

## 招商蛇口

001979

买入 (维持)

招商蛇口 2022 半年报点评：  
拿地保持积极，债务结构稳固

2022 年 8 月 31 日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-30
收盘价(元)	14.75
总股本(百万股)	7739
流通股本(百万股)	7738
总市值(百万元)	114152
流通市值(百万元)	114136
净资产(百万元)	98280
总资产(百万元)	880379
每股净资产(元)	10.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《招商蛇口 2022 年一季度报点评: 业绩有所下滑, 融资优势明显, 受益供给侧改革》2022-04-28

《招商蛇口 2021 年报点评: 业绩有所下滑, 拿地积极, 受益供给侧改革》2022-03-22

分析师:

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

研究助理:

宋词

songci@xyzq.com.cn

洪波

hongbo@xyzq.com.cn

王沁雯

wangqinwen@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	160643	183626	197587	209466
同比增长	23.9%	14.3%	7.6%	6.0%
归母净利润(百万元)	10372	11082	12125	13516
同比增长	-15.3%	6.8%	9.4%	11.5%
毛利率	25.5%	25.4%	26.5%	28.0%
净利率	9.5%	9.5%	9.4%	9.9%
净资产收益率	9.5%	10.1%	10.3%	10.7%
每股收益(元)	1.31	1.43	1.57	1.75
每股经营现金流(元)	3.36	3.01	3.30	3.53

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

**事件:** 2022 年 8 月 30 日, 招商蛇口发布 2022 年半年度报告。2022 年上半年, 公司实现营业收入 575.63 亿元, 同比增长 28.90%; 实现归母净利润 18.87 亿元, 同比下降-55.61%; 实现基本每股收益为 0.16 元, 同比下降-65.96%; 实现加权平均净资产收益率 1.47%, 同比降低了 2.96 个百分点。

## 点评:

**公司营收实现增长, 毛利率及投资收益下滑影响业绩。**2022 年上半年, 公司实现营业收入 575.63 亿元, 同比增长 28.90%; 实现归母净利润 18.87 亿元, 同比下降 55.61%; 实现基本每股收益为 0.16 元, 同比下降-65.96%; 实现加权平均净资产收益率 1.47%, 同比降低了 2.96 个百分点。归母净利润有所下滑主要有两个原因: 1) 地产行业基本面下行毛利率有所下降, 2022 年上半年, 综合毛利润率为 18.59%, 同比下降 27.95 个百分点。2) 子公司股权处置收益同比减少。上年同期因发行公募 REITs, 产生投资收益 14.58 亿元。

**销售排名提升, 优于其他房企。**2022 年上半年, 公司在克而瑞百强销售榜单排名第六, 较 21 年提升 1 名。公司实现签约销售金额 1,188.27 亿元, 同比增长减少 32.86%; 实现签约销售面积 487.51 万平方米, 同比减少 36.71%。

**拿地积极, 补充优质土储。**上半年获取新项目 27 个, 拿地金额占销售金额的比重为 52.44%; 重仓一二线城市优质土地, 一二线城市拿地金额占比达 80.0%。

**出租性物业租金受减免影响微降。**公司拥有的可出租物业总可出租面积 489.41 万平方米, 出租收入 15.93 亿元, 同比减少 4.61%, 主要是受国家相关房租减免政策的要求, 对符合条件的商户进行租金减免。

**三条红线达标。**截至 2022 年 6 月 30 日, 公司现金短债比为 1.48, 净负债率为 48.96%, 剔除预收账款的资产负债率为 62.38%。

**整体债务结构稳固、风险可控。**报告期内, 公司全面落实降本增效举措, 严控资金成本, 加大公开市场融资力度进行债务结构调整, 紧抓 LPR 下行的市场窗口, 充分发挥公司信用优势进行高息债务置换, 降本成效显著。上半年综合资金成本 4.1%, 较年初降低 38BP。

