

招商蛇口 (001979.SZ) 买入 (维持评级)

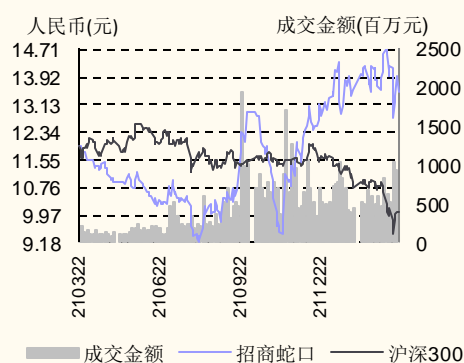
公司点评

市场价格(人民币): 13.51元

目标价格(人民币): 16.42元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	79.23
已上市流通A股(亿股)	79.22
总市值(亿元)	1,070.43
年内股价最高最低(元)	14.74/9.18
沪深300指数	4259
深证成指	12380



相关报告

1. 《销售表现亮眼, 结算毛利率下滑较大-招商蛇口三季报点评》, 2021.10.28

2. 《轻装上阵, 未来继续增长-招商蛇口年报点评》, 2021.3.23

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

毛利率承压下行, 规模增长支撑未来发展

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	129,621	160,643	178,548	205,355	237,441
营业收入增长率	32.7%	23.9%	11.1%	15.0%	15.6%
归母净利润(百万元)	12,253	10,372	10,844	12,973	15,703
归母净利润增长率	-23.6%	-15.3%	4.5%	19.6%	21.0%
摊薄每股收益(元)	1.55	1.31	1.37	1.64	1.98
每股经营性现金流净额	2.53	1.94	4.46	2.02	3.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.1%	9.5%	11.4%	12.6%	14.0%
P/E	8.59	10.19	9.87	8.25	6.82
P/B	1.04	0.97	1.13	1.04	0.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022年3月21日, 招商蛇口发布2021年年度报告。2021年实现营业收入1606亿元, 同比+24%; 归母净利润104亿元, 同比-15%, 每股收益1.31元/股; 现金分红0.54元/股, 现金分红比例40%。

点评

- 毛利率下降叠加减值准备, 归母净利润低于预期。**公司2021年营业收入符合我们预期, 归母净利润低于我们预期19%, 主要因为: ①受2021年房地产行业下行影响, 公司结转毛利率25.47%, 较2020年下降3.22pct; ②公司对存货、投资性物业等资产共计提减值43.72亿元, 较2020年计提减值增加12.71亿元; ③公司转让子公司产生投资收益同比减少24.45亿元。公司2021年毛利率下降和减值准备主要受行业整体影响, 而公司在2021年通过多元渠道拿地控制成本, 项目结转利润空间有望增加, 同时我们预计2022年房地产行业调控以宽松为主基调, 市场销售将逐步企稳, 公司毛利率有望逐步修复。
- 销售规模稳步增加, 多元储备布局核心城市。**公司2021年签约销售金额3268亿元, 行业排名第7, 同比增加18%, 增速位于TOP20房企前列; 深耕成效显著, 7个城市销售规模当地排名前3, 16个城市销售规模当地排名前10。2021年新增总土储建面1559万方(权益886万方), 通过产业联动、收并购、城市更新等渠道获取占比53%; 布局高能级城市, 强心30城投资占比90%, 长三角和珠三角投资占比70%。
- 多渠道控制融资成本, 三道红线处“绿档”。**公司2021年融资成本4.48%, 较2020年下降22BP; 剔除预收账款后的资产负债率61.67%, 净负债率42.82%, 现金短债比1.25, 位居“绿档”, 偿债压力较小。

