

公司研究 | 点评报告 | 招商蛇口 (001979.SZ)

# 利润压力基本释放，销售投资质量提升 ——招商蛇口 2022 年中报点评

## 报告要点

公司利润表压力基本释放，全年双位数竣工目标指引下，收入增长有保障，毛利率筑底且投资收益高基数平稳过渡，业绩展望相对稳健；公司销售投资质量提升，信用优势持续巩固，持有业务稳健发展，存量优质资源价值和广义净费率处于行业领先，中长期综合竞争力正持续进阶。

## 分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001



宋子逸

SAC: S0490522080002



袁佳楠

SAC: S0490520070001



薛梦莹

SAC: S0490520120002

招商蛇口 (001979.SZ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

# 利润压力基本释放，销售投资质量提升

## ——招商蛇口 2022 年中报点评

### 事件描述

2022 年中报显示，公司实现营收 576 亿元 (+28.9%)，归母净利润 18.9 亿元 (-55.6%)，扣非后归母净利润 14.7 亿元 (-47.5%)。

### 事件评论

- 利润表压力基本释放，预计全年业绩相对稳健。** 2022 年上半年营收同比+28.9%，主要由于结转面积增长，归母净利润、扣非前后归母净利润分别同比-55.6%、-47.5%，盈利负增长主要受投资收益下降、毛利率下降、少数股东损益占比提升以及落实租金减免政策等因素影响：1) 投资收益减少 14.8 亿元 (-56.7%)，主要由于上年同期蛇口产业园 REIT 上市产生收益；2) 毛利率同比下降 7.2pct 至 18.6%，主要受结转结构影响；3) 少数股东损益占比提升至 52.9% (+25.9pct)，主要由于结转合作项目增多；4) 上半年公司落实租金减免政策，实际减免 3.7 亿元。公司 2022 年计划竣工面积+10.0% (计划/实际)，上半年竣工面积同比+17.2%，且预收对结算仍有一定保障，收入端有望保持双位数增长，而毛利率筑底后将逐步企稳，投资收益高基数平稳过渡，预计全年业绩仍可实现相对稳健。
- 销售质量有所提升，投资策略相对积极。** 公司 2022 年上半年实现销售金额 1188 亿元 (-32.9%)，排名保持行业第六，回款管理取得阶段性成效，销售并表回款率为 63.5% (较 2021 年全年水平+4.1pct)；市场承压背景下公司销售表现优于行业平均水平，可售货值的高流动性为公司销售表现提供坚实保障，7 月销售金额已实现同比转正。公司 2022 年上半年新增计容建面 420 万方 (-52.5%)，拿地金额 647 亿元 (-47.4%)，拿地面积/销售面积、拿地金额/销售金额分别为 86.1%、54.4%，土地市场供应规模大幅收缩背景下，公司投资力度保持相对积极，且投资质量有所提升，一二线城市占比超过 80%，以销定投资策略下公司在上海、北京等高能级城市投资力度明显提升，后续去化水平相对更有保障。
- 融资优势持续巩固，持有业务稳健发展。** 2022 年上半年末，公司三条红线维持“绿档”水平，公司短债占有息负债比例下降至 16.3%，已连续 7 个季度实现环比下降，负债结构持续优化；上半年平均融资成本为 4.1%，较 2021 年末下降 38bp，融资成本优势持续巩固。2022 年上半年公司实现租金收入 15.93 亿元，同比减少 4.6%，总体出租率 80%，剔除免租影响后租金收入同比增长约 18%，其中，持有业务主赛道集中商业稳步提升，截至上半年末处于运营期的主要集中商业项目增加至 29 个，已在上海、深圳等 16 个重点城市完成布局，上半年实现累计运营收入 5.9 亿元 (+31.9%，不考虑租金减免影响)。
- 投资建议：销售投资质量提升，中长期竞争力持续进阶。** 公司利润表压力基本释放，全年双位数竣工目标指引下，收入增长有保障，毛利率筑底且投资收益高基数平稳过渡，业绩展望相对稳健；公司销售投资质量提升，信用优势持续巩固，持有业务稳健发展，存量优质资源价值和广义净费率处于行业领先，中长期核心竞争力正持续进阶。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 101/106/116 亿元，分别同比-3%/+5%/+10%，市盈率分别为 11.1X/10.6X/9.6X，维持“买入”评级，估值部分反映存量资源价值，有一定合理性。

### 风险提示

- 1、行业基本面修复有不确定性；
- 2、核心资源开发进度有不确定性。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	14.50
总股本(万股)	773,910
流通A股/B股(万股)	773,805/0
资产负债率	69.28%
每股净资产(元)	10.55
市盈率(当前)	14.01
市净率(当前)	0.41
近12月最高/最低价(元)	17.70/9.35