**投资建议:** 公司开发与运营并举, 融资优势明显, 在一二线核心区域有大量优质土地储备。受益行业供给侧改革, 中长期看好公司投资价值。根据年报, 我们维持公司 22-23 年 EPS 为 1.43 和 1.57 元, 以 8 月 30 日收盘价计算, PE 分别为 10.3 倍和 9.4 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 地产销售不及预期, 货币政策收紧, 地产政策调控。

## 报告正文

## 事件

8月30日,招商蛇口发布2022年半年度报告。2022年上半年,公司实现营业收入575.63亿元,同比增长28.90%;实现归母净利润18.87亿元,同比下降-55.61%;实现基本每股收益为0.16元,同比下降-65.96%;实现加权平均净资产收益率1.47%,同比降低了2.96个百分点。

## 点评

## 1.毛利率及投资收益下降,导致业绩有所下滑

公司营收实现增长,毛利率及投资收益下滑影响业绩。2022年上半年,公司实现营业收入575.63亿元,同比增长28.90%;实现归母净利润18.87亿元,同比下降55.61%;实现基本每股收益为0.16元,同比下降-65.96%;实现加权平均净资产收益率1.47%,同比降低了2.96个百分点。归母净利润有所下滑主要有两个原因:1)地产行业基本面下行毛利率有所下降,2022年上半年,综合毛利润率为18.59%,同比下降27.95个百分点。2)子公司股权处置收益同比减少。上年同期因发行公募REITs,产生投资收益14.58亿元。

社区开发与运营业务增长迅速。营收结构中,来自园区开发与运营收入为82.64亿元,同比减少34.62%,占比14.35%;来自社区开发与运营收入为492.14亿元,同比增长54.07%,占比85.50%;邮轮产业建设与运营收入为0.85亿元,同比增长11.77%,占比0.15%。

图1、2022年上半年营业收入同比增长28.90%

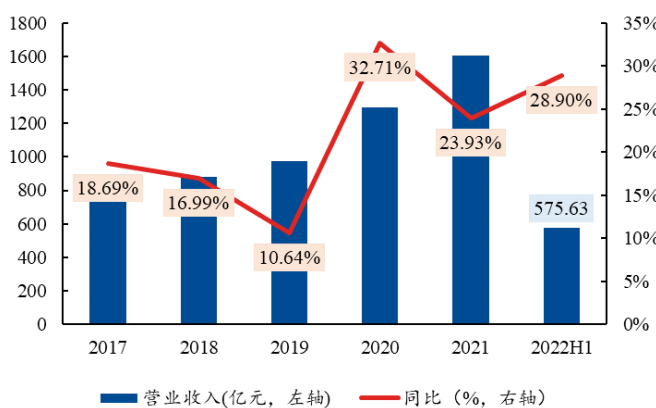
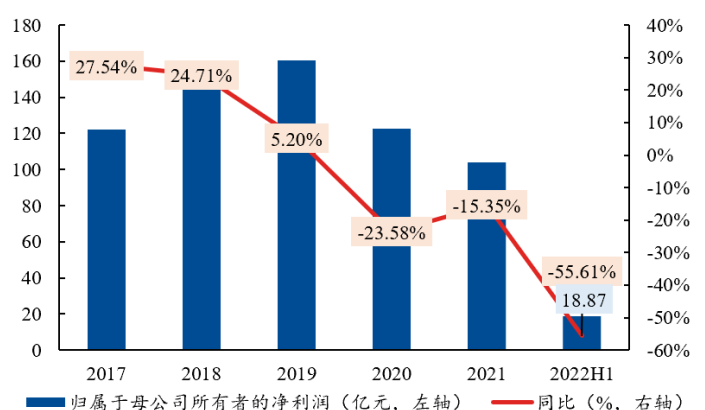


图2、2022年上半年归母净利润同比下降55.61%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2022 年上半年综合毛利率为 18.59%

