

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2022年08月31日

营收稳增盈利承压，逆势扩张韧性彰显

事件:公司发布2022年半年报,公司上半年实现营业收入575.63亿元,同比+28.90%;归母净利润18.87亿元,同比-55.61%;每股收益0.16元/股,同比-65.96%。

结转提速营收稳增,毛利率承压盈利下滑。公司上半年实现收入575.63亿元,同比+28.90%,主要因竣工结转面积同比增加。公司实现归母净利润18.87亿元,同比-55.61%,整体毛利率18.59%,较去年同期下降7.21pct;其中社区开发与运营毛利率14.30%,较去年同期降低2.47pct,主要受销售结转体量和地区结构等因素影响;园区开发与运营收入毛利率13.93%,较去年同期下降16.75pct,主要受上年同期深圳前海启动区一期等高毛利率项目结转及期内商户租金减免影响。此外公司上半年没有去年同期蛇口产业园REIT的投资收益,进一步导致业绩承压。公司上半年净利率6.96%,受毛利率影响较去年同期下降6.09pct。公司销售、管理费率分别下降0.07pct、0.32pct至2.86%、1.70%,财务费率增加0.19pct至2.39%,整体费率持续优化。

销售拿地彰显韧性,逆势扩张区域深耕。销售方面,公司上半年签约销售面积487.51万方,同比-36.71%;签约销售金额1188.27亿元,同比-32.86%,优于Top100房企48.6%的平均降幅。公司上半年全口径销售金额排名行业第6,在上海、合肥、苏州、西安等14个城市的流量销售金额进入Top10,维持行业领先。公司7月签约销售面积84.90万方,签约销售金额238.97亿元,后者实现了同比回正。**拿地方面,**公司逆势扩张,投拓积极,上半年获取土地27宗,拿地面积419.87万方,权益面积264.51万方,全口径拿地强度达54.40%。公司7月再度购入9宗土地,拿地面积125.18万方,1-7月累计拿地强度进一步升至65.84%。公司新增地块多集中于一二线城市,包含一贯具备深耕优势的上海、苏州等地,土储结构继续优化有望支撑未来业绩回升。

三道红线维持“绿档”,融资优势愈发凸显。三道红线方面,截至22H1公司剔除预后资产负债率62.38%,净负债率48.96%,现金短债比1.48,依旧稳健归于“绿档”。**融资端,**公司上半年综合资金成本4.1%,较2021全年下降0.38pct,央企背景下融资优势愈加显著。**债务端,**公司上半年有息负债规模同比+18.88%至1962亿元;公司一年内到期的长期借款217.87亿元,一年内到期的应付债券71亿元,其中下半年需偿还债券本金13.6亿元;在手现金余额779.45亿元,流动性充裕,偿债压力较小。

持有物业快速发展,轻重结合步履稳健。持有物业方面,公司上半年公司实现出租收入15.93亿元,同比-4.61%,总体出租率80%,可出租面积489.41万平方米,包含公寓及住宅、写字楼、商铺及商业中心等多种业态。主要集中在商业项目共29个,较去年同期增加12个,布局在上海、深圳等16个城市,上半年实现收入4.46亿元;写字楼项目主要布局在上海、武汉等城市,上半年实现收入2.70亿元;长租公寓合计约3.7万间,较去年同期增加0.3万间,布局全国21城,上半年实现收入4.84亿元。公司持有物业布局逐步发散,轻重结合稳中向好。

投资建议:公司上半年业绩伴随行业趋势出现下滑,但考虑公司拿地积极、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。基于上半年公司毛利率降幅较高,我们调整公司22-24年归母净利润分别为97.56、107.05、115.72亿元(原值:113.62、124.69、135.40),对应EPS分别为1.26元、1.38、1.50元,对应PE分别为11.70X、10.66X、9.86X,维持“买入”评级。

风险提示:行业政策变动不及预期、房屋销售不及预期、宏观经济不及预期

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	197,437.18	209,283.41
增长率(%)	32.71	23.93	13.80	8.00	6.00
EBITDA(百万元)	33,239.01	34,188.52	36,377.66	36,635.94	39,142.90
净利润(百万元)	12,252.86	10,372.25	9,756.06	10,705.38	11,572.36
增长率(%)	(23.58)	(15.35)	(5.94)	9.73	8.10
EPS(元/股)	1.58	1.34	1.26	1.38	1.50
市盈率(P/E)	9.32	11.01	11.70	10.66	9.86
市净率(P/B)	1.13	1.05	1.01	0.95	0.88
市销率(P/S)	0.88	0.71	0.62	0.58	0.55
EV/EBITDA	6.28	6.88	3.80	1.72	4.52

