

招商蛇口 (001979.SZ)

经营表现领先行业，并购中票持续推进

核心观点：

- **销售排名升至第 7，基本完成年初目标。**根据公司经营公告，蛇口 12 月签约销售金额 440.4 亿元，同比增长 37.0%，单月销售规模为历史第二高，增速高于 TOP10 房企整体增速 63 个百分点。全年来看，销售金额 3268.3 亿元，同比增长 17.7%，增速领先 TOP10 房企整体 24 个百分点，全口径销售排名上升至行业第 7，基本完成年初目标。
- **四季度拿地力度领先行业 60 个百分点。**蛇口 21 年四季度拿地力度 69.5%，为我们统计的 54 家房企最高，领先 54 家房企均值 60 个百分点。全年来看，21 年公司拿地金额 2149.9 亿元，拿地力度 66%，全口径拿地金额同比增长 42%，权益拿地金额同比增长 24%，拿地权益比 57%，较 20 年下降 6pct。2021 年蛇口拿地能级显著提升，拿地均价同比增长 48%，一二线拿地金额占比 74%，长三角资源占比 64%，较 20 年上升 12pct。集中供地方面，公司获取 749 亿元（占比 35%）土地，权益比例 69%（非两集中地块 51%），权益拿地金额排名第 5。
- **蛇口已获首批增量资源，并购票据持续推进。**21 年 11 月公司新发行的中期票据用途变更为“偿还银行贷款”，在用途上取得了突破。22 年 1 月 5 日，招商蛇口并购专项票据状态变为“待上会”，并购票据 30 亿元，其中 15 亿元可用于并购，剩余用于偿还银行贷款。
- **盈利预测与投资建议：预计 21-22 年 EPS 分别为 1.66 元/股、1.77 元/股。**公司 21 年销售、投资、融资的表现，在龙头房企中处于领先地位。作为中票及并购票据第一批试点的企业，我们看好公司未来行业格局重构中的阿尔法机会。预计 21、22 年公司归母净利润分别为 131 亿元、140 亿元，增长 7%、7%，对应 21、22 年 PE 为 8.5x、7.9x，我们维持合理价值 17.41 元/股的观点不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97672	129621	159044	172164	187453
增长率（%）	10.6%	32.7%	22.7%	8.2%	8.9%
EBITDA（百万元）	21823	24554	29916	31617	34336
归母净利润（百万元）	16033	12253	13138	14033	15022
增长率（%）	5%	-24%	7%	7%	7%
EPS（元/股）	2.02	1.55	1.66	1.77	1.90
市盈率（x）	7.0	9.1	8.5	7.9	7.4
ROE（%）	17%	12%	11%	10%	10%
EV/EBITDA（x）	10.3	7.0	6.1	6.3	6.1

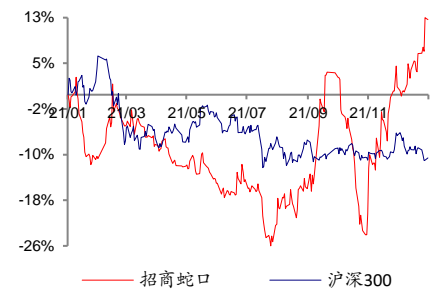
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.08 元
合理价值	17.41 元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-10

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639

guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

招商蛇口 (001979.SZ) :融	2021-12-13
资端获增量额度，投资端权益比下降	
招商蛇口 (001979.SZ) :结	2021-11-04
算积极，多元购地稳定长期增长潜力	
招商蛇口 (001979.SZ) :销	2021-08-25
售结算拿地全面增长，资产变现增厚业绩	

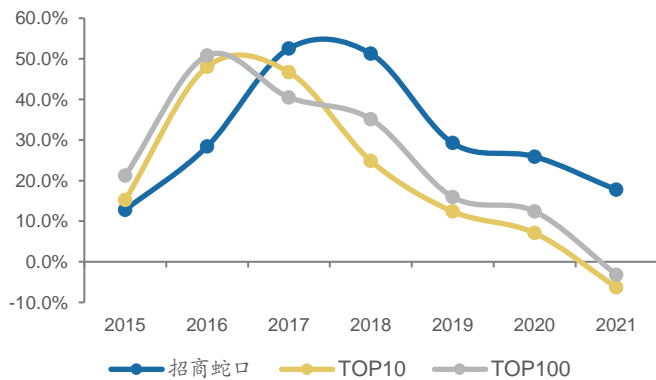
一、销售排名升至第7，基本完成年初目标

根据公司12月经营公告，公司12月签约销售金额440.4亿元，同比增长37.0%，单月销售规模为历史第二高（仅次于21年6月的443亿元），单月同比增速（37%）高于TOP10房企整体增速（-26%）63个百分点。12月公司销售面积221.7万方，同比增长28.2%，销售均价19863元/平，同比增长6.9%，量价齐升。

