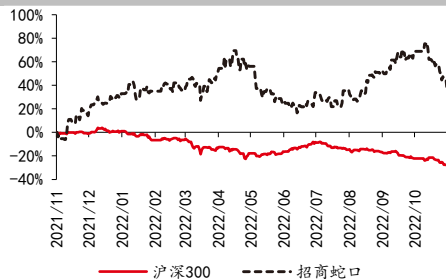


公司投资评级

推荐|维持

相对指数表现



资料来源：中邮证券研究所

基本数据 (2022.10.31)

总市值 (百万元)	101,459.58
流通市值 (百万元)	101,459.58
52周最高/最低 (元)	17.43/9.01
52周最高/最低 PE (倍)	16.51/4.55
52周最高/最低 PB (倍)	1.62/0.92
52周涨幅 (%)	30.41
52周换手率 (%)	141.53

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

招商蛇口 (001979.SZ):
业绩短期承压，投资聚焦核心城市

● 事件

招商蛇口(001979)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 894.84 亿元，同比增长 9.45%，归母净利润 29.57 亿元，同比下降 53.44%；归母净利润率 3.30%，同比下降 4.46 个百分点，EPS 0.27 元。其中第三季度单季实现营业收入 319.22 亿元，同比减少 13.96%，归母净利润 10.70 亿元，同比下降 49.04%；归母净利润率 3.35%，同比下降 2.31 个百分点。

● 核心观点

业绩同比下降，主要受少数股东损益占比上升、毛利率下行和投资收益下降影响。公司前三季度归母净利润同比下降 53.44%，业绩同比下降主要受以下因素影响：1) 少数股东损益占比由去年同期的 27.20% 上升至 53.40%，2) 公司毛利率由去年同期的 21.93% 下降至 18.74%，3) 投资收益从去年同期的 30.68 亿元下降至 12.71 亿元。公司业绩的正向拉动因素主要包括营业收入上升、公允价值变动损益上升等。

销售跑赢行业，排名持续提升。受行业下行影响，公司前三季度销售同比下降，实现销售金额 2016.2 亿元，同比下降 16.4%。2022 年 1-9 月全行业商品住宅销售额和销售面积分别同比下降 28.6% 和 25.7%。公司销售降幅低于行业水平，公司全口径销售额排名上升一位，从去年的第 7 名上升至第 6 名。

拿地保持高强度，投资聚焦核心城市。今年 1-9 月，公司拿地力度保持较高水平，拿地强度为 51.26% (去年同期为 63.80%)。今年以来，公司拿地聚焦于上海、深圳等一线城市以及杭州、苏州等长三角重点城市，新增土地 43 宗 (去年同期为 80 宗)，拿地金额共计 1033.5 亿元，计容建面共计 593.02 万平方米。

财务健康度高，现金流管控良好。公司前三季度三道红线指标维持绿档，剔除预收账款后的资产负债率为 62.38%，净负债率 48.96%，现金短债比 1.48。公司加强现金流管控，通过管控投资、加强回款，前三季度经营性净现金流实现净流入。

多渠道融资，融资渠道通畅。1-9 月，公司不断拓宽融资渠道，提高公司资金使用效率：发行 71.7 亿超短期融资债券、108.0 亿元的

公司债、60.0 亿元的中期票据、76.7 亿交易商协会 ABN、21.1 亿证监会主管 ABS。

● 投资建议

公司信用优势突出，拿地聚焦核心城市，深圳土储丰厚，未来发展具备支撑，维持“推荐”评级。综合考虑行业容量调整、公司今年业绩结算等因素，我们下调公司盈利预测至 2022-2024 年营业收入 1677.44 亿元、1845.08 亿元、2029.48 亿元，归母净利润 83.43 亿元、98.59 亿元、106.46 亿元，EPS 1.08 元、1.27 元、1.38 元，对应 PE 为 12.16 倍、10.29 倍、9.53 倍。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利 (元)	1.31	1.08	1.27	1.38
净利润增长率	-15.35%	-19.56%	18.17%	7.98%
市盈率 (倍)	10.01	12.16	10.29	9.53
EV/EBITDA (倍)	7.99	6.03	6.08	5.62
EV/销售收入 (倍)	1.22	0.86	0.88	0.83
PE/G (倍)	—	—	0.57	1.19
市净率 (倍)	0.96	0.91	0.82	0.73

