

# 招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2022年07月17日

## 盈利水平承压下行，销售拿地优于行业——半年度业绩预告点评

**事件：**公司公告 2022 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 15 亿元-21 亿元，同比下降 50.60%-64.71%；预计实现基本每股收益 0.11 元/股-0.19 元/股，同比下降 59.57%-76.60%。

**结算毛利仍处低位，归母净利降幅偏高。**2022 上半年公司预计实现归母净利润 15 亿元-21 亿元，同比下降 50.60%-64.71%；预计实现扣除非经常性损益的归母净利润 12 亿元-18 亿元，同比下降 35.81%-57.21%；预计实现基本每股收益 0.11 元/股-0.19 元/股，同比下降 59.57%-76.60%。公司利润下降的原因主要为：1) 报告期内,公司房地产项目竣工交付并结转的面积同比增长,但受市场下行影响,房地产业务结转毛利率同比下降,结转毛利同比减少。2) 公司转让子公司产生投资收益同比减少。去年同期,以公司万融大厦、万海大厦两处产业园物业作为底层资产的蛇口产业园 REIT 上市,产生税后收益 14.58 亿元。

**销售优于行业平均，全年目标有望达成。**销售方面,公司上半年签约销售面积 487.51 万平,同比-36.71%；签约销售金额 1188.27 亿元,同比-32.86%。从趋势看,公司 5 月开始环比回正,6 月有大幅增长,但仍不及去年同期。对比同业看,根据中指数据,公司于上半年房企销售排行中销售额位列第 6,相较 Top100 房企 48.6%的平均降幅,公司销售呈现出较强韧性。整体来看,公司上半年完成了 3300 亿元销售目标的 36%,但根据历史数据,公司下半年业绩往往远超上半年,尤其是第四季度,叠加需求刺激政策效果逐渐落地,我们预计全年销售目标仍有望达成。

**土地投资表现积极，稳健布局“长三角”。**投资方面,公司上半年新购入土地 27 宗,土地面积 185.59 万平,合计计建面 419.89 万平,包含住宅、商业、基础教育等用途。年内土地市场略显沉寂,而公司于二季度逆势而行,共购得土地 21 宗,拿地态势相对积极。上半年布局集中于一、二线核心城市,包含一贯具备深耕优势的上海、苏州等地。结合公司 21 年末 458.27 万平的土地储备,我们认为公司可售货值充足、拿地节奏良好。此外,考虑公司土储集中的上海及周边地区上半年受疫情影响,下半年存量需求有望持续释放,为未来业绩增长提供良好支撑。

**融资端优势明显，利润端仍具空间。**融资方面,公司今年以来发行公开市场债务工具总规模 173.72 亿元,当前余额 160.82 亿元,平均融资成本 3.04%,维持于低位水平,央企背景背书下后续融资通道预计将维持畅通。此外,公司上半年与佳兆业、长城签署了战略框架协议,并与无锡、深圳签署了战略协议进行产城合作,华南地区土储资源有望实现扩充。公司逐渐推进赛道布局多元化、拓展方式多样化转型,园区开发及运营板块占比持续提升,未来整体利润水平仍具提升空间。

**投资建议：**公司 22H1 业绩伴随行业趋势出现下滑,但考虑公司上半年拿地积极、信用良好、财务稳健,预计凭借龙头央企的资质背景和优质土储资源,未来有望实现业绩企稳回升。基于此,我们预计 22-24 年净利润分别为 113.62、124.69、135.40 亿元,对应 EPS 分别为 1.47 元、1.61 元、1.75 元,对应 PE 分别为 8.34X、7.60X、7.00X,维持“买入”评级。

**风险提示：**行业政策变动不及预期、房屋销售面积大幅下滑、宏观经济不及预期、业绩预告是初步测算结果,具体财务数据以半年度报告为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	129,620.82	160,643.41	182,812.20	204,621.70	224,572.32
增长率(%)	32.71	23.93	13.80	11.93	9.75
EBITDA(百万元)	33,239.01	34,188.52	39,686.56	42,529.54	43,761.11
净利润(百万元)	12,252.86	10,372.25	11,362.42	12,469.39	13,540.01
增长率(%)	(23.58)	(15.35)	9.55	9.74	8.59
EPS(元/股)	1.58	1.34	1.47	1.61	1.75
市盈率(P/E)	7.73	9.13	8.34	7.60	7.00
市净率(P/B)	0.93	0.87	0.83	0.77	0.71
市销率(P/S)	0.73	0.59	0.52	0.46	0.42
EV/EBITDA	6.28	6.88	2.64	4.15	0.73