全年来看，2021年招商蛇口销售金额3268.3亿元，同比增长17.7%，增速领先TOP10房企（-6%）24个百分点，基本完成年初3300亿销售目标。公司销售排名从19年12位，20年提升至第10位，21年提升至行业第7。全年销售面积1464.5万方，同比增长17.8%，销售均价22318元/平，同比持平，增速主要由面积贡献。

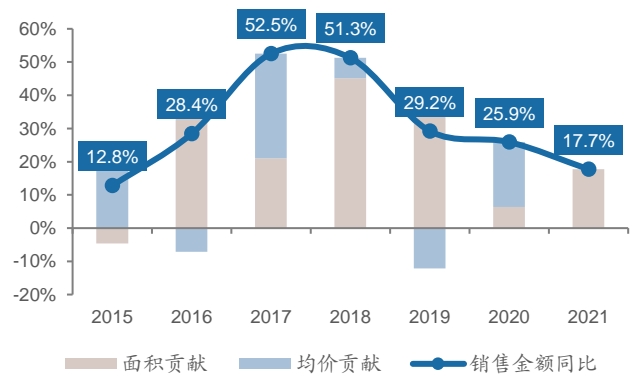
招商蛇口2021年单城市销售金额53.6亿元，同比增长8%，单项目销售金额7.6亿元，同比下降5%。

图1：招商蛇口及TOP10\TOP100房企销售金额增速



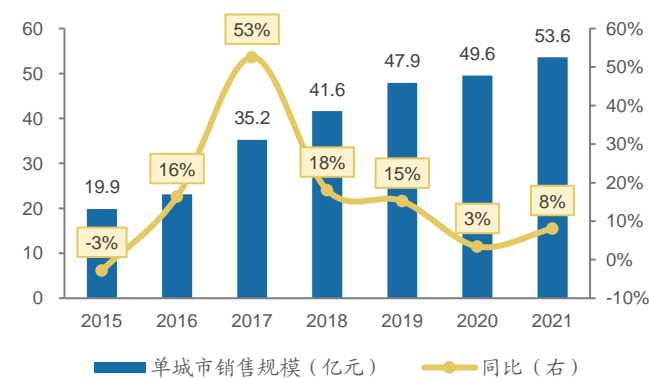
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图2：招商蛇口年度销售增速量价拆分



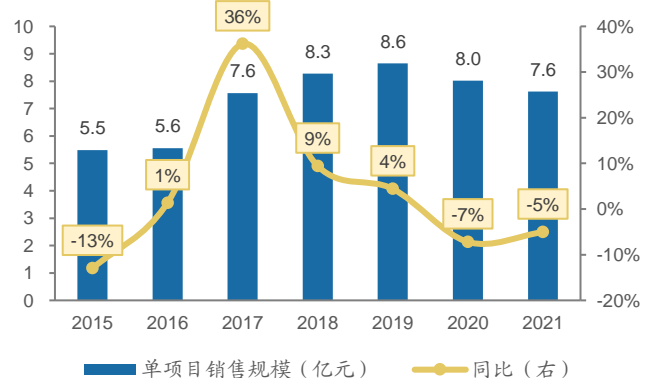
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图3：招商蛇口单城市销售金额及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图4：招商蛇口单项目销售金额及同比



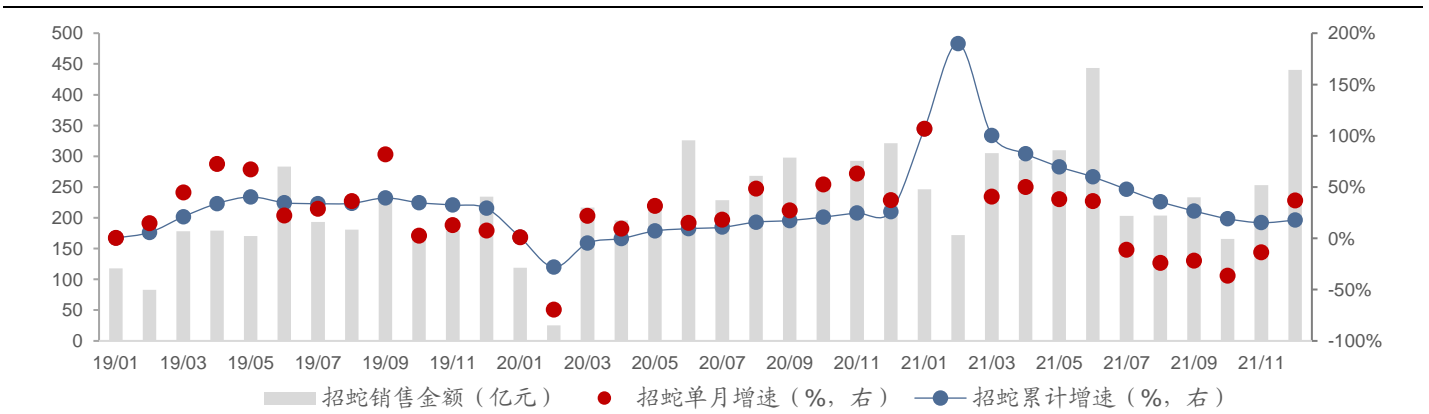
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表1: 招商蛇口销售情况及与龙头房企比较