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 31 日收盘价

● 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

目录

1.事件	5
2.核心观点	5
3.投资建议	9
4.风险提示	9

图表目录

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 9.45%.....	5
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 53.44%.....	5
图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 18.74%，三费率为 6.69%.....	6
图表 4 公司 2022 前三季度少数股东损益占比同比提升.....	6
图表 5 公司 2022 前三季度投资净收益为 12.71 亿元.....	6
图表 6 公司 2022 前三季度实际所得税税率为 28.47%.....	6
图表 7 2020 年以来公司销售额排名持续上升（克而瑞全口径）.....	7
图表 8 公司 2022 年前三季度拿地情况与去年同期对比.....	7
图表 9 公司 2022 年前三季度经营活动净现金流为正.....	8
图表 10 公司 2022 第三季度末剔除预资产负债率为 62.38%.....	8
图表 11 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.48.....	8
图表 12 公司 2022 第三季度末净负债率为 48.96%.....	8
图表 13 公司 2022 年以来发行债券情况.....	8

1. 事件

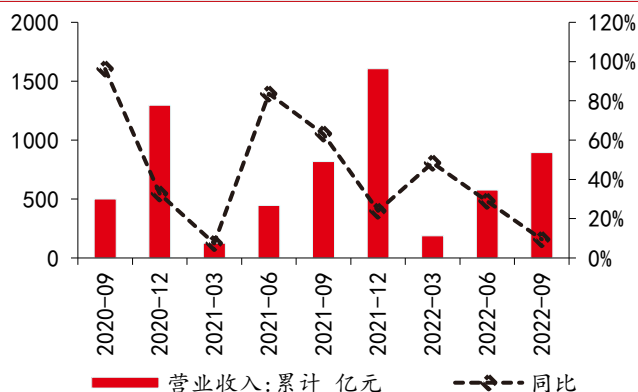
招商蛇口(001979)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 894.84 亿元，同比增长 9.45%，归母净利润 29.57 亿元，同比下降 53.44%；归母净利率 3.30%，同比下降 4.46 个百分点，EPS 0.27 元。其中第三季度单季实现营业收入 319.22 亿元，同比减少 13.96%，归母净利润 10.70 亿元，同比下降 49.04%；归母净利率 3.35%，同比下降 2.31 个百分点。

2. 核心观点

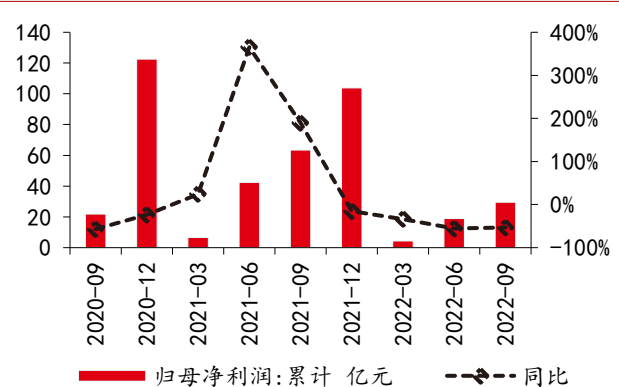
业绩同比下降，主要受少数股东损益占比上升、毛利率下行和投资收益下降影响。公司前三季度归母净利润同比下降 53.44%，业绩同比下降主要受以下因素影响：1) 少数股东损益占比由去年同期的 27.20% 上升至 53.40%，2) 公司毛利率由去年同期的 21.93% 下降至 18.74%，3) 投资收益从去年同期的 30.68 亿元下降至 12.71 亿元。公司业绩的正向拉动因素主要包括营业收入上升、公允价值变动损益上升等。

