

招商蛇口 (001979.SZ) 买入 (维持评级)

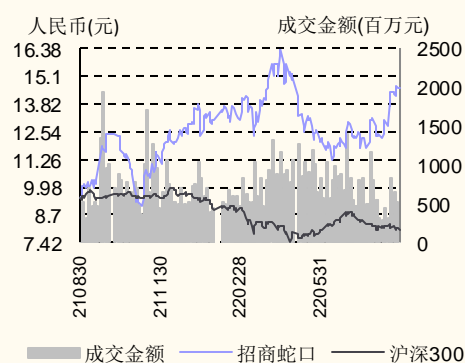
公司点评

市场价格(人民币): 14.53元

目标价格(人民币): 17.79元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	77.39
已上市流通A股(亿股)	77.38
总市值(亿元)	1,124.49
年内股价最高最低(元)	16.40/9.08
沪深300指数	4090
深证成指	12018



相关报告

1. 《毛利率磨底，销售好于百强-招商蛇口业绩预告点评》，2022.7.15
2. 《结转毛利率下滑，以销定投稳健发展-招商蛇口季报点评》，2022.4.28
3. 《毛利率承压下行，规模增长支撑未来发展-招商蛇口业绩点评》，2022.3.22
4. 《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

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

短期业绩承压下滑，不改稳健发展态势

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	32.71%	23.93%	11.15%	15.01%	15.62%
归母净利润(百万元)	12,253	10,372	10,842	12,973	15,703
归母净利润增长率	-23.58%	-15.35%	4.53%	19.65%	21.05%
摊薄每股收益(元)	1.546	1.309	1.401	1.676	2.029
每股经营性现金流净额	3.31	3.07	4.57	2.08	3.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.09%	9.54%	11.43%	12.64%	14.01%
P/E	8.59	10.19	10.37	8.67	7.16
P/B	1.04	0.97	1.19	1.10	1.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022年8月29日，招商蛇口发布2022年半年度报告。2022年上半年实现营业收入575.6亿元，同比+28.9%；归母净利润18.9亿元，同比-55.6%。2022年二季度实现营业收入387.6亿元，同比+21.2%；归母净利润14.4亿元，同比-59.7%。

点评

- **毛利率下滑，投资受益减少，归母净利润不及预期。**公司2022年上半年房地产开发项目大额结转，以致营业收入增加；而归母净利润同比近腰斩，主要原因为：①毛利率下滑，受行业下行影响，社区开发与运营毛利率14.30%，同比下降2.47pct；由于去年同期高毛利项目结转以及今年园区租金减免的影响，园区开发与运营毛利率13.93%，同比下降16.75pct。②投资收益同比减少，去年同期公募REITs产品上市，产生投资收益19.47亿元（税后14.58亿元）。我们预计公司下半年结转速度或加快，而毛利率短期仍然承压，全年业绩或保持稳定。
- **销售韧性优于行业，行业地位稳固。**公司2022年上半年实现签约销售金额1188亿元，同比减少32.86%（克而瑞百强房企平均同比下滑约51%），居行业第6，较2021年全年提升1位。加快销售去化速度，14个重点城市销售规模进入当地榜单前十。
- **夯实投资质量，聚焦城市深耕。**公司2022年上半年获取土地27宗，新增计容建面420万方，主要位于北京、上海、杭州和苏州等重点城市。拓展渠道丰富，旧改、收并购、合作等模式均有斩获。助力出险房企纾困，与长城资管、佳兆业签署战略合作协议，推进多个项目合作。

投资建议

- 我们预计公司全年开发和持有业务均稳定发展，维持盈利预测不变，2022-24年的归母净利润分别为108.4亿元、129.7亿元、157.0亿元，同比增速分别为4.5%、19.6%、21.0%。维持目标价17.79元/股不变，对应2022-24年PE分别为13.0x、10.6x和8.8x，维持“买入”评级。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；市场信心持续走低；多家房企出现债务违约