时间	销售金额 (亿元)	同比	销售面积 (万方)	同比	销售均价 (元/平)	同比	TOP10 销售金额 (亿元)	同比
	(招商蛇口累计)						(TOP10 累计)	
2010	146	-1.5%	95	-21.5%	15367	25.5%	5319	48%
2011	210	43.6%	120	26.1%	17500	13.9%	6298	18%
2012	364	73.3%	248	106.3%	14700	-16.0%	8222	31%
2013	432	18.7%	274	10.7%	15766	7.3%	11173	36%
2014	510	18.2%	364	32.9%	14014	-11.1%	12907	16%
2015	576	12.8%	347	-4.6%	16572	18.3%	14878	15%
2016	739	28.4%	471	35.6%	15697	-5.3%	22022	48%
2017	1128	52.5%	570	21.0%	19785	26.0%	32307	47%
2018	1706	51.3%	827	45.1%	20618	4.2%	40334	25%
2019	2205	29.2%	1169	41.3%	18853	-8.6%	45333	12%
2020	2776	25.9%	1244	6.3%	22324	18.4%	48547	7%
2021	3268	17.7%	1464	17.8%	22318	0.0%	45493	-6%

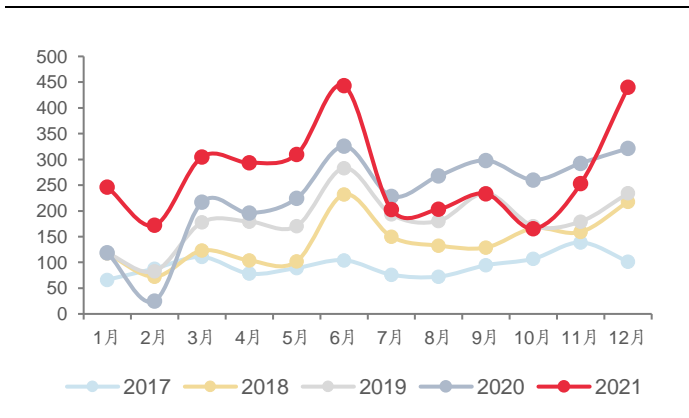
数据来源: 公司经营公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图5: 招商蛇口销售金额及单月累计增速



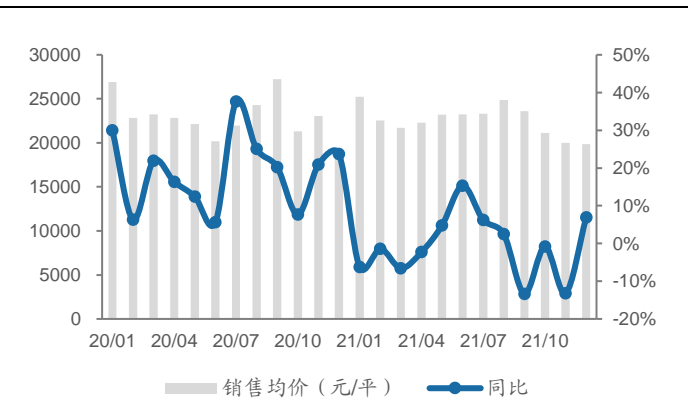
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图6: 招商蛇口单月销售金额(亿元)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图7: 招商蛇口单月销售均价及同比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

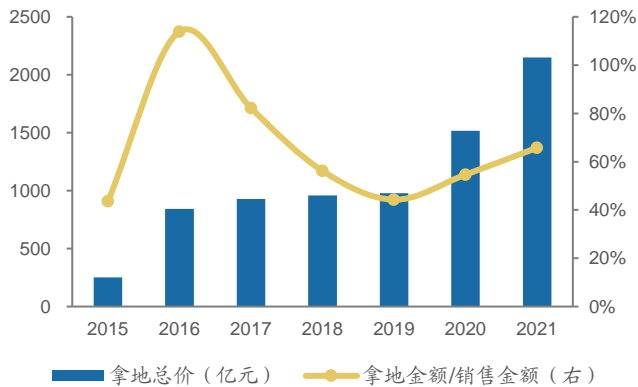
二、四季度拿地力度领先行业 60 个百分点

根据公司经营公告，12月新增17宗地，拿地金额332.0亿元，拿地面积238.4万方，金额及面积口径的拿地力度分别为75%、108%，拿地权益比例54%。蛇口21年四季度整体拿地力度为69.5%，为我们统计的54家房企最高，领先54家房企均值（9.6%）60个百分点。