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 9.45%

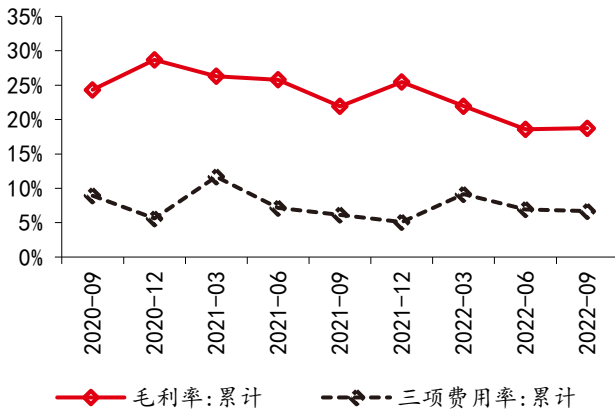


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

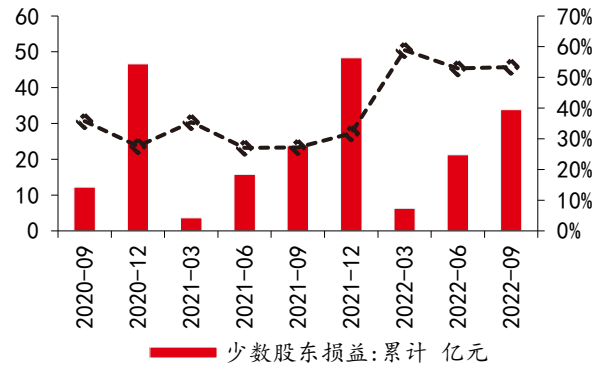
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比下降 53.44%



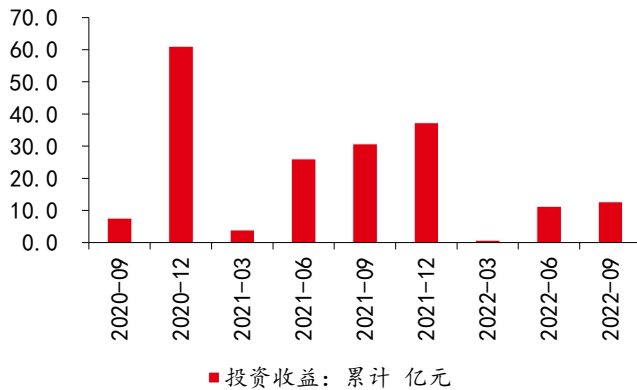
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 18.74%，三费率为 6.69%


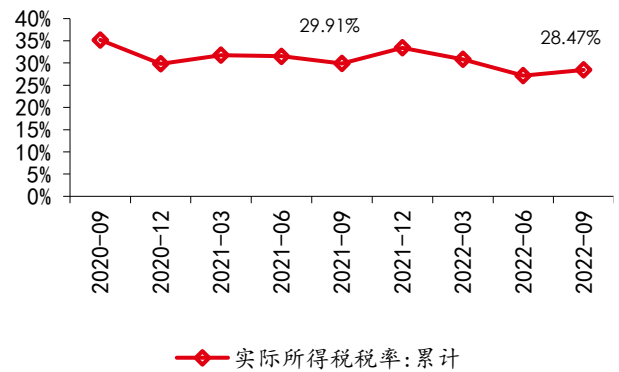
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2022 前三季度少数股东损益占比同比提升


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 前三季度投资净收益为 12.71 亿元


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 6 公司 2022 前三季度实际所得税税率为 28.47%


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

销售跑赢行业，排名持续提升。受行业下行影响，公司前三季度销售同比下降，实现销售金额 2016.2 亿元，同比下降 16.4%。2022 年 1-9 月全行业商品住宅销售额和销售面积分别同比下降 28.6% 和 25.7%。公司销售降幅低于行业水平，公司全口径销售额排名上升一位，从去年的第 7 名上升至第 6 名。

图表 7 2020 年以来公司销售额排名持续上升（克而瑞全口径）

销售额排名	2020 年全年	2021 年前三季度	2021 年全年	2022 年前三季度
1	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	中国恒大	万科地产	万科地产	保利发展
3	万科地产	融创中国	融创中国	万科地产
4	融创中国	中国恒大	保利发展	中海地产
5	保利发展	保利发展	中国恒大	华润置地
6	中海地产	中海地产	中海地产	招商蛇口
7	绿地控股	招商蛇口	招商蛇口	金地集团
8	世茂集团	绿地控股	华润置地	龙湖集团
9	华润置地	华润置地	绿地控股	绿城中国
10	招商蛇口	金地集团	龙湖集团	融创中国