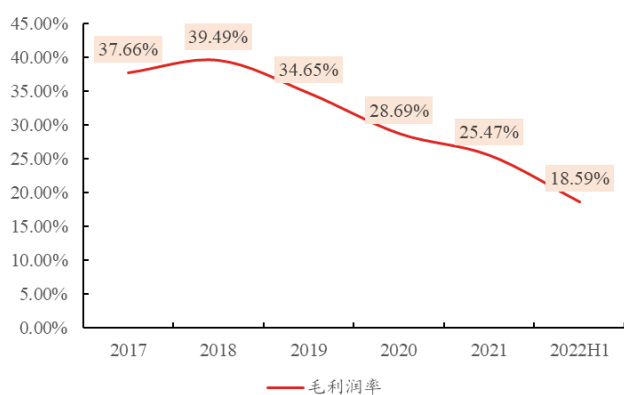
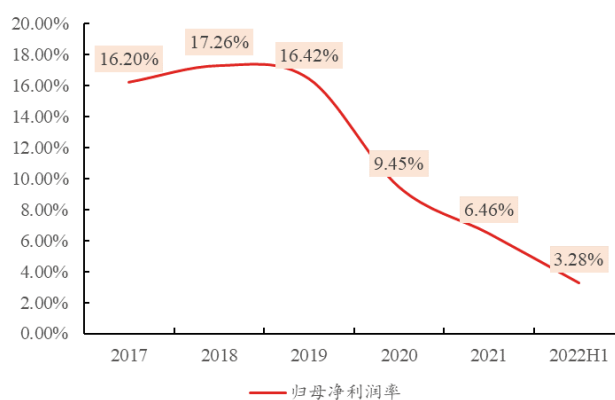


图 4、2022 年上半年归母净利率为 3.28%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2 销售排名提升，拿地保持积极

销售排名提升，优于其他房企。2022 年上半年，公司在克而瑞百强销售榜单排名第六，较 21 年提升 1 名。公司实现签约销售金额 1,188.27 亿元，同比增长减少 32.86%；实现签约销售面积 487.51 万平方米，同比减少 36.71%。

图 5、销售面积同比减少 36.71%

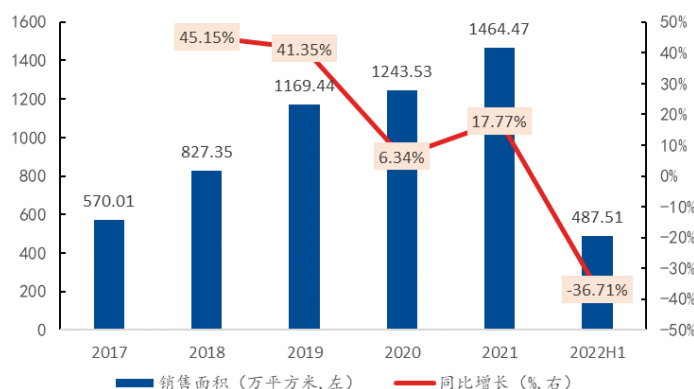
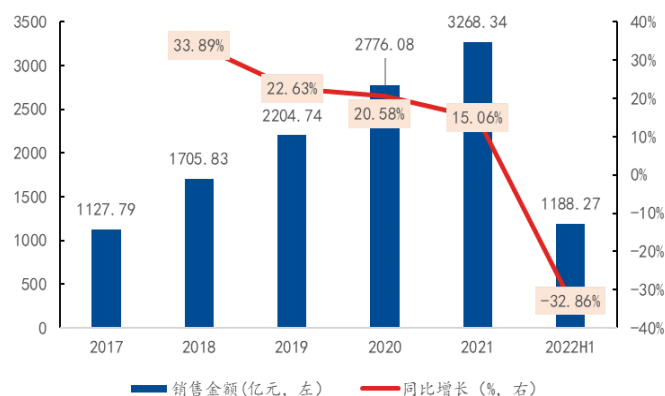