全年来看，2021年全年公司共拿地112宗，拿地金额2149.9亿元，拿地面积1550.6万方，金额及面积口径的拿地力度分别为66%、106%。全口径拿地金额同比增长42%，权益拿地金额同比增长24%，拿地权益比57%，较20年下降6pct。

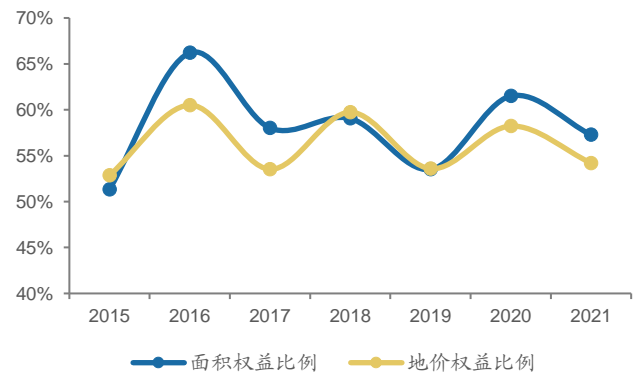
2021年蛇口拿地能级显著提升，全年拿地均价13865元/平，同比增长48%。分线来看，一线拿地金额占比31%，较20年提升13pct，二线占比43%，一二线合计占比74%。分区域来看，华东、江南分别占比36%、28%，长三角资源占比64%，较20年上升12pct。华中、华南区域占比分别较20年下降8pct、4pct。

图8: 招商蛇口拿地金额及拿地力度



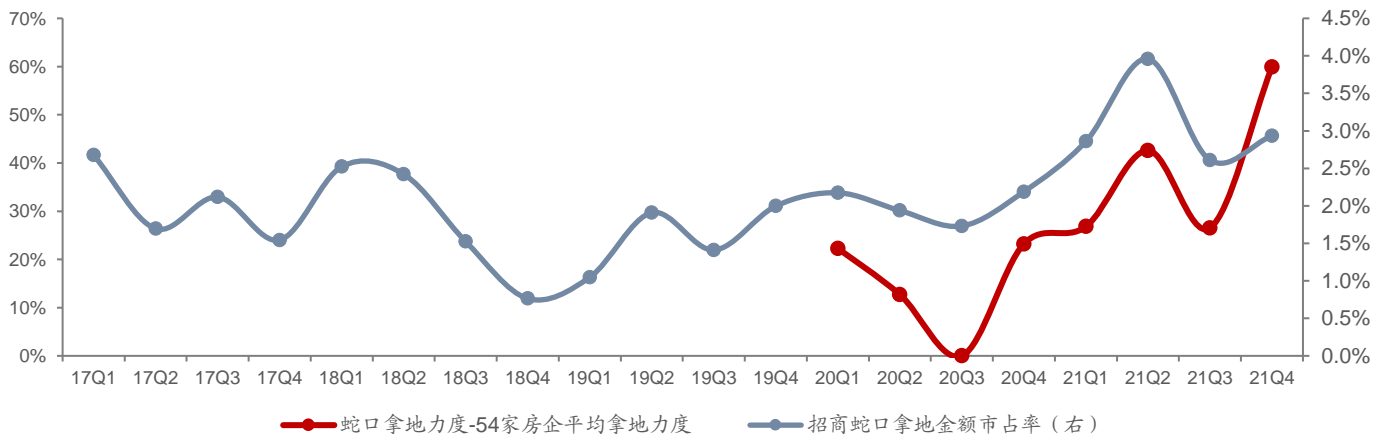
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图9: 招商蛇口拿地权益比例