数据来源：克而瑞，中邮证券研究所整理

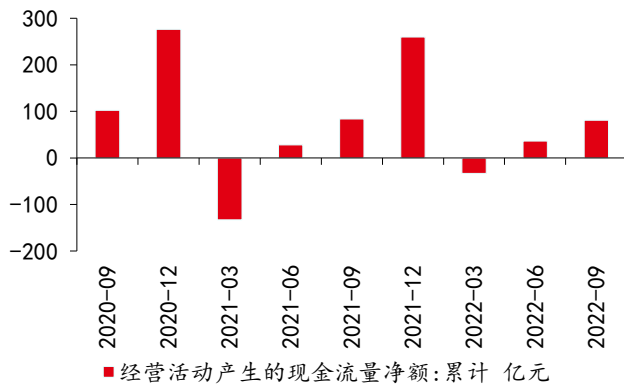
拿地保持高强度，投资聚焦一线城市。今年 1-9 月，公司拿地力度保持较高水平，拿地强度为 51.26%（去年同期为 63.80%）。今年以来，公司拿地聚焦于上海、深圳等一线城市以及杭州、苏州等长三角重点城市，新增土地 43 宗（去年同期为 80 宗），拿地金额共计 1033.5 亿元，计容建面共计 593.02 万平方米。

图表 8 公司 2022 年前三季度拿地情况与去年同期对比

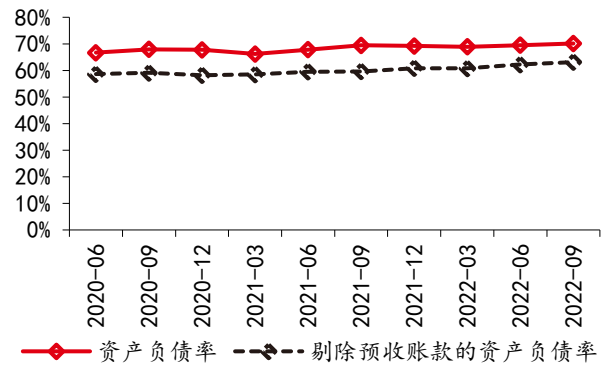
拿地情况	2021 年前三季度	2022 年前三季度	同比
项目数量	80 宗	43 宗	减少 37 宗
计容建面	1041.29 万平方米	593.02 万平方米	下降 43.05%
拿地金额	1539.2 亿元	1033.5 亿元	下降 32.86%
拿地强度：拿地金额/销售金额	63.80%	51.26%	下降 12.54 个百分点
拿地均价	14781.67 元/平方米	17427.74 元/平方米	上升 17.90%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

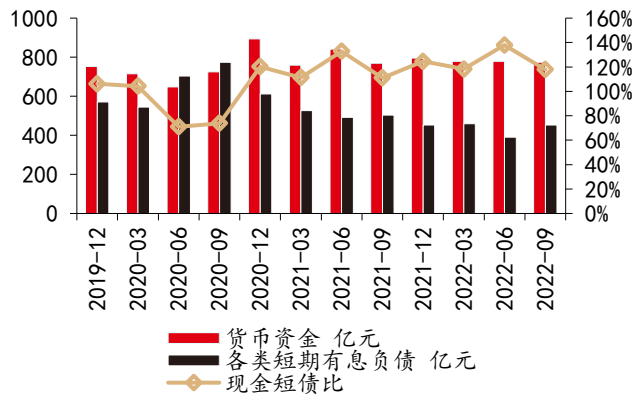
财务健康度高，现金流管控良好。公司前三季度三道红线指标维持绿档，剔除预收账款后的资产负债率为 62.38%，净负债率 48.96%，现金短债比 1.48。公司加强现金流管控，通过管控投资、加强回款，前三季度经营性净现金流实现净流入。