图 6、销售金额同比减少 32.86%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

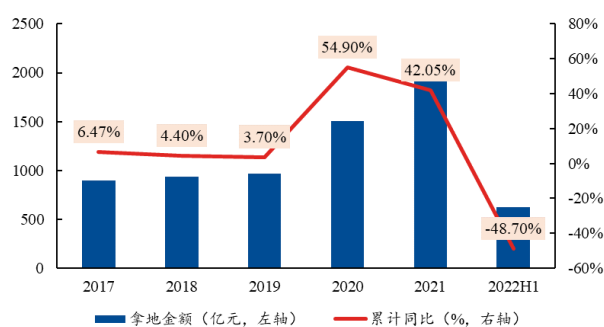
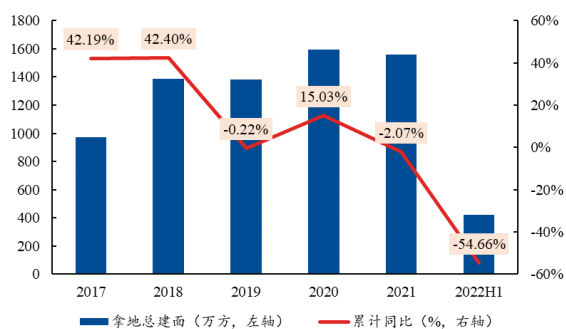
资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

拿地积极，补充优质土储。公司抓住土地利润率较高的窗口期积极拿地，补充优质土储。上半年累计拿地力度为 52.44%，共获取新项目 27 个，总规划建筑面积

419.87 万平方米, 同比减少 54.66%; 拿地总金额 623.11 亿元, 同比减少 48.7%; 新增项目平均地价为 15554.78 元/平方米, 同比增加 13.15%。新增拿地权益比例按金额算为 60.15%, 按面积计算为 54.55%。拿地集中于一、二线城市, 土地质量优。拿地金额占比来看, 一线城市拿地 42.5%, 二线城市拿地 37.5%, 合计达 80.0%, 三四线城市拿地 18.5%, 海外拿地占比 1.5%。分城市来看, 拿地金额上海占比 26.22%、北京占比 16.25%、合肥占比 8.98%、长沙占比 7.19%。

图 7、2022 年上半年新增拿地建面同比减少 54.66%

图 8、2022 年上半年新增拿地金额同比减少 48.70%

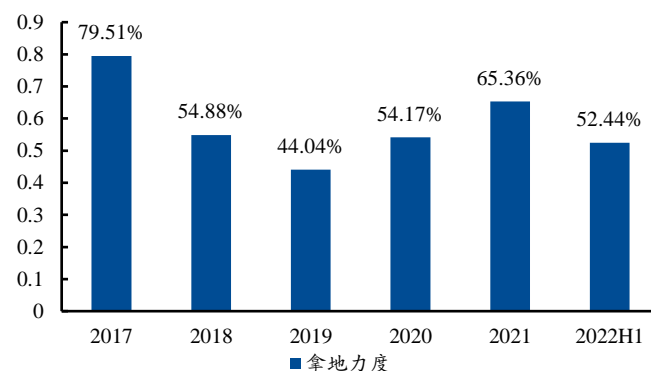
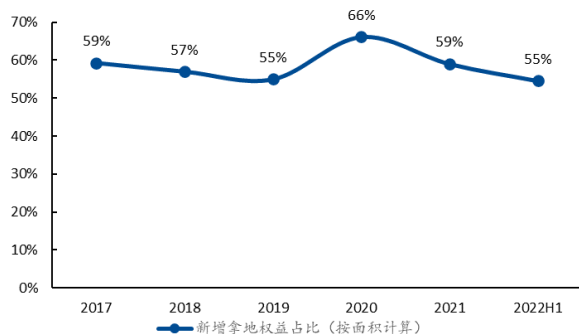