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图10: 招商蛇口超额拿地力度及拿地市占率

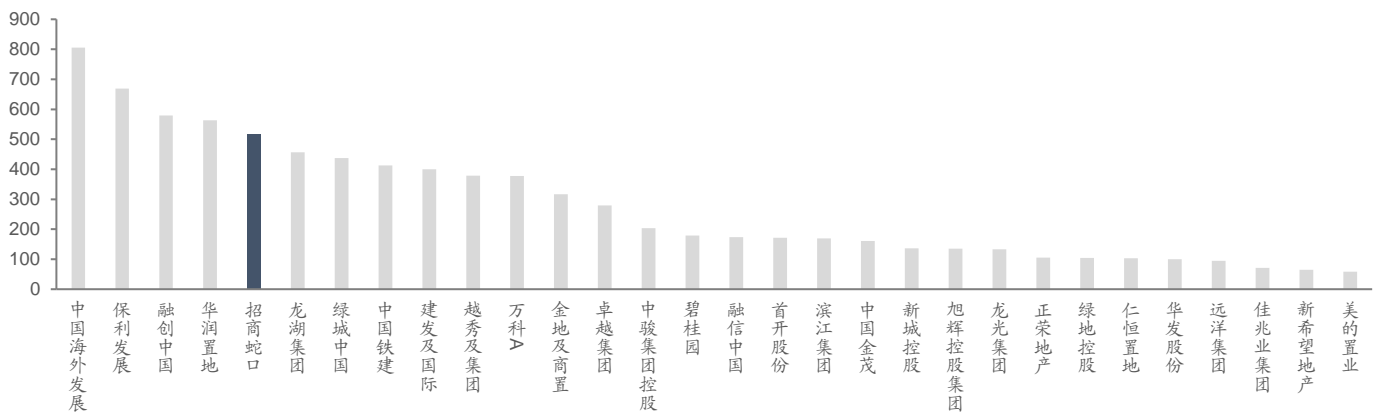


数据来源: 公司经营公告, 中指院, 广发证券发展研究中心; 注: 拿地市占率=招商蛇口拿地金额/600城商住用地出让金

两集中方面，蛇口1-3批次分别拿地449亿元、129亿元、171亿元，合计获取749亿元的项目，占全年拿地的35%(有部分两集中城市的项目不是通过集中供地获取)。两集中、非两集中地块拿地权益比分别为69%、51%，核心城市高权益，非核心城市低权益。蛇口对于22城两集中城市资源极其重视，拿地金额排名第5。

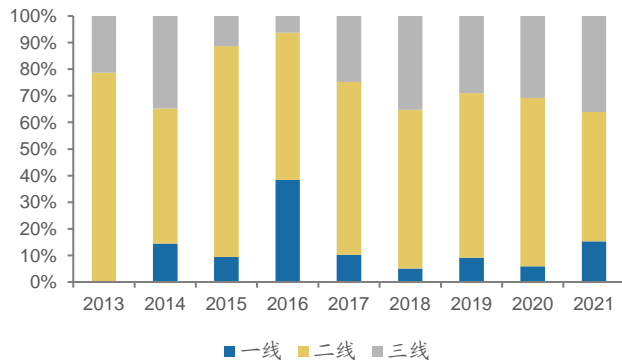
新城市拓展方面，蛇口21年新进入南昌、保定、盐城、芜湖、宿迁5个城市，新城市拿地金额占比5%，与20年(6%)大致相当。公司21年资源获取转向在深耕多年的核心城市，布局十年以上城市拿地金额占比60%，较20年提升19pct。

图11: 招商蛇口两集中权益拿地金额排名居前(截至22年1月6日统计)



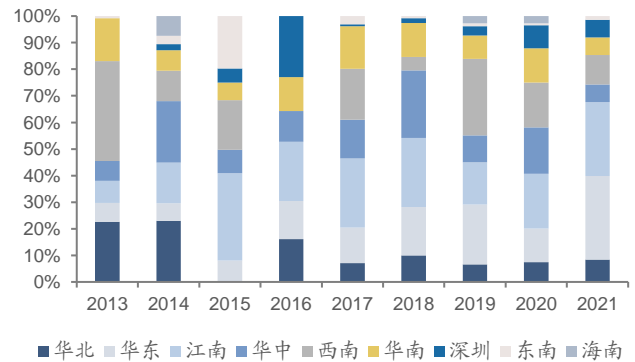
数据来源: 招商蛇口拿地公告, 地方自规局, 广发证券发展研究中心; 注: 蛇口为公告口径, 其他企业为出让公告统计口径

图12: 招商蛇口拿地面积(分线占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图13: 招商蛇口拿地面积(分区域占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表2: 招商蛇口拿地金额结构占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	21/12
分线拿地金额占比										
一线	0%	47%	26%	56%	20%	11%	22%	18%	31%	47%
二线	81%	39%	69%	39%	61%	67%	58%	53%	43%	27%
三线	19%	15%	5%	5%	19%	22%	21%	29%	26%	25%
分区域拿地金额占比										
华北	22%	34%	0%	11%	13%	19%	13%	6%	9%	0%

华东	20%	8%	21%	20%	20%	30%	19%	27%	36%	42%
江南	7%	17%	41%	22%	37%	24%	34%	25%	28%	11%
华中	5%	12%	3%	5%	5%	11%	8%	12%	3%	1%
西南	27%	9%	4%	0%	5%	4%	10%	7%	7%	6%
华南	16%	9%	12%	6%	13%	8%	10%	13%	9%	0%
深圳	0%	9%	3%	37%	1%	2%	5%	8%	8%	35%
东南	3%	3%	17%	0%	6%	2%	1%	0%	1%	5%
海南	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
其他	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

按城市进入时间划分的拿地金额占比

布局 1 年	34%	8%	6%	0%	18%	9%	13%	6%	5%	4%
布局 1-3 年	10%	9%	4%	0%	2%	13%	12%	8%	5%	0%
布局 3-5 年	6%	5%	0%	10%	11%	5%	4%	14%	12%	8%
布局 5-10 年	51%	21%	23%	10%	11%	28%	17%	32%	19%	29%
布局 10 年以上	0%	56%	66%	80%	59%	46%	55%	41%	60%	59%

数据来源：公司经营公告，公司年报及中报，广发证券发展研究中心

表3：招商蛇口拿地规模情况一览

	拿地金额 (亿元)	同比	金额口径 拿地力度	金额权 益比例	拿地面积 (万方)	同比	面积口径 拿地力度	拿地均价 (元/平)	均价口径 拿地力度	累计布局城市 (个)
	(累计金额口径)			(累计面积口径)			(累计均价口径)			
2010	80	-11%	54%	79%	128	-32%		6208	40%	14
2011	77	-4%	37%	100%	232	81%		3311	19%	16
2012	176	130%	48%	79%	391	69%		4509	31%	19
2013	247	40%	57%	70%	666	70%	242%	3716	24%	25
2014	341	38%	67%	70%	784	18%	215%	4354	31%	29
2015	251	-26%	44%	53%	405	-48%	117%	6208	37%	32
2016	842	235%	114%	61%	672	66%	143%	12530	80%	32
2017	927	10%	82%	54%	1024	52%	180%	9058	46%	41
2018	958	3%	56%	60%	1413	38%	171%	6780	33%	46
2019	1054	10%	48%	52%	1423	1%	122%	7406	39%	56
2020	1517	44%	55%	63%	1625	14%	131%	9337	42%	61
2021	2150	42%	66%	57%	1551	-5%	106%	13865	62%	66

数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

三、蛇口已获首批增量资源，并购票据持续推进

招商蛇口已经获得了增量融资额度，21年11月16日新发行的中期票据用途从“偿还到期债务”变更为“偿还银行贷款”，在用途上取得了突破。

21年1月5日，根据孔雀开屏网站信息，招商蛇口并购专项票据状态变为“待上

会”。并购票据规模为3年期15亿元、5年期15亿元。其中不超过15亿元用于支持产业内协同性较强的企业缓解流动性压力（包括但不限于置换发行人前期投入资金及后续资产投资与收购等方式），剩余用于偿还银行贷款。

根据财联社报道，银行告知部分大型优质房企，针对出险房企项目的承债式收购，相关并购贷款不计入“三道红线”相关指标。本次招商蛇口并购票据的注册程序推进，是政策表态落实为措施的体现。看好未来行业格局重构中，招商蛇口具备的阿尔法机会。

表4：招商蛇口15年至今中期票据融资规模及募资用途

证券简称	发债时间	债券名称	发行金额 (亿元)	偿还银行贷款	住房项目建设	补充流动资金	偿还到期债券
招商蛇口	2015/02/04	15 招商地产 MTN001	10				
招商蛇口	2015/07/09	15 招商地产 MTN002	20				
招商蛇口	2017/03/09	17 招商蛇口 MTN001	20				
招商蛇口	2017/08/17	17 招商蛇口 MTN002	30				
招商蛇口	2018/10/18	18 招商蛇口 MTN001A	13				
招商蛇口	2018/10/18	18 招商蛇口 MTN001B	7				
招商蛇口	2020/03/05	20 招商蛇口 MTN001A	13				
招商蛇口	2020/03/05	20 招商蛇口 MTN001B	7				
招商蛇口	2020/08/18	20 招商蛇口 MTN002A	20				
招商蛇口	2020/08/18	20 招商蛇口 MTN002B	10				
招商蛇口	2020/12/16	20 招商蛇口 MTN003	16				
招商蛇口	2021/11/16	21 招商蛇口 MTN001A	15				
招商蛇口	2021/11/16	21 招商蛇口 MTN001B	15				

数据来源：债券募集说明书，Wind，广发证券发展研究中心

表5：招商蛇口并购中票发行规模及募集用途

名称	招商蛇口 2021 年度第二期中期票据（并购）
发行金额	30 亿元人民币
发行期限	3 年期 15 亿元+5 年期 15 亿元
资金用途	拟将不超过 15 亿元用于支持产业内协同性较强的企业缓解流动性压力（包括但不限于置换发行人前期投入资金及后续资产投资与收购等方式），剩余资金用于偿还公司的银行贷款

数据来源：债券募集说明书，广发证券发展研究中心

表6：招商蛇口近期发债情况一览

发行主体简称	债券类型	债券代码	发行总额（亿元）	利率	期限（年）	主体评级	发行日期	较此前变化
招商蛇口	中期票据	102001578.IB	20.0	3.53%	3.0	AAA	2020/08/18	
	中期票据	102002325.IB	16.0	3.76%	3.0	AAA	2020/12/16	上升 23bp
招商蛇口	短期融资	012000729.IB	19.0	2.56%	0.5	AAA	2020/03/05	
	短期融资	012100511.IB	10.0	3.10%	0.5	AAA	2021/02/01	上升 54bp
招商蛇口	短期融资	012100511.IB	10.0	3.10%	0.5	AAA	2021/02/01	

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	短期融资	012101251.IB	30.0	2.90%	0.5	AAA	2021/03/25	下降 20bp
招商蛇口	公司债	112930.SZ	6.0	3.58%	3.0	AAA	2019/07/10	
	公司债	149449.SZ	7.0	3.56%	3.0	AAA	2021/04/12	下降 2bp
招商蛇口	公司债	149301.SZ	10.4	4.15%	5.0	AAA	2020/11/13	
	公司债	149448.SZ	3.0	3.80%	5.0	AAA	2021/04/12	下降 35bp
招商蛇口	短期融资	012101251.IB	30.0	2.90%	0.5	AAA	2021/03/25	
	短期融资	012101719.IB	15.0	2.75%	0.4	AAA	2021/04/26	下降 15bp
招商蛇口	公司债	149449.SZ	7.0	3.56%	3.0	AAA	2021/04/12	
	公司债	149498.SZ	11.6	3.37%	3.0	AAA	2021/06/03	下降 19bp
招商蛇口	公司债	149448.SZ	3.0	3.80%	5.0	AAA	2021/04/12	
	公司债	149497.SZ	10.0	3.66%	5.0	AAA	2021/06/03	下降 14bp
招商蛇口	ABS	121536.SZ	20.8	0.00%	41.3	AAA	2021/06/08	
招商蛇口	短期融资	012003349.IB	19.0	2.84%	0.2	AAA	2020/09/22	
	短期融资	012102186.IB	15.0	2.63%	0.2	AAA	2021/06/15	下降 21bp
招商蛇口	短期融资	012002443.IB	30.0	2.20%	0.7	AAA	2020/07/09	
	短期融资	012102766.IB	10.0	2.70%	0.7	AAA	2021/07/27	上升 50bp
招商蛇口	短期融资	012102766.IB	10.0	2.70%	0.7	AAA	2021/07/27	
	短期融资	012103349.IB	15.0	2.69%	0.5	AAA	2021/09/08	下降 1bp
	短期融资	012103500.IB	15.0	2.74%	0.5	AAA	2021/09/22	上升 4bp
招商蛇口	短期融资	012102766.IB	10.0	2.70%	0.7	AAA	2021/07/27	
	短期融资	012103748.IB	13.0	2.88%	0.7	AAA	2021/10/14	上升 18bp
招商蛇口	短期融资	012102766.IB	10.0	2.70%	0.7	AAA	2021/07/27	
	短期融资	012180031.IB	30.0	2.84%	0.7	AAA	2021/11/15	上升 14bp
招商蛇口	中期票据	102001579.IB	10.0	3.89%	5.0	AAA	2020/08/18	
	中期票据	102103012.IB	15.0	3.55%	5.0	AAA	2021/11/16	下降 34bp
招商蛇口	中期票据	102002325.IB	16.0	3.76%	3.0	AAA	2020/12/16	
	中期票据	102103011.IB	15.0	3.23%	3.0	AAA	2021/11/16	下降 53bp

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

招商蛇口21年销售、投资、融资的表现,在龙头房企中处于领先地位。作为中票及并购票据第一批试点的企业,我们看好公司未来行业格局重构中的阿尔法机会。预计21、22年公司归母净利润分别为131亿元、140亿元,增长7%、7%,对应21、22年PE为8.5x、7.9x,我们维持合理价值17.41元/股的观点不变,维持“买入”评级。

五、风险提示

行业景气度下行影响公司销售,结算规模不及预期。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	477,249	575,527	749,037	995,870	1,227,929
货币资金	75,324	89,306	56,264	72,780	76,188
应收及预付	77,057	107,260	152,901	134,961	157,173
存货	312,207	360,793	524,146	772,402	978,841
其他流动资产	12,662	18,168	15,727	15,727	15,727
非流动资产	140,439	161,631	175,350	192,962	213,005
长期股权投资	26,593	40,124	49,895	61,558	75,439
固定资产	4,608	4,365	4,584	4,859	5,150
在建工程	819	969	1,788	2,581	3,353
无形资产	1,813	1,956	1,956	1,956	1,956
其他长期资产	106,607	114,216	117,126	122,008	127,107
资产总计	617,688	737,157	924,387	1,188,832	1,440,934
流动负债	295,008	373,787	541,173	750,028	973,904
短期借款	22,170	17,717	11,055	11,450	9,369
应付及预收	210,757	283,933	472,528	683,008	898,583
其他流动负债	62,082	72,137	57,590	55,571	65,953
非流动负债	95,309	110,013	103,665	139,207	145,974
长期借款	68,835	77,715	70,983	105,591	111,388
应付债券	18,276	22,641	22,641	22,641	22,641
其他非流动负债	8,198	9,658	10,041	10,975	11,944
负债合计	390,318	483,800	644,838	889,235	1,119,878
股本	7,916	7,923	7,923	7,923	7,923
资本公积	13,810	14,068	16,696	19,503	22,507
留存收益	57,236	62,318	72,829	84,056	96,073
归属母公司股东权益	94,845	101,370	121,931	135,965	150,987
少数股东权益	132,525	151,987	157,618	163,632	170,070
负债和股东权益	617,688	737,157	924,387	1,188,832	1,440,934

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,672	129,621	159,044	172,164	187,453
营业成本	63,829	92,435	116,531	126,712	138,520
营业税金及附加	9,200	9,054	6,058	6,368	6,758
销售费用	2,207	2,986	4,076	4,702	4,929
管理费用	1,729	1,979	2,723	2,995	3,160
研发费用	946	1,067	1,167	1,284	1,354
财务费用	2,773	2,224	2,746	2,762	3,237
资产减值损失	-2,092	2,570	1,563	1,234	1,276
公允价值变动收益	114	8	8	9	9
投资净收益	10,231	6,107	2,327	2,245	2,093
营业利润	26,320	24,080	26,514	28,361	30,321
营业外收支	-196	30	0	0	0
利润总额	26,124	24,109	26,514	28,361	30,321
所得税	7,267	7,196	7,745	8,313	8,861
净利润	18,857	16,913	18,769	20,048	21,460
少数股东损益	2,824	4,660	5,631	6,014	6,438
归属母公司净利润	16,033	12,253	13,138	14,033	15,022
EBITDA	21,823	24,554	29,916	31,617	34,336
EPS (元)	2.02	1.55	1.66	1.77	1.90

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,812	27,622	12,988	4,661	14,613
净利润	18,857	16,913	18,769	20,048	21,460
折旧摊销	1,115	1,387	1,428	1,513	1,604
营运资金变动	-62,621	-5,861	-20,400	-19,837	-13,075
其它	56,461	15,183	13,191	2,937	4,624
投资活动现金流	-13,158	-4,818	-9,906	-12,560	-14,979
资本支出	-8,108	-4,233	-1,927	-2,630	-2,719
投资变动	23,602	29,012	-7,979	-9,930	-12,260
其他	-28,652	-29,596	0	0	0
筹资活动现金流	16,248	-7,894	-36,124	24,416	3,775
银行借款	97,135	112,142	27,637	67,353	46,843
股权融资	29,723	18,898	0	0	0
其他	-26,109	-39,309	-8,253	-8,568	-10,323
现金净增加额	16,874	14,793	-33,042	16,516	3,408
期初现金余额	57,329	74,203	89,306	56,264	72,780
期末现金余额	74,203	88,995	56,264	72,780	76,188

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	10.6%	32.7%	22.7%	8.2%	8.9%
营业利润增长	-1.1%	-8.5%	10.1%	7.0%	6.9%
归母净利润增长	5.2%	-23.6%	7.2%	6.8%	7.0%
获利能力					
毛利率	34.6%	28.7%	26.7%	26.4%	26.1%
净利率	19.3%	13.0%	11.8%	11.6%	11.4%
ROE	16.9%	12.1%	10.8%	10.3%	9.9%
ROIC	5.5%	5.7%	6.6%	6.4%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	63.2%	65.6%	69.8%	74.8%	77.7%
净负债比率	29.3%	26.3%	25.7%	29.4%	30.8%
流动比率	1.62	1.54	1.38	1.33	1.26
速动比率	0.55	0.55	0.33	0.27	0.21
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.19	0.19	0.16	0.14
应收账款周转率	65.15	56.93	36.07	22.92	17.88
存货周转率	0.24	0.27	0.26	0.20	0.16
每股指标 (元)					
每股收益	2.02	1.55	1.66	1.77	1.90
每股经营现金流	1.74	3.49	1.64	0.59	1.84
每股净资产	11.98	12.79	15.39	17.16	19.06
估值比率					
P/E	6.96	9.10	8.49	7.95	7.43
P/B	1.18	1.10	0.91	0.82	0.74
EV/EBITDA	10.26	7.00	6.13	6.32	6.13

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。