图表 9 公司 2022 年前三季度经营活动净现金流为正


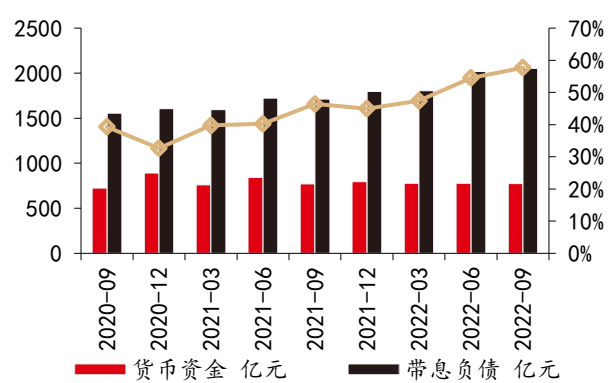
数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 10 公司 2022 第三季度末剔除预收账款资产负债率为 62.38%


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 11 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.48


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 12 公司 2022 第三季度末净负债率为 48.96%


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

多渠道融资, 融资渠道通畅。1-9 月, 公司不断拓宽融资渠道, 提高公司资金使用效率: 发行 71.7 亿超短期融资债券、108.0 亿元的公司债、60.0 亿元的中期票据、76.7 亿交易商协会 ABN、21.1 亿证监会主管 ABS。

图表 13 公司 2022 年以来发行债券情况

证券代码	证券简称	发行日期	发行金额 亿元	币种	期限 年	票面利率 %	证券类别
148108.SZ	22 蛇口 06	2022/10/26	10	CNY	5	3%	一般公司债
148107.SZ	22 蛇口 05	2022/10/26	40	CNY	3	3%	一般公司债
012283503.IB	22 招商蛇口 SCP006	2022/10/11	12.9	CNY	0.49	2%	超短期融资债券
012283500.IB	22 招商蛇口 SCP005	2022/10/11	10	CNY	0.49	2%	超短期融资债券
102282195.IB	22 招商蛇口 MTN003B	2022/9/27	10	CNY	5	3%	一般中期票据
102282194.IB	22 招商蛇口 MTN003A	2022/9/27	20	CNY	3	3%	一般中期票据
082280742.IB	22 前海招泰 ABN001 优先	2022/8/18	6.351	CNY			交易商协会 ABN
082280743.IB	22 前海招泰 ABN001 次	2022/8/18	6.351	CNY			交易商协会 ABN
135369.SZ	起航 10 优	2022/7/12	7.25	CNY			证监会主管 ABS
012282441.IB	22 招商蛇口 SCP004	2022/7/11	13	CNY	0.49	2%	超短期融资债券

012282346. IB	22 招商蛇口 SCP003	2022/6/30	12.9	CNY	0.41	2%	超短期融资债券
149957. SZ	22 蛇口 04	2022/6/20	10	CNY	5	3%	一般公司债
149956. SZ	22 蛇口 03	2022/6/20	8	CNY	3	3%	一般公司债
135256. SZ	起航 09 优	2022/6/17	5.54	CNY			证监会主管 ABS
149938. SZ	22 蛇口 02	2022/6/2	40	CNY	5	4%	一般公司债
135168. SZ	起航 08 优	2022/5/24	3.38	CNY			证监会主管 ABS
012281566. IB	22 招商蛇口 SCP002	2022/4/21	10	CNY	0.49	2%	超短期融资债券
012281064. IB	22 招商蛇口 SCP001	2022/3/16	12.9	CNY	0.25	2%	超短期融资债券
082280239. IB	22 招商蛇口 ABN001 次	2022/3/9	32.01	CNY			交易商协会 ABN
082280238. IB	22 招商蛇口 ABN001 优先	2022/3/9	32.01	CNY			交易商协会 ABN
102280438. IB	22 招商蛇口 MTN002B	2022/3/3	7.1	CNY	5	4%	一般中期票据
102280437. IB	22 招商蛇口 MTN002A	2022/3/3	10	CNY	3	3%	一般中期票据
136987. SZ	起航 07 优	2022/2/18	4.91	CNY			证监会主管 ABS
102280212. IB	22 招商蛇口 MTN001B(并购)	2022/1/24	6.45	CNY	5	3%	一般中期票据
102280211. IB	22 招商蛇口 MTN001A(并购)	2022/1/24	6.45	CNY	3	3%	一般中期票据