注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《利润表压力充分释放，综合竞争力保持领先——招商蛇口 2022 年一季报点评》2022-04-28
- 《经营导向相对积极，业绩展望基本稳健——招商蛇口 2021 年年报点评》2022-03-23
- 《低基数下业绩高增，全年平稳修复可期——招商蛇口 2021 年三季报点评》2021-10-29



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>160643</b>	<b>184531</b>	<b>204257</b>	<b>221129</b>	货币资金	79533	119300	143159	164633
营业成本	119723	142384	157054	168810	交易性金融资产	95	95	95	95
<b>毛利</b>	<b>40920</b>	<b>42147</b>	<b>47204</b>	<b>52319</b>	应收账款	3279	3767	4170	4514
%营业收入	25%	23%	23%	24%	存货	417636	468112	486221	499493
营业税金及附加	9681	9227	10213	11056	预付账款	11867	14981	16046	17504
%营业收入	6%	5%	5%	5%	其他流动资产	140647	158430	173114	185674
销售费用	3914	4429	5311	5749	<b>流动资产合计</b>	<b>653058</b>	<b>764685</b>	<b>822805</b>	<b>871913</b>
%营业收入	2%	2%	3%	3%	长期股权投资	61561	66561	71561	76561
管理费用	2145	2768	3268	3759	投资性房地产	109067	111726	114962	117740
%营业收入	1%	2%	2%	2%	固定资产合计	9234	10937	13890	16464
研发费用	116	148	184	221	无形资产	1379	2200	3013	3830
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	358	358	358	358
财务费用	2006	3131	3381	3433	递延所得税资产	15732	15732	15732	15732
%营业收入	1%	2%	2%	2%	其他非流动资产	5814	5804	5809	5807
加: 资产减值损失	-3391	-4156	-4641	-5205	<b>资产总计</b>	<b>856203</b>	<b>978003</b>	<b>1048131</b>	<b>1108405</b>
信用减值损失	-1058	0	0	0	短期贷款	3628	437	2968	3013
公允价值变动收益	157	93	93	93	应付款项	57814	68756	75840	81517
投资收益	3728	2307	1430	885	预收账款	128	147	163	176
<b>营业利润</b>	<b>22753</b>	<b>21242</b>	<b>22343</b>	<b>24536</b>	应付职工薪酬	2315	2754	3037	3265
%营业收入	14%	12%	11%	11%	应交税费	13520	15530	17190	18610
营业外收支	89	0	0	0	其他流动负债	350674	413779	448263	475900
<b>利润总额</b>	<b>22843</b>	<b>21242</b>	<b>22343</b>	<b>24536</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>428079</b>	<b>501403</b>	<b>547462</b>	<b>582481</b>
%营业收入	14%	12%	11%	11%	长期借款	107780	137780	142780	147780
所得税费用	7641	5735	6033	6625	应付债券	26105	33105	40105	47105
净利润	15202	15507	16310	17911	递延所得税负债	1647	1647	1647	1647
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>10372</b>	<b>10079</b>	<b>10602</b>	<b>11642</b>	其他非流动负债	15839	15839	15839	15839
少数股东损益	4829	5427	5709	6269	<b>负债合计</b>	<b>579448</b>	<b>689772</b>	<b>747831</b>	<b>794851</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.34</b>	<b>1.30</b>	<b>1.37</b>	<b>1.50</b>	归属于母公司所有者权益	108671	114719	121080	128065
					少数股东权益	168084	173511	179220	185489
					<b>股东权益</b>	<b>276755</b>	<b>288230</b>	<b>300300</b>	<b>313554</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>856203</b>	<b>978003</b>	<b>1048131</b>	<b>1108405</b>
					<b>基本指标</b>				
						2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>25977</b>	<b>25059</b>	<b>31508</b>	<b>32574</b>	每股收益	1.34	1.30	1.37	1.50
取得投资收益收回现金	201	2307	1430	885	每股经营现金流	3.36	3.24	4.07	4.21
长期股权投资	-21436	-5000	-5000	-5000	市盈率	9.95	11.13	10.58	9.64
资本性支出	-5674	-2857	-4107	-3727	市净率	0.95	0.98	0.93	0.88
其他	2633	-4897	-4912	-4904	EV/EBITDA	7.32	7.12	6.32	5.35
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-24277</b>	<b>-10447</b>	<b>-12590</b>	<b>-12747</b>	总资产收益率	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
债券融资	0	7000	7000	7000	净资产收益率	9.5%	8.8%	8.8%	9.1%
股权融资	27016	-184	0	0	净利率	6.5%	5.5%	5.2%	5.3%
银行贷款增加 (减少)	116568	26809	7531	5045	资产负债率	67.7%	70.5%	71.3%	71.7%
筹资成本	-15899	-8654	-9590	-10398	总资产周转率	0.19	0.19	0.19	0.20
其他	-138847	184	0	0					
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-11161</b>	<b>25155</b>	<b>4941</b>	<b>1647</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-9612</b>	<b>39767</b>	<b>23860</b>	<b>21474</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市江宁区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。