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	84,329	97,478	120,555
增长率		32.7%	23.9%	11.1%	15.0%	15.6%	应收账款	73,864	96,991	122,866	120,785	137,582	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	675,141	739,698	822,210
%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	175,034	178,134	181,234
%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	207,142	211,213	215,313
%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	882,283	950,910	1,037,522
%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	197,747	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	254,423	278,882	308,823
财务费用	-2,773	-2,224	-2,006	-2,428	-2,521	-2,500	流动负债	295,008	373,787	428,079	461,669	510,199	573,287
%销售收入	2.8%	1.7%	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%	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	612,806	665,867	733,635
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	94,887	102,671	112,093
%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	7,739	7,739	7,739
营业利润	26,320	24,080	22,753	24,094	28,828	34,895	未分配利润	53,047	58,126	61,879	68,385	76,168	85,590
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	174,589	182,373	191,795
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	882,283	950,910	1,037,522
税前利润	26,124	24,109	22,843	24,094	28,828	34,895							
利润率	26.7%	18.6%	14.2%	13.5%	14.0%	14.7%							
所得税	-7,267	-7,196	-7,641	-6,746	-8,072	-9,771							
所得税率	27.8%	29.8%	33.5%	28.0%	28.0%	28.0%							
净利润	18,857	16,913	15,202	17,348	20,756	25,125							
少数股东损益	2,824	4,660	4,829	6,505	7,784	9,422							
归属于母公司的净利润	16,033	12,253	10,372	10,842	12,973	15,703							
净利率	16.4%	9.5%	6.5%	6.1%	6.3%	6.6%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	18,857	16,913	15,202	17,348	20,756	25,125
少数股东损益	2,824	4,660	4,829	6,505	7,784	9,422
非现金支出	2,235	3,372	4,959	2,960	3,387	3,893
非经营收益	-13,886	-1,190	-3,168	-2,707	-2,648	-2,542
营运资金变动	5,513	7,167	7,305	17,743	-5,432	667
经营活动现金净流	12,719	26,262	24,298	35,344	16,063	27,142
资本开支	-8,097	-4,220	-10,003	-1,645	-1,789	-1,890
投资	-4,563	-3,258	-9,320	-3,100	-3,100	-3,100
其他	-498	2,659	-4,954	6,000	6,000	6,000
投资活动现金净流	-13,158	-4,818	-24,277	1,255	1,111	1,010
股权募资	29,723	18,898	27,016	-20,283	0	0
债权募资	12,634	12,517	3,036	-3,184	5,000	5,000
其他	-26,109	-39,309	-41,214	-7,644	-8,548	-9,746
筹资活动现金净流	16,248	-7,894	-11,161	-31,110	-3,548	-4,746
现金净流量	15,781	13,433	-11,291	5,488	13,627	23,406

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.025	1.546	1.309	1.401	1.676	2.029
每股净资产	11.981	12.794	13.716	12.261	13.267	14.484
每股经营现金净流	1.607	3.315	3.067	4.567	2.076	3.507
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.560	0.670	0.812
回报率						
净资产收益率	16.90%	12.09%	9.54%	11.43%	12.64%	14.01%
总资产收益率	2.60%	1.66%	1.21%	1.23%	1.36%	1.51%
投入资本收益率	4.01%	3.93%	3.71%	3.68%	4.30%	5.03%
增长率						
主营业务收入增长率	10.64%	32.71%	23.93%	11.15%	15.01%	15.62%
EBIT增长率	-11.95%	11.81%	8.52%	-9.59%	22.26%	23.10%
净利润增长率	5.20%	-23.58%	-15.35%	4.53%	19.65%	21.05%
总资产增长率	45.95%	19.34%	16.15%	3.05%	7.78%	9.11%
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	1,495.4	1,328.7	1,186.6	1,186.6	1,127.3	1,070.9
应付账款周转天数	175.6	161.7	159.0	140.0	140.0	150.0
固定资产周转天数	17.2	12.3	21.0	19.8	18.0	16.4
偿债能力						
净负债/股东权益	29.28%	26.27%	33.05%	32.67%	28.02%	20.34%
EBIT利息保障倍数	7.5	10.4	12.5	9.3	11.0	13.6
资产负债率	63.19%	65.63%	67.68%	69.46%	70.02%	70.71%

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	2	35	95	132	280
增持	1	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.03	1.03	1.04	1.00

来源：聚源数据

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。

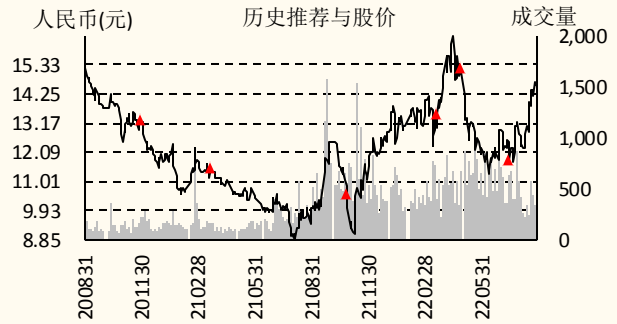
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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
4	2022-03-22	买入	13.51	16.42
5	2022-04-28	买入	15.47	17.79
6	2022-07-15	买入	12.93	17.79

来源：国金证券研究所



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。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，而不应对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

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