投资建议

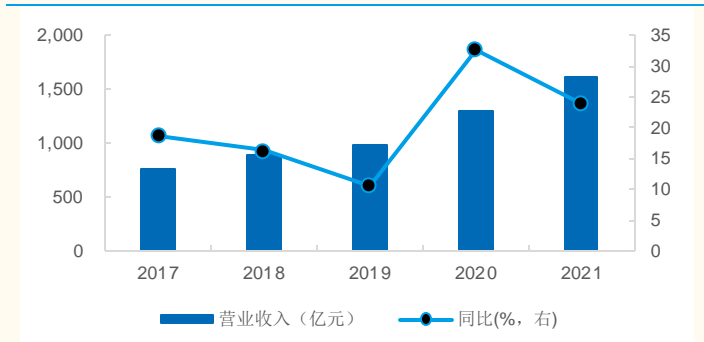
- 考虑公司毛利率下滑, 但销售仍有支撑, 我们调整盈利预测, 将2022-23年的归母净利润从140.7亿元、164.6亿元下调至108.4亿元、129.7亿元, 下调幅度分别为-22.9%、-21.2%, 同时新增2024年归母净利润预测值157.0亿元。调整目标价为16.42元/股, 对应2022-24年PE分别为12.0x、10.0x和8.3x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 房地产宽松政策落地不及预期; 其他房企违约影响市场信心

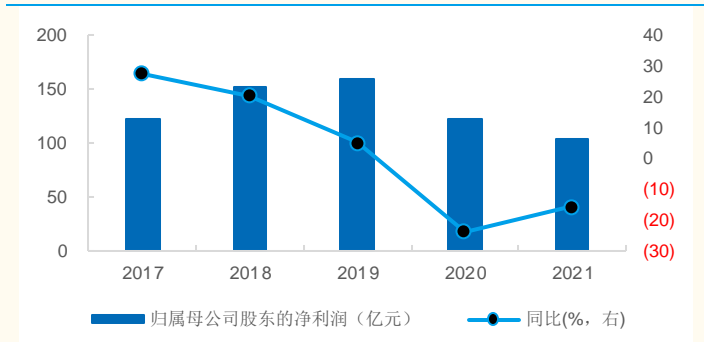
2021 年业绩相关图表

图表 1: 公司 2017-2021 年营业收入及同比走势



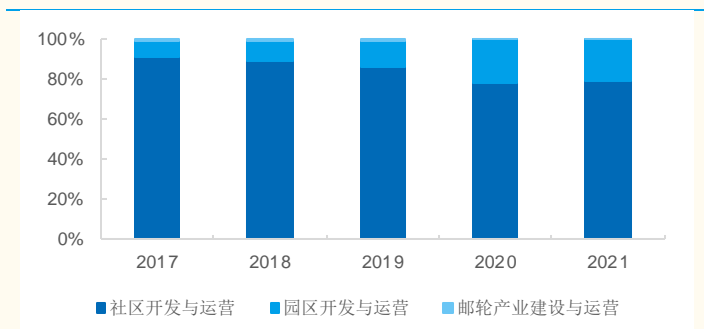
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 公司 2017-2021 年归母净利润及同比走势



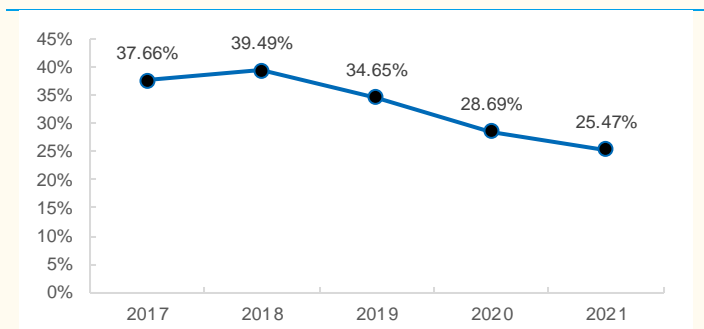
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 公司 2017-2021 年营业收入构成



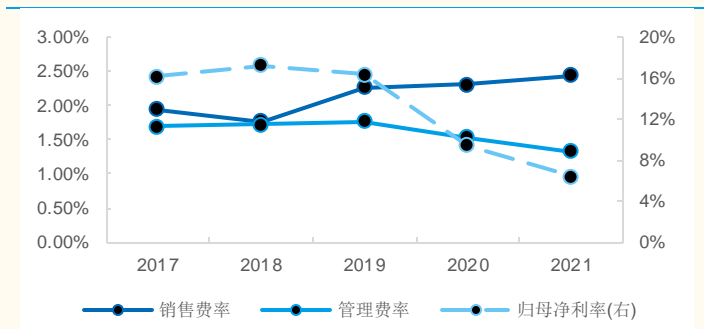
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 公司 2017-2021 年毛利率走势