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	14.62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)	113,145.62
流通A股市值(百万元)	113,130.26
每股净资产(元)	10.55
资产负债率(%)	69.28
一年内最高/最低(元)	17.70/9.35

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: 贝格数据

相关报告

- 《招商蛇口-公司点评: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》2022-07-17
- 《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

图 1：公司营业总收入和同比增速



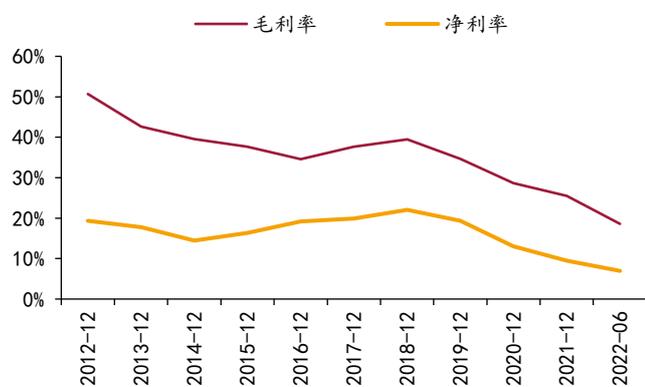
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润和同比增速



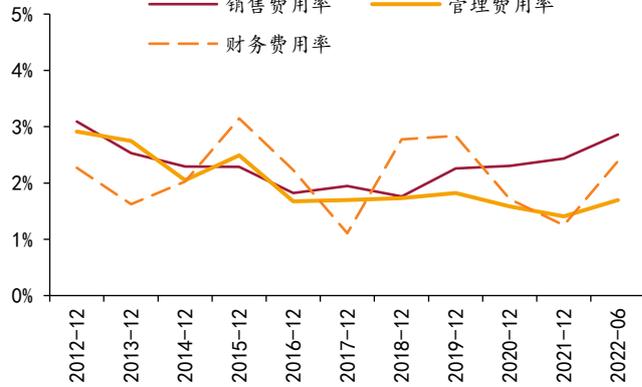
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率



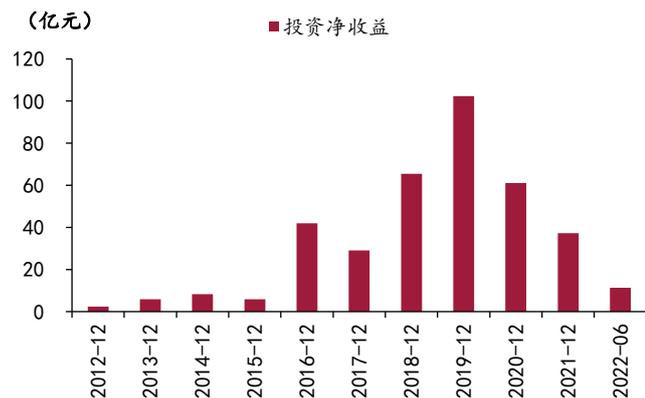
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：销售、管理、财务费用率



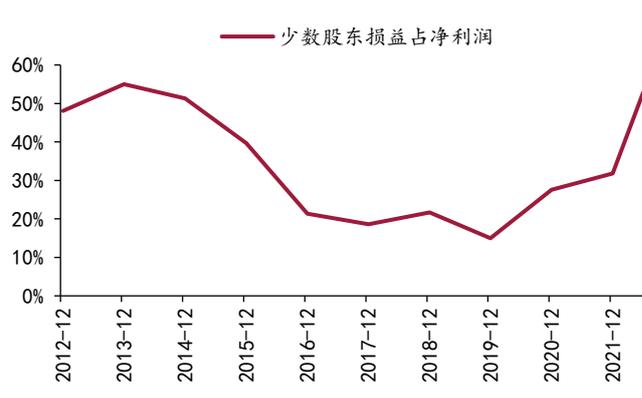
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司投资净收益



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司少数股东损益占净利润比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

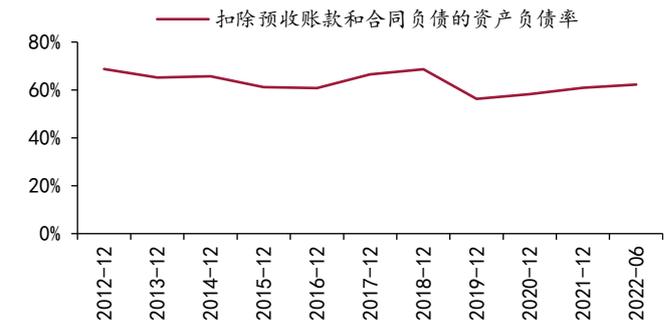
图 7：公司有息负债规模和同比增速

图 8：公司扣除预收账款的资产负债率



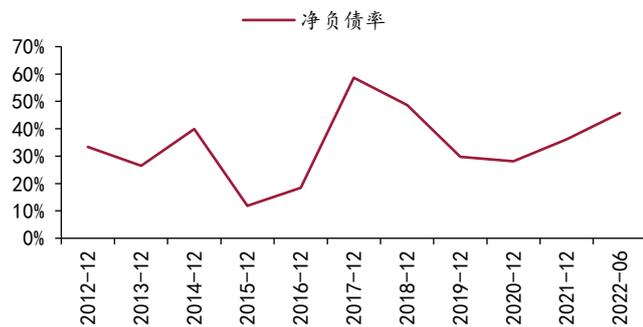
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 公司净负债率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 公司现金短债比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 公司估值走势-PE(TTM)、PB(LF)



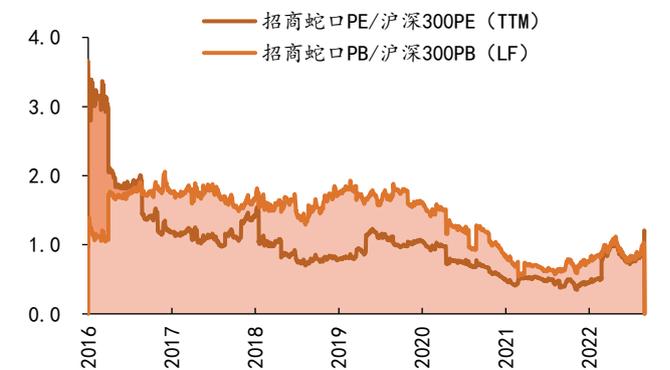
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 公司估值与恒生指数之比



注: 数据截至 2022 年 8 月 30 日

资料来源: Wind, 天风证券研究所



注: 数据截至 2022 年 8 月 30 日

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 可比公司估值情况

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
万科 A	1848.12	15.89	1.94	2.17	2.39	2.61	8.21	7.31	6.65	6.09
保利发展	2028.99	16.95	2.29	2.41	2.59	2.83	7.41	7.04	6.54	5.99
绿地控股	441.30	3.14	0.44	0.56	0.63	0.67	7.14	5.63	5.00	4.71
金地集团	524.14	11.61	2.08	2.19	2.37	2.54	5.57	5.30	4.90	4.57
行业平均							7.87	7.12	6.50	5.97

注: 数据截至 2022 年 8 月 30 日

资料来源: Wind, 天风证券研究所

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	198,381.94	289,645.80	191,748.65
应收票据及应收账款	2,790.08	3,298.74	2,388.75	3,424.67	2,388.75
预付账款	10,288.95	11,866.77	1,358.68	13,843.98	1,276.74
存货	360,792.59	417,636.48	438,127.76	406,464.62	394,044.43
其他	112,349.21	140,723.07	105,649.55	126,013.81	95,608.70
流动资产合计	575,526.50	653,058.08	745,906.69	839,392.89	685,067.28
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
非流动资产合计	161,630.84	203,145.27	201,595.73	200,046.20	198,496.67
资产总计	737,157.34	856,203.35	947,502.42	1,039,439.09	883,563.94
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	58,785.93	66,213.75	62,757.16
其他	179,821.22	217,830.99	454,695.51	522,349.45	352,265.22
流动负债合计	244,100.81	279,368.25	518,109.50	594,191.26	421,650.43
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
非流动负债合计	110,013.33	151,369.66	144,369.66	147,369.66	150,369.66
负债合计	483,800.19	579,448.16	662,479.16	741,560.92	572,020.09
少数股东权益	151,986.78	168,083.93	172,384.21	177,102.93	182,203.80
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	72,900.55	80,394.32	88,494.97
其他	17,060.84	20,488.20	17,810.89	18,453.31	18,917.47
股东权益合计	253,357.15	276,755.19	285,023.26	297,878.17	311,543.85
负债和股东权益总计	737,157.34	856,203.35	947,502.42	1,039,439.09	883,563.94

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	16,913.30	15,201.74	9,756.06	10,705.38	11,572.36
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	6,804.17	3,148.17	3,354.23
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	98,162.05	64,064.42	(125,903.83)
其它	(9,048.21)	(9,784.96)	6,079.62	6,751.64	7,301.10
经营活动现金流	27,622.01	25,977.01	116,468.24	81,516.81	(106,629.20)
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
投资活动现金流	(4,817.98)	(24,276.52)	6,816.08	5,486.73	5,279.92
债权融资	11,736.23	13,212.54	3,195.83	8,851.83	8,645.77
股权融资	(3,510.38)	(631.47)	(7,631.25)	(4,591.51)	(5,193.64)
其他	(16,120.08)	(23,742.47)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(7,894.22)	(11,161.39)	(4,435.42)	4,260.32	3,452.13
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	14,909.81	(9,460.90)	118,848.90	91,263.86	(97,897.15)

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
营业收入	129,620.82	160,643.41	182,812.20	197,437.18	209,283.41
营业成本	92,435.06	119,723.49	140,034.15	152,026.63	160,101.81
营业税金及附加	9,053.69	9,680.55	11,060.14	11,944.95	12,661.65
营业费用	2,985.60	3,914.24	4,454.41	4,810.76	5,099.41
管理费用	1,979.04	2,144.93	2,440.93	2,636.20	2,794.38
研发费用	71.42	115.80	109.69	138.21	146.50
财务费用	2,223.78	2,006.02	6,804.17	3,148.17	3,354.23
资产减值损失	(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
营业利润	24,079.54	22,753.18	21,345.57	24,670.39	26,708.54
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
利润总额	24,109.43	22,842.60	21,485.57	24,840.39	26,841.67
所得税	7,196.13	7,640.86	5,586.25	7,393.98	7,982.36
净利润	16,913.30	15,201.74	15,899.32	17,446.42	18,859.32
少数股东损益	4,660.44	4,829.48	6,143.26	6,741.03	7,286.96
归属于母公司净利润	12,252.86	10,372.25	9,756.06	10,705.38	11,572.36
每股收益(元)	1.58	1.34	1.26	1.38	1.50

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	32.71%	23.93%	13.80%	8.00%	6.00%
营业利润	-8.51%	-5.51%	-6.19%	15.58%	8.26%
归属于母公司净利润	-23.58%	-15.35%	-5.94%	9.73%	8.10%
获利能力					
毛利率	28.69%	25.47%	23.40%	23.00%	23.50%
净利率	9.45%	6.46%	5.34%	5.42%	5.53%
ROE	12.09%	9.54%	8.66%	8.86%	8.95%
ROIC	9.89%	8.05%	8.75%	14.28%	30.36%
偿债能力					
资产负债率	65.63%	67.68%	69.92%	71.34%	64.74%
净负债率	26.27%	33.08%	-6.07%	-32.42%	4.28%
流动比率	1.54	1.53	1.44	1.41	1.62
速动比率	0.57	0.55	0.59	0.73	0.69
营运能力					
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	0.43	0.47	0.52
总资产周转率	0.19	0.20	0.20	0.20	0.22
每股指标(元)					
每股收益	1.58	1.34	1.26	1.38	1.50
每股经营现金流	3.57	3.36	15.05	10.53	-13.78
每股净资产	13.10	14.04	14.55	15.61	16.71
估值比率					
市盈率	9.32	11.01	11.70	10.66	9.86
市净率	1.13	1.05	1.01	0.95	0.88
EV/EBITDA	6.28	6.88	3.80	1.72	4.52
EV/EBIT	6.55	7.24	4.06	1.84	4.81

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