4,019	-4,088
%销售收入	1.7%	1.2%	1.1%	1.8%	1.7%	1.5%
资产减值损失	-3,104	-4,449	-6,459	-4,438	-2,889	-2,339
公允价值变动收益	8	157	472	0	0	0
投资收益	6,107	3,728	2,017	3,025	3,630	4,356
%税前利润	25.3%	16.3%	12.7%	16.5%	12.3%	11.2%
营业利润	24,080	22,753	15,360	18,254	29,545	38,831
营业利润率	18.6%	14.2%	8.4%	8.7%	12.4%	14.6%
营业外收支	30	89	457	50	50	50
税前利润	24,109	22,843	15,817	18,304	29,595	38,881
利润率	18.6%	14.2%	8.6%	8.7%	12.4%	14.6%
所得税	-7,196	-7,641	-6,719	-6,224	-10,062	-13,219
所得税率	29.8%	33.5%	42.5%	34.0%	34.0%	34.0%
净利润	16,913	15,202	9,098	12,081	19,533	25,661
少数股东损益	4,660	4,829	4,834	5,491	8,879	11,664
归属于母公司的净利润	12,253	10,372	4,264	6,590	10,654	13,997
净利率	9.5%	6.5%	2.3%	3.1%	4.5%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	16,913	15,202	9,098	12,081	19,533	25,661
少数股东损益	4,660	4,829	4,834	5,491	8,879	11,664
非现金支出	4,732	6,638	9,320	5,255	3,775	3,300
非经营收益	-1,190	-3,168	-243	2,837	2,446	1,986
营运资金变动	7,167	7,305	3,998	-3,615	-4,992	-9,231
经营活动现金净流	27,622	25,977	22,174	16,557	20,763	21,717
资本开支	-4,220	-10,003	-5,784	-1,643	-1,834	-1,953
投资	-3,258	-9,320	-7,607	-15,859	-17,251	-18,773
其他	2,659	-4,954	3,377	3,025	3,630	4,356
投资活动现金净流	-4,818	-24,277	-10,014	-14,476	-15,456	-16,371
股权募资	18,898	27,016	14,503	8,803	0	0
债权募资	12,517	3,036	23,347	8,497	10,406	12,508
其他	-39,309	-41,214	-43,724	-8,554	-10,394	-11,996
筹资活动现金净流	-7,894	-11,161	-5,874	8,746	12	512
现金净流量	14,793	-9,612	6,472	10,827	5,319	5,858

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	89,306	79,533	86,243	96,362	101,195	106,719
应收款项	96,991	122,866	130,691	148,486	166,146	183,159
存货	360,793	417,636	411,549	435,353	478,168	524,650
其他流动资产	28,437	33,023	26,704	36,419	42,919	50,787
流动资产	575,527	653,058	655,187	716,620	788,429	865,315
%总资产	78.1%	76.3%	73.9%	74.3%	74.8%	75.2%
长期投资	138,748	171,934	195,941	211,662	228,768	247,389
固定资产	5,334	9,699	11,630	12,444	13,310	14,231
%总资产	0.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
无形资产	1,987	2,904	4,596	4,770	5,010	5,233
非流动资产	161,631	203,145	231,284	247,887	265,997	285,667
%总资产	21.9%	23.7%	26.1%	25.7%	25.2%	24.8%
资产总计	737,157	856,203	886,471	964,507	1,054,426	1,150,982
短期借款	55,508	37,198	40,542	40,985	43,035	46,869
应付款项	136,201	180,715	187,591	215,225	237,988	259,505
其他流动负债	182,078	210,165	195,776	220,120	262,081	304,880
流动负债	373,787	428,079	423,910	476,330	543,104	611,254
长期贷款	77,715	107,780	121,074	127,127	133,484	140,158
其他长期负债	32,298	43,590	57,048	58,361	59,879	61,548
负债	483,800	579,448	602,031	661,819	736,466	812,960
普通股股东权益	101,370	108,671	101,712	114,468	120,861	129,259
其中：股本	7,923	7,923	7,739	8,332	8,332	8,332
未分配利润	58,126	61,879	60,857	64,811	71,204	79,602
少数股东权益	151,987	168,084	182,729	188,220	197,099	208,763
负债股东权益合计	737,157	856,203	886,471	964,507	1,054,426	1,150,982

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.546	1.309	0.551	0.851	1.377	1.809
每股净资产	12.794	13.716	13.143	14.791	15.617	16.702
每股经营现金净流	3.486	3.279	2.865	1.987	2.492	2.606
每股股利	0.640	0.540	0.230	0.316	0.511	0.672
回报率						
净资产收益率	12.09%	9.54%	4.19%	5.76%	8.82%	10.83%
总资产收益率	1.66%	1.21%	0.48%	0.68%	1.01%	1.22%
投入资本收益率	3.93%	3.71%	2.46%	2.99%	3.98%	4.68%
增长率						
主营业务收入增长率	32.71%	23.93%	13.92%	15.25%	13.04%	11.36%
EBIT增长率	11.81%	8.52%	-16.52%	11.43%	39.90%	24.77%
净利润增长率	-23.58%	-15.35%	-58.89%	54.54%	61.68%	31.37%
总资产增长率	19.34%	16.15%	3.54%	8.80%	9.32%	9.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.4	6.9	7.1	7.0	6.9	6.8
存货周转天数	1,328.7	1,186.6	1,024.0	960.0	969.6	979.3
应付账款周转天数	161.7	159.0	140.7	145.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	12.3	21.0	21.6	19.6	18.2	17.2
偿债能力						
净负债/股东权益	26.27%	33.05%	40.39%	37.42%	37.38%	37.23%
EBIT利息保障倍数	10.4	12.5	10.7	6.1	8.1	10.0
资产负债率	65.63%	67.68%	67.91%	68.62%	69.85%	70.63%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-28	买入	11.20	14.62~14.62
2	2022-03-22	买入	13.51	16.42
3	2022-04-28	买入	15.47	17.79
4	2022-07-15	买入	12.93	17.79
5	2022-08-30	买入	14.53	17.79
6	2022-10-31	买入	14.04	N/A
7	2023-01-08	买入	13.52	N/A
8	2023-03-21	买入	13.62	N/A

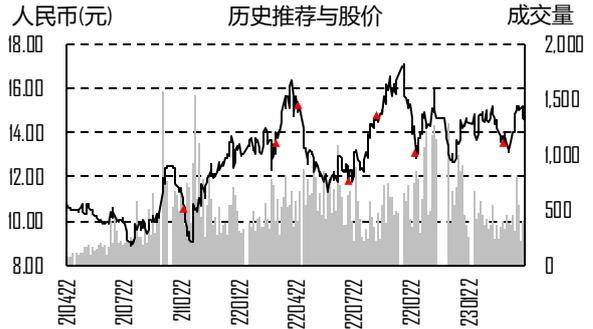
来源：国金证券研究所

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券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任何损失承担任何责任。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，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402