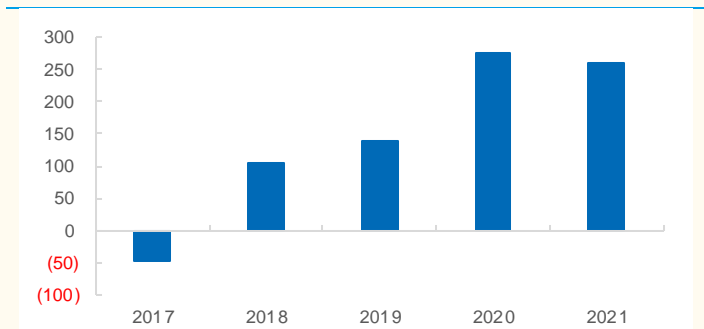
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 公司 2017-2021 年销管费率及归母净利率走势



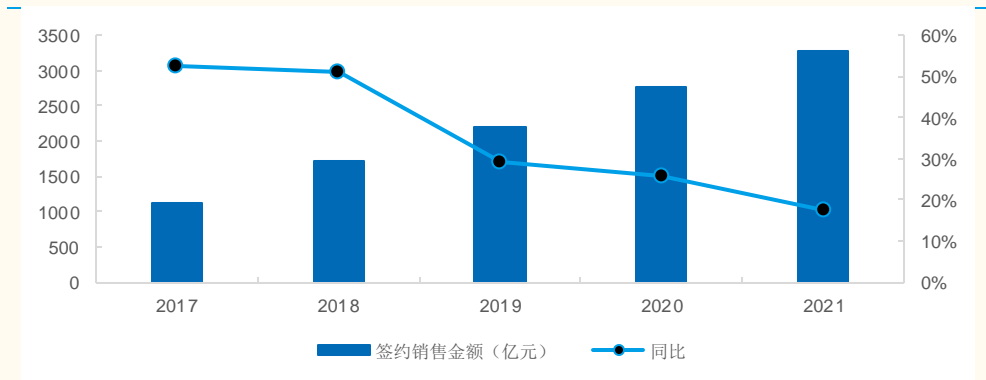
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 公司 2017-2021 年经营性现金流 (亿元) 情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 公司 2017-2021 年签约销售金额及同比走势



