

招商蛇口(001979)

报告日期: 2023年08月30日

销售业绩同比高增, 融资成本优势显现

——招商蛇口 2023 年中报点评

事件

2023年8月28日公司公布2023年半年度报告。

投资要点

□ 归母净利润同比增长, 净利率企稳回升

2023H1 公司营业收入 514.42 亿元, 同比-10.63%; 归母净利润 21.53 亿元, 同比+14.09%; 基本每股收益 0.22 元/股, 同比+37.5%; 毛利率为 16.26%, 较年初-3.0pct; 净利率为 7.4%, 较年初+2.4pct。上半年公司营业收入较 2022 年同期相比有所降低, 毛利率同比亦有所下降, 但归母净利润同比增加, 主要原因为: ①公司的投资收益较 2022 年同期增加 3.4 亿元, 同比+30.07%; 其中, 2023 年 6 月蛇口产业园 REIT 扩募实现投资收益约 8.06 亿元; ②少数股东损益占比减小, 由 2022H1 的 52.91% 降至 43.37%, 降低 9.54pct。

□ 销售排名进一步提升, 投资持续聚焦核心城市

从市场销售来看, 2023H1 公司实现销售面积 683.96 万平方米, 同比+40.30%, 销售金额 1664.36 亿元, 同比+40.07%, 销售规模行业排名较去年同期提升 1 位至第 5 位。城市深耕方面, 公司在全国 12 个城市进入当地销售金额前五, 进入前五的城市数量与 2022 年保持一致。从公司拿地来看, 2023H1 公司共获取 25 宗地块, 总计容建面约 238 万平方米, 权益地价 345 亿元。公司在“强心 30 城”和“核心 6+10 城”的投资金额占比分别达 100% 和 98%, 资源投放进一步聚焦北京、上海、深圳等一线城市以及杭州、苏州、厦门等重点城市。我们认为, 公司销售保持通畅, 拿地持续聚焦核心城市, 销售额完成 2023 年既定年度销售目标的 50.4%, 公司的区域深耕优势逐渐显现。

□ 融资成本持续降低, 助力公司利润率改善

截至 2023 年 6 月底, 公司三道红线保持绿档水平, 其中, 剔除预收账款的资产负债率 62.86%、净负债率 47.01%、现金短债比为 1.09。2023H1 公司新增 138 亿元公司债注册, 新增公开市场融资 74.9 亿元, 票面利率均为同期内房企债券利率最低水平。公司加权平均资金成本为 3.65%, 较年初降低 24bp, 财务成本逐渐下降。我们认为, 公司的较强的综合实力受到市场认可, 从融资成本方面已经体现出公司优势, 财务成本的降低能够助力公司利润率改善。

□ 第二曲线稳健增长, 资产运营及城市服务业绩改善

资产运营方面, 2023H1 公司全口径资产运营收入 31.2 亿元, 实现 EBITDA 16.6 亿元, 分别同比增长 22.5% 和 26.1%。公司成熟运营期项目 (开业三年及以上) EBITDA Margin 达 61%, 同比提升 0.2 个百分点; 年化 EBITDA 回报率达 6.39%, 同比上年全年实际 EBITDA 率提升 0.6 个百分点。城市服务方面, 招商积余全年实现营业收入 69.78 亿元, 同比+23.58%; 归母净利润 4.19 亿元, 同比+26.65%。

□ 盈利预测与估值

我们认为公司发展策略贴合市场逻辑, 经营持续向好, 未来业绩具备改善预期。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 72、76、91 亿元, 对应 EPS 为 0.87、0.91、1.09 元。

□ 风险提示: 开发资金到位不及预期、市场修复热度不能持续。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡

执业证书号: S1230521120001

yangfan02@stocke.com.cn

研究助理: 吴贵伦

wuguilun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.81
总市值(百万元)	123,531.80
总股本(百万股)	8,341.11