资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2022 年上半年新增拿地权益比例为 54.55% (按面积计算)

图 10、拿地积极, 拿地力度为 52.44%



资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. 持有物业：聚焦优势赛道，轻重结合

土地出租保持高出租率，出租性物业租金受减免影响微降。公司拥有可出租土地面积 145.07 万平方米，出租率 98%，报告期出租收入 0.67 亿元。出租性物业租金微降，因为租金减免，公司拥有的可出租物业总可出租面积 489.41 万平方米，出租收入 15.93 亿元，同比减少 4.61%，主要是受国家相关房租减免政策的要求，对符合条件的商户进行租金减免。包含公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态。公司在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 2,485 套，酒店收入 1.80 亿元。

### 4. 持续优化债务结构，多渠道融资降低成本

三条红线达标。截至 2022 年 6 月 30 日，公司现金短债比为 1.48，净负债率为 48.96%，剔除预收账款的资产负债率为 62.38%。

整体债务结构稳固、风险可控。报告期内，公司全面落实降本增效举措，严控资金成本，加大公开市场融资力度进行债务结构调整，紧抓 LPR 下行的市场窗口，充分发挥公司信用优势进行高息债务置换，降本成效显著。上半年综合资金成本 4.1%，较年初降低 38BP。

图 11、净负债率为 48.96%

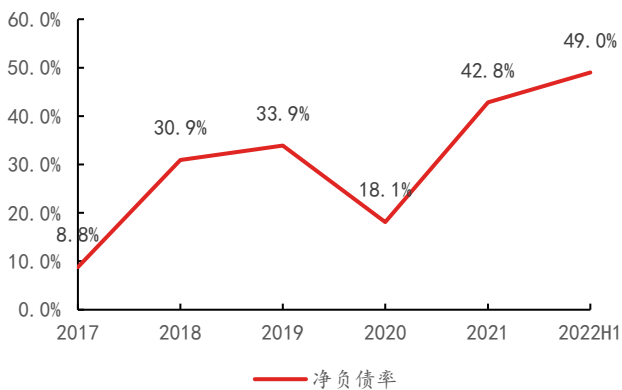
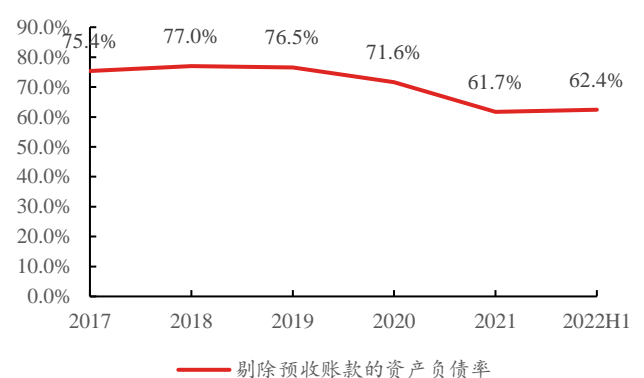