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	12.24 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	7,739.10
流通 A 股股本(百万股)	7,738.05
A 股总市值(百万元)	94,726.56
流通 A 股市值(百万元)	94,713.71
每股净资产(元)	10.69
资产负债率(%)	68.09
一年内最高/最低(元)	17.70/9.02

### 作者

**韩笑** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521120006  
hanxiaob@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《招商蛇口-季报点评:结算利润有所波动,销售好于百强平均》2022-04-29
- 《招商蛇口-年报点评报告:收入增长平稳、投资聚焦核心城市、杠杆维持低位》2022-03-22
- 《招商蛇口-公司点评:全年营收超预期,谨慎计提减值准备影响业绩——业绩快报点评》2022-02-25

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	89,305.68	79,533.03	213,211.06	158,094.25	319,778.50
应收票据及应收账款	2,790.08	3,298.74	2,388.75	3,636.22	2,601.90
预付账款	10,288.95	11,866.77	1,046.17	14,214.51	1,771.17
存货	360,792.59	417,636.48	417,906.70	429,909.21	416,391.56
其他	112,349.21	140,723.07	105,649.55	132,799.19	101,564.07
<b>流动资产合计</b>	<b>575,526.50</b>	<b>653,058.08</b>	<b>740,202.25</b>	<b>738,653.39</b>	<b>842,107.20</b>
长期股权投资	40,124.45	61,560.62	61,560.62	61,560.62	61,560.62
固定资产	4,365.39	9,233.58	6,953.92	4,674.26	2,394.60
在建工程	968.53	465.19	465.19	465.19	465.19
无形资产	603.90	1,430.29	1,354.80	1,279.32	1,203.83
其他	115,568.57	130,455.59	131,261.20	132,066.82	132,872.43
<b>非流动资产合计</b>	<b>161,630.84</b>	<b>203,145.27</b>	<b>201,595.73</b>	<b>200,046.20</b>	<b>198,496.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>737,157.34</b>	<b>856,203.35</b>	<b>941,797.98</b>	<b>938,699.59</b>	<b>1,040,603.87</b>
短期借款	17,716.78	3,628.06	4,628.06	5,628.06	6,628.06
应付票据及应付账款	46,562.81	57,909.20	56,028.51	69,448.25	66,900.21
其他	179,821.22	217,830.99	449,915.99	414,530.61	499,072.59
<b>流动负债合计</b>	<b>244,100.81</b>	<b>279,368.25</b>	<b>510,572.56</b>	<b>489,606.91</b>	<b>572,600.86</b>
长期借款	77,715.03	107,779.68	97,779.68	97,779.68	97,779.68
应付债券	22,640.73	26,104.50	27,104.50	28,104.50	29,104.50
其他	9,657.58	17,485.48	19,485.48	21,485.48	23,485.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>110,013.33</b>	<b>151,369.66</b>	<b>144,369.66</b>	<b>147,369.66</b>	<b>150,369.66</b>
<b>负债合计</b>	<b>483,800.19</b>	<b>579,448.16</b>	<b>654,942.22</b>	<b>636,976.57</b>	<b>722,970.52</b>
少数股东权益	151,986.78	168,083.93	173,092.26	178,588.52	184,556.69
股本	7,923.24	7,923.24	7,739.10	7,739.10	7,739.10
资本公积	14,068.23	14,188.50	14,188.50	14,188.50	14,188.50
留存收益	62,318.06	66,071.31	74,025.00	82,753.58	92,231.58
其他	17,060.84	20,488.20	17,810.89	18,453.31	18,917.47
<b>股东权益合计</b>	<b>253,357.15</b>	<b>276,755.19</b>	<b>286,855.76</b>	<b>301,723.01</b>	<b>317,633.35</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>737,157.34</b>	<b>856,203.35</b>	<b>941,797.98</b>	<b>938,699.59</b>	<b>1,040,603.87</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	16,913.30	15,201.74	11,362.42	12,469.39	13,540.01
折旧摊销	1,586.61	1,918.85	2,355.14	2,355.14	2,355.14
财务费用	4,335.57	2,871.95	6,575.43	4,948.63	3,408.56
投资损失	(6,107.15)	(3,727.88)	(6,688.80)	(5,507.95)	(5,308.21)
营运资金变动	19,941.89	19,497.31	111,158.67	(84,328.60)	131,432.91
其它	(9,048.21)	(9,784.96)	7,091.12	7,862.41	8,540.10
<b>经营活动现金流</b>	<b>27,622.01</b>	<b>25,977.01</b>	<b>131,853.98</b>	<b>(62,200.97)</b>	<b>153,968.51</b>
资本支出	13,357.82	20,531.88	(2,000.00)	(2,000.00)	(2,000.00)
长期投资	13,531.40	21,436.17	0.00	0.00	0.00
其他	(31,707.19)	(66,244.57)	8,816.08	7,486.73	7,279.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,817.98)</b>	<b>(24,276.52)</b>	<b>6,816.08</b>	<b>5,486.73</b>	<b>5,279.92</b>
债权融资	11,736.23	13,212.54	3,424.57	7,051.37	8,591.44
股权融资	(3,510.38)	3,547.64	(8,416.60)	(5,453.94)	(6,155.63)
其他	(16,120.08)	(27,921.58)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(7,894.22)</b>	<b>(11,161.39)</b>	<b>(4,992.03)</b>	<b>1,597.43</b>	<b>2,435.81</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>14,909.81</b>	<b>(9,460.90)</b>	<b>133,678.03</b>	<b>(55,116.81)</b>	<b>161,684.24</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>129,620.82</b>	<b>160,643.41</b>	<b>182,812.20</b>	<b>204,621.70</b>	<b>224,572.32</b>
营业成本	92,435.06	119,723.49	136,725.25	152,606.86	169,260.15
营业税金及附加	9,053.69	9,680.55	11,060.14	12,379.61	13,586.63
销售费用	2,985.60	3,914.24	4,454.41	4,985.82	5,471.94
管理费用	1,979.04	2,144.93	2,440.93	2,732.13	2,998.52
研发费用	71.42	115.80	109.69	143.24	157.20
财务费用	2,223.78	2,006.02	6,575.43	4,948.63	3,408.56
资产/信用减值损失	(3,103.91)	(4,449.04)	(3,188.31)	(3,580.42)	(3,739.25)
公允价值变动收益	7.83	157.14	(63.64)	10.61	14.14
投资净收益	6,107.15	3,727.88	6,688.80	5,507.95	5,308.21
其他	(6,218.39)	869.21	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>24,079.54</b>	<b>22,753.18</b>	<b>24,883.21</b>	<b>28,763.54</b>	<b>31,272.42</b>
营业外收入	149.03	204.35	250.00	280.00	244.78
营业外支出	119.14	114.94	110.00	110.00	111.65
<b>利润总额</b>	<b>24,109.43</b>	<b>22,842.60</b>	<b>25,023.21</b>	<b>28,933.54</b>	<b>31,405.56</b>
所得税	7,196.13	7,640.86	6,506.04	8,612.34	9,339.60
<b>净利润</b>	<b>16,913.30</b>	<b>15,201.74</b>	<b>18,517.18</b>	<b>20,321.20</b>	<b>22,065.97</b>
少数股东损益	4,660.44	4,829.48	7,154.76	7,851.81	8,525.96
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,252.86</b>	<b>10,372.25</b>	<b>11,362.42</b>	<b>12,469.39</b>	<b>13,540.01</b>
每股收益 (元)	1.58	1.34	1.47	1.61	1.75

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.71%	23.93%	13.80%	11.93%	9.75%
营业利润	-8.51%	-5.51%	9.36%	15.59%	8.72%
归属于母公司净利润	-23.58%	-15.35%	9.55%	9.74%	8.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.69%	25.47%	25.21%	25.42%	24.63%
净利率	9.45%	6.46%	6.22%	6.09%	6.03%
ROE	12.09%	9.54%	9.99%	10.13%	10.17%
ROIC	9.89%	8.05%	9.78%	19.13%	11.89%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.63%	67.68%	69.54%	67.86%	69.48%
净负债率	26.27%	33.08%	-11.20%	11.60%	-36.11%
流动比率	1.54	1.53	1.45	1.51	1.47
速动比率	0.57	0.55	0.63	0.63	0.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	56.34	52.77	64.29	67.92	72.00
存货周转率	0.39	0.41	0.44	0.48	0.53
总资产周转率	0.19	0.20	0.20	0.22	0.23
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.58	1.34	1.47	1.61	1.75
每股经营现金流	3.57	3.36	17.04	-8.04	19.89
每股净资产	13.10	14.04	14.70	15.91	17.20
<b>估值比率</b>					
市盈率	7.73	9.13	8.34	7.60	7.00
市净率	0.93	0.87	0.83	0.77	0.71
EV/EBITDA	6.28	6.88	2.64	4.15	0.73
EV/EBIT	6.55	7.24	2.81	4.39	0.77

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com