数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

3. 投资建议

公司信用优势突出，拿地聚焦核心城市，深圳土储丰厚，未来发展具备支撑，维持“推荐”评级。综合考虑行业容量调整、公司今年业绩结算等因素，我们下调公司盈利预测至 2022-2024 年营业收入 1677.44 亿元、1845.08 亿元、2029.48 亿元，归母净利润 83.43 亿元、98.59 亿元、106.46 亿元，EPS 1.08 元、1.27 元、1.38 元，对应 PE 为 12.16 倍、10.29 倍、9.53 倍。

4. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	160643	167744	184508	202948
营业成本	119723	130656	143685	158016
毛利	40920	37088	40822	44931
%营业收入	25.47%	22.11%	22.13%	22.14%
营业税金及附加	9681	10108	11119	12230
%营业收入	6.03%	6.03%	6.03%	6.03%
销售费用	3914	4087	4496	4945
%营业收入	2.44%	2.44%	2.44%	2.44%
管理费用	2145	2590	2710	2941
%营业收入	1.34%	1.54%	1.47%	1.45%
财务费用	2006	2662	2938	3315
%营业收入	1.25%	1.59%	1.59%	1.63%
资产减值损失	-4449	-3970	-2536	-2692
公允价值变动收益	157	189	226	272
投资收益	3728	3728	3728	3728
营业利润	22753	17588	20978	22807
%营业收入	14.16%	10.48%	11.37%	11.24%
营业外收支	89	-26	31	32
利润总额	22843	17562	21009	22839
%营业收入	14.22%	10.47%	11.39%	11.25%
所得税费用	7641	5334	6560	7236
净利润	15202	12228	14450	15603
归属母公司股东净利润	10372	8343	9859	10646
少数股东损益	4829	3885	4591	4957
EPS (元/股)	1.34	1.08	1.27	1.38

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	25988	56647	-11361	-1164
取得投资收益收回现金	201	3728	3728	3728
长期股权投资	-21436	-6156	-6772	-7449
无形资产投资	806	-460	-409	-558
固定资产投资	-10003	-314	-3994	-3413
其他	6156	188	226	271
投资活动现金流净额	-24277	-2554	-6812	-6863
债券融资	0	0	0	0
股权融资	27016	0	0	0
银行贷款增加(减少)	3036	10778	11856	13041
筹资成本	-15899	-3699	-6517	-7520
其他	-25315	2455	15697	20028
筹资活动现金流净额	-11161	9533	21036	25550
现金净流量	-9450	63626	2863	17523

数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所预测

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	79533	143159	146023	163545
交易性金融资产	95	95	95	95
应收账款	3279	2547	3170	3461
存货	417636	430055	475102	524618
预付账款	11867	11561	14317	15130
其他流动资产	140647	118987	142545	155463
流动资产合计	653058	706405	781252	862313
可供出售金融资产	1287	1287	1287	1287
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	61561	67717	74488	81937
投资性房地产	109067	109613	110163	110720
固定资产合计	9234	7999	7625	5673
无形资产	1379	1764	2081	2532
商誉	358	358	358	358
递延所得税资产	15732	14946	14198	13489
其他非流动资产	4527	2043	2069	2004
资产总计	856203	912131	993523	1080313
短期贷款	3628	7941	14504	23282
应付款项	57814	50354	60552	65447
预收账款	148838	164326	179431	194737
应付职工薪酬	2315	2938	3001	3303
应交税费	13520	20405	19642	21124
其他流动负债	201964	219933	240323	262458
流动负债合计	428079	465898	517453	570352
长期借款	107780	118558	130413	143455
应付债券	26105	26105	26105	26105
递延所得税负债	1647	1680	1713	1748
其他非流动负债	15839	16631	17462	18335
负债合计	579448	628870	693147	759994
归属母公司股东权益	108671	111292	123817	138803
少数股东权益	168084	171969	176559	181516
股东权益	276755	283261	300376	320319
负债及股东权益	856203	912131	993523	1080313

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.34	1.08	1.27	1.38
BVPS	35.76	36.60	38.81	41.39
PE	10.01	12.16	10.29	9.53
PEG	—	—	0.57	1.19
PB	0.96	0.91	0.82	0.73
EV/EBITDA	7.99	6.03	6.08	5.62
ROE	9.54%	7.50%	7.96%	7.67%

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。