股票走势图



相关报告

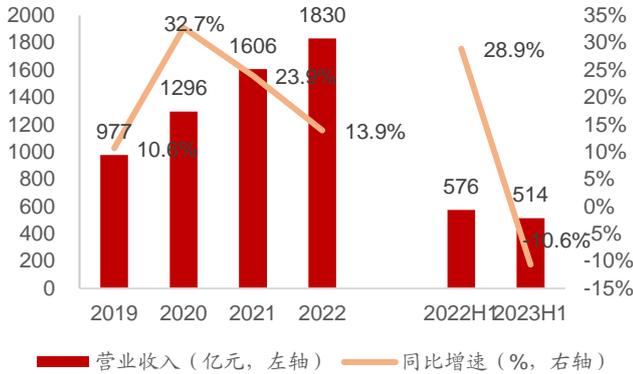
- 《宝剑锋从磨砺出, 梅花香自苦寒来》 2023.04.19
- 《业绩深蹲待起跳, 双百驱动葆长青》 2023.03.21
- 《经营业绩短期承压, 销售拿地表现良好》 2022.11.01

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	183,003	200,730	228,474	256,042
(+/-) (%)	13.92%	9.69%	13.82%	12.07%
归母净利润	4,264	7,248	7,551	9,115
(+/-) (%)	-58.89%	69.97%	4.18%	20.71%
每股收益(元)	0.51	0.87	0.91	1.09
P/E	28.97	17.04	16.36	13.55

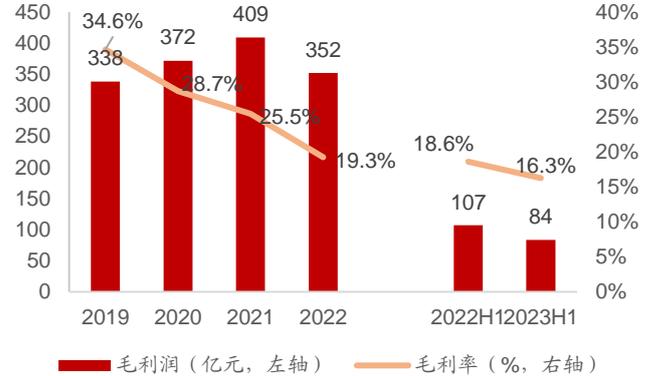
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图1: 2019-2023H1 招商蛇口营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 2019-2023H1 招商蛇口毛利润及毛利率



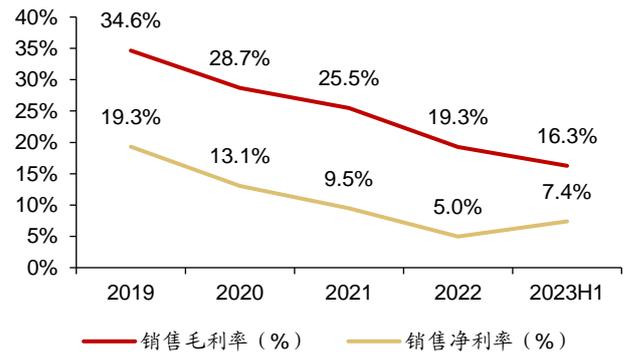
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 2019-2023H1 招商蛇口归母净利润及同比



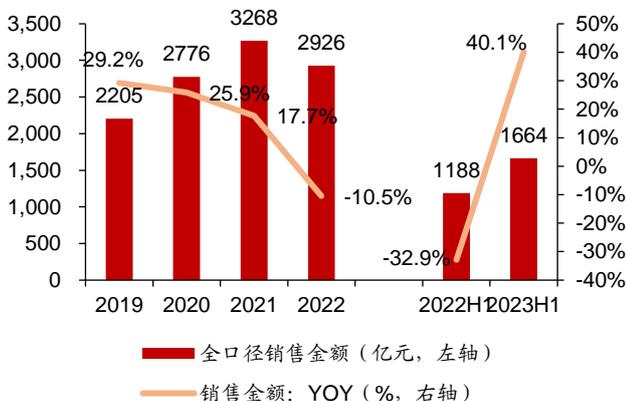
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 2019-2023H1 招商蛇口毛利率及净利率



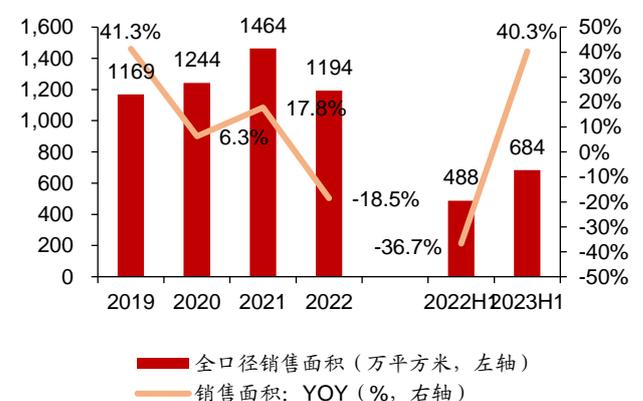
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 2019-2023H1 招商蛇口销售金额及同比



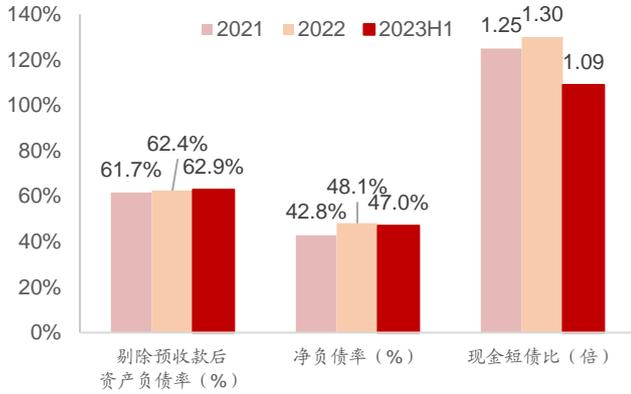
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 2019-2023H1 招商蛇口销售面积及同比



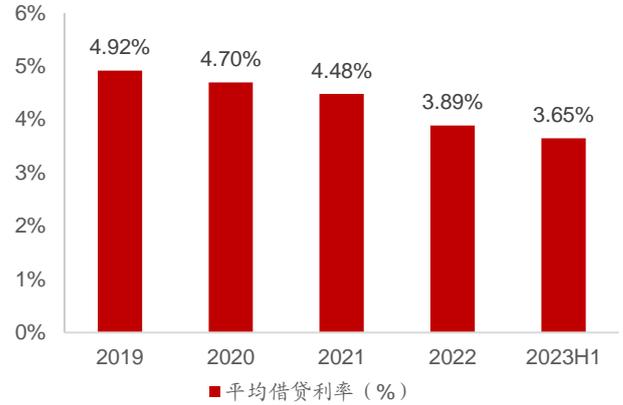
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 2021-2023H1 招商蛇口“三道红线”情况



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 2019-2023H1 招商蛇口平均借贷利率



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

表1: 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000736.SZ	中交地产	14.53	0.34	0.70	1.12	0.00	42.80	20.73	12.95	-
600848.SH	上海临港	12.15	0.67	0.63	0.78	0.92	18.22	19.28	15.56	13.18
000069.SZ	华侨城 A	4.52	0.13	0.16	0.32	0.47	31.97	25.58	14.33	9.65
	均值						30.99	21.86	14.28	11.41
001979.SZ	招商蛇口	14.81	0.51	0.87	0.91	1.09	28.97	17.04	16.36	13.55

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 收盘价截止至 2023 年 8 月 30 日, 除招商蛇口为浙商证券预测外, 其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	655,187	750,918	771,547	847,290
现金	86,243	96,338	45,233	44,562
交易性金融资产	193	193	193	193
应收账款	3,913	3,635	5,116	4,725
其它应收款	126,778	141,882	164,792	178,393
预付账款	3,952	4,920	5,562	6,165
存货	411,549	481,389	528,091	590,692
其他	22,560	22,560	22,560	22,560
非流动资产	231,284	260,288	292,007	321,074
金融资产类	1,387	1,387	1,387	1,387
长期投资	74,644	90,661	107,506	122,821
固定资产	10,820	12,523	14,763	16,302
无形资产	1,389	1,648	2,006	2,216
在建工程	810	737	660	725
其他	142,235	153,333	165,685	177,625
资产总计	886,471	1,011,206	1,063,554	1,168,364
流动负债	423,910	513,902	536,787	609,988
短期借款	1,509	1,209	909	609
应付款项	56,245	78,661	69,211	97,243
预收账款	165	837	447	599
其他	365,991	433,196	466,220	511,536
非流动负债	178,121	193,121	208,121	223,121
长期借款	121,074	136,074	151,074	166,074
其他	57,048	57,048	57,048	57,048
负债合计	602,031	707,023	744,908	833,109
少数股东权益	182,729	188,075	194,987	202,482
归属母公司股东权益	101,712	116,108	123,658	132,773
负债和股东权益	886,471	1,011,206	1,063,554	1,168,364

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	22,174	25,650	(23,163)	24,912
净利润	9,098	12,594	14,463	16,609
折旧摊销	2,861	7,219	8,253	8,322
财务费用	2,943	5,556	5,997	6,438
投资损失	(2,017)	(5,442)	(4,671)	(5,000)
营运资金变动	3,998	4,657	(48,549)	(2,913)
其它	5,290	1,067	1,345	1,457
投资活动现金流	(10,014)	(31,847)	(36,646)	(33,846)
资本支出	(5,784)	(4,208)	(5,551)	(4,736)
长期投资	(13,083)	(33,082)	(35,766)	(34,110)
其他	8,853	5,442	4,671	5,000
筹资活动现金流	(5,874)	16,292	8,703	8,262
短期借款	(2,119)	(300)	(300)	(300)
长期借款	13,294	15,000	15,000	15,000
其他	(17,049)	1,592	(5,997)	(6,438)
现金净增加额	6,472	10,095	(51,105)	(671)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	183,003	200,730	228,474	256,042
营业成本	147,775	164,009	185,415	205,491
营业税金及附加	7,785	10,318	10,731	12,593
营业费用	4,081	4,684	5,213	5,908
管理费用	2,313	2,609	2,928	3,305
研发费用	125	141	158	179
财务费用	1,960	3,400	3,588	5,307
资产减值损失	(5,045)	(1,075)	(1,353)	(1,466)
公允价值变动损益	472	0	0	0
投资净收益	2,017	5,442	4,671	5,000
其他经营收益	361	356	428	467
营业利润	15,360	20,302	24,194	27,269
营业外收支	457	0	0	0
利润总额	15,817	20,302	24,194	27,269
所得税	6,719	7,707	9,731	10,660
净利润	9,098	12,594	14,463	16,609
少数股东损益	4,834	5,347	6,912	7,494
归属母公司净利润	4,264	7,248	7,551	9,115
EBITDA	19,091	26,545	32,709	37,355
EPS (最新摊薄)	0.51	0.87	0.91	1.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	13.92%	9.69%	13.82%	12.07%
营业利润增长率	-32.49%	32.17%	19.17%	12.71%
归属于母公司净利润增长率	-58.89%	69.97%	4.18%	20.71%
获利能力				
毛利率	19.25%	18.29%	18.85%	19.74%
净利率	2.33%	3.61%	3.30%	3.56%
ROE	4.19%	6.24%	6.11%	6.86%
ROIC	1.91%	2.29%	2.65%	3.03%
偿债能力				
资产负债率	67.91%	69.92%	70.04%	71.31%
净负债比率	211.65%	232.43%	233.77%	248.50%
流动比率	1.55	1.46	1.44	1.39
速动比率	0.51	0.47	0.40	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.21	0.22	0.23
应收账款周转率	51.09	53.63	52.62	52.43
应付账款周转率	2.59	2.44	2.51	2.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.87	0.91	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	2.66	3.08	-2.78	2.99
每股净资产(最新摊薄)	12.19	13.92	14.83	15.92
估值比率				
P/E	28.97	17.04	16.36	13.55
P/B	1.21	1.06	1.00	0.93
EV/EBITDA	11.27	9.25	9.52	8.75

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>