来源: 公司公告, 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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	97,672	129,621	160,643	178,548	205,355	237,441	货币资金	75,324	89,306	79,533	84,417	97,404	120,442	
增长率	10.6%	32.7%	23.9%	11.1%	15.0%	15.6%	应收账款	73,864	96,991	122,866	120,785	137,584	157,518	
主营业务成本	-63,829	-92,435	-119,723	-135,623	-154,343	-176,387	存货	312,207	360,793	417,636	438,699	471,906	509,752	
%销售收入	65.4%	71.3%	74.5%	76.0%	75.2%	74.3%	其他流动资产	15,855	28,437	33,023	31,328	32,732	34,385	
毛利	33,843	37,186	40,920	42,925	51,012	61,054	流动资产	477,249	575,527	653,058	675,228	739,626	822,097	
%销售收入	34.6%	28.7%	25.5%	24.0%	24.8%	25.7%	%总资产	77.3%	78.1%	76.3%	76.5%	77.8%	79.2%	
营业税金及附加	-9,200	-9,054	-9,681	-12,855	-14,786	-17,096	长期投资	117,927	138,748	171,934	175,134	178,334	181,534	
%销售收入	9.4%	7.0%	6.0%	7.2%	7.2%	7.2%	固定资产	5,426	5,334	9,699	10,437	11,220	12,051	
销售费用	-2,207	-2,986	-3,914	-4,464	-5,134	-5,936	%总资产	0.9%	0.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	
%销售收入	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	1,813	1,987	2,904	3,174	3,468	3,739	
管理费用	-1,729	-1,979	-2,145	-2,857	-3,286	-3,799	非流动资产	140,439	161,631	203,145	207,242	211,413	215,613	
%销售收入	1.8%	1.5%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	22.7%	21.9%	23.7%	23.5%	22.2%	20.8%	
研发费用	-52	-71	-116	-89	-103	-119	资产总计	617,688	737,157	856,203	882,470	951,039	1,037,710	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	54,793	55,508	37,198	33,570	33,570	33,570	
息税前利润 (EBIT)	20,656	23,096	25,064	22,660	27,704	34,105	应付款项	109,196	136,201	180,715	173,676	197,688	230,894	
%销售收入	21.1%	17.8%	15.6%	12.7%	13.5%	14.4%	其他流动负债	131,020	182,078	210,165	254,424	278,882	308,823	
财务费用	-2,773	-2,224	-2,006	-2,357	-2,313	-2,212	流动负债	295,008	373,787	428,079	461,671	510,141	573,287	
%销售收入	2.8%	1.7%	1.2%	1.3%	1.1%	0.9%	长期贷款	68,835	77,715	107,780	110,780	113,780	116,780	
资产减值损失	-2,012	-3,104	-4,449	-2,205	-2,562	-2,996	其他长期负债	26,474	32,298	43,590	40,357	41,888	43,569	
公允价值变动收益	114	8	157	0	0	0	负债	390,318	483,800	579,448	612,807	665,808	733,636	
投资收益	10,231	6,107	3,728	6,000	6,000	6,000	普通股股东权益	94,845	101,370	108,671	95,072	102,856	112,278	
%税前利润	39.2%	25.3%	16.3%	24.9%	20.8%	17.2%	其中：股本	7,916	7,923	7,923	7,923	7,923	7,923	
营业利润	26,320	24,080	22,753	24,098	28,829	34,896	未分配利润	53,047	58,126	61,879	68,386	76,169	85,591	
营业利润率	26.9%	18.6%	14.2%	13.5%	14.0%	14.7%	少数股东权益	132,525	151,987	168,084	174,590	182,374	191,796	
营业外收支	-196	30	89	0	0	0	负债股东权益合计	617,688	737,157	856,203	882,470	951,039	1,037,710	
税前利润	26,124	24,109	22,843	24,098	28,829	34,896	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	26.7%	18.6%	14.2%	13.5%	14.0%	14.7%	每股指标							
所得税	-7,267	-7,196	-7,641	-6,747	-8,072	-9,771	每股收益	2.03	1.55	1.31	1.37	1.64	1.98	
所得税率	27.8%	29.8%	33.5%	28.0%	28.0%	28.0%	每股净资产	11.98	12.79	13.72	12.00	12.98	14.17	
净利润	18,857	16,913	15,202	17,350	20,757	25,125	每股经营现金净流	1.10	2.53	1.94	4.46	2.02	3.43	
少数股东损益	2,824	4,660	4,829	6,506	7,784	9,422	每股股利	0.79	0.83	0.64	0.55	0.65	0.79	
归属于母公司的净利润	16,033	12,253	10,372	10,844	12,973	15,703	回报率							
净利率	16.4%	9.5%	6.5%	6.1%	6.3%	6.6%	净资产收益率	16.9%	12.1%	9.5%	11.4%	12.6%	14.0%	
							总资产收益率	2.6%	1.7%	1.2%	1.2%	1.4%	1.5%	
							投入资本收益率	4.0%	3.9%	3.7%	3.7%	4.3%	5.0%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	10.6%	32.7%	23.9%	11.1%	15.0%	15.6%	
							EBIT增长率	-11.9%	11.8%	8.5%	-9.6%	22.3%	23.1%	
							净利润增长率	5.2%	-23.6%	-15.3%	4.5%	19.6%	21.0%	
							总资产增长率	45.9%	19.3%	16.1%	3.1%	7.8%	9.1%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	5.6	6.4	6.9	6.9	6.9	6.9	
							存货周转天数	1,495	1,329	1,187	1,187	1,127	1,071	
							应付账款周转天数	176	162	159	140	140	150	
							固定资产周转天数	17	12	21	20	18	16	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	29.3%	26.3%	33.0%	32.6%	28.0%	20.4%	
							EBIT利息保障倍数	7.5	10.4	12.5	9.6	12.0	15.4	
							资产负债率	63.2%	65.6%	67.7%	69.4%	70.0%	70.7%	

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
买入	8	42	75	106	227
增持	0	3	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.04	1.04	1.00

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	2020-11-30	买入	14.47	22.63 ~ 22.63
2	2021-03-23	买入	12.69	22.63 ~ 22.63
3	2021-10-28	买入	11.20	14.62 ~ 14.62

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402