图 12、剔除预收账款的资产负债率为 62.38%



资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**公司开发与运营并举，融资优势明显，在一二线核心区域有大量优质土地储备。受益行业供给侧改革，中长期看好公司投资价值。根据年报，我们维持公司 22-23 年 EPS 为 1.43 和 1.57 元，以 8 月 30 日收盘价计算，PE 分别为 10.3 倍和 9.4 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产销售不及预期，货币政策收紧，地产政策调控。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	653058	732789	781021	836637	<b>营业收入</b>	160643	183626	197587	209466
货币资金	79533	132460	167812	212851	营业成本	119723	136974	145294	150727
交易性金融资产	95	64	74	71	税金及附加	9681	12691	13097	13871
应收票据及应收账款	3299	3834	4108	4358	销售费用	3914	4393	4756	5031
预付款项	11867	10808	12508	14147	管理费用	2145	2569	2722	2901
存货	417636	429973	430037	430016	研发费用	116	101	106	104
其他	140628	155651	166482	175195	财务费用	2006	2098	4679	6686
<b>非流动资产</b>	203145	189941	191939	188827	其他收益	252	235	241	239
长期股权投资	61561	54415	56797	56003	投资收益	3728	4521	4257	4345
固定资产	9234	7212	5012	2734	公允价值变动收益	157	9	11	16
在建工程	465	233	116	58	信用减值损失	-1058	-373	-471	-609
无形资产	1379	1859	2429	2969	资产减值损失	-3391	-3117	-3209	-3178
商誉	358	358	358	358	资产处置收益	7	3	4	3
长期待摊费用	1116	1064	1014	963	<b>营业利润</b>	22753	26079	27766	30961
其他	129033	124801	126212	125742	营业外收入	204	186	192	190
<b>资产总计</b>	856203	922730	972960	1025464	营业外支出	115	116	116	116
<b>流动负债</b>	428079	466710	480417	494788	<b>利润总额</b>	22843	26148	27842	31035
短期借款	3628	8324	6759	7281	所得税	7641	8747	9313	10381
应付票据及应付账款	57,909	67,160	70,923	73,683	净利润	15202	17402	18529	20654
其他	366541	391225	402734	413825	少数股东损益	4829	6320	6404	7138
<b>非流动负债</b>	151370	172133	194158	216349	<b>归属母公司净利润</b>	10372	11082	12125	13516
长期借款	107780	126970	148067	170023	<b>EPS(元)</b>	1.31	1.43	1.57	1.75
其他	43590	45163	46091	46326					
<b>负债合计</b>	579448	638844	674574	711137	<b>主要财务比率</b>				
股本	7923	7739	7739	7739	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	14189	10373	10373	10373	<b>成长性</b>				
未分配利润	61879	68681	76373	85038	营业收入增长率	23.9%	14.3%	7.6%	6.0%
少数股东权益	168084	174404	180808	187946	营业利润增长率	-5.5%	14.6%	6.5%	11.5%
<b>股东权益合计</b>	276755	283886	298386	314327	归母净利润增长率	-15.3%	6.8%	9.4%	11.5%
<b>负债及权益合计</b>	856203	922730	972960	1025464	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	25.5%	25.4%	26.5%	28.0%
					净利率	9.5%	9.5%	9.4%	9.9%
					ROE	9.5%	10.1%	10.3%	10.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	67.7%	69.2%	69.3%	69.3%
					流动比率	1.53	1.57	1.63	1.69
					速动比率	0.55	0.65	0.73	0.82
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	20.1%	20.6%	20.8%	21.0%
					应收账款周转率	5211.7%	5063.5%	4905.9%	4875.8%
					存货周转率	30.4%	31.9%	33.4%	34.6%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	1.31	1.43	1.57	1.75
					每股经营现金	3.36	3.01	3.30	3.53
					每股净资产	14.04	14.15	15.19	16.33
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	11.3	10.3	9.4	8.4
					PB	1.1	1.0	1.0	0.9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	10372	11082	12125	13516
折旧和摊销	1919	2509	2553	2574
资产减值准备	3391	826	-201	116
资产处置损失	-7	-3	-4	-3
公允价值变动损失	-157	-9	-11	-16
财务费用	2872	2098	4679	6686
投资损失	-3728	-4521	-4257	-4345
少数股东损益	4829	6320	6404	7138
营运资金的变动	7305	12275	1866	2379
<b>经营活动产生现金流量</b>	25977	23278	25503	27313
<b>投资活动产生现金流量</b>	-24277	13842	215	4679
<b>融资活动产生现金流量</b>	-11161	15806	9635	13046
现金净变动	-9612	52927	35352	45039
现金的期初余额	88995	79533	132460	167812
现金的期末余额	79383	132460	167812	212851

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn