

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2023年03月23日

蓄势蝶变，弹性可期

事件：公司发布 2022 年年报，公司 22 年实现营业收入 1830.03 亿元，同比+13.92%；归母净利润 42.64 亿元，同比-58.89%；每股收益 0.41 元/股，同比-64.66%。

业绩受市场影响承压，未来具备较好增长弹性。公司 22 年实现收入 1830.03 亿元，同比+13.92%；实现归母净利润 42.64 亿元，同比-58.89%。业绩承压主要受行业周期性下行、减租等因素影响：1) 市场下行致使房地产业务结转毛利率下降；2) 公司落实政策，进行租金减免；3) 资产及应收款减值同比增加 20.29 亿元；4) 转让子公司产生投资收益同比减少 (21 年同期公司蛇口产业园 REIT 上市产生税后收益 14.58 亿元)。我们预计 23 年伴随行业企稳，拿地利润率或触底回升，公司利润端弹性良好，业绩有望重回成长轨道。

毛利率受结转因素影响，三费率持续优化。公司 22 年毛利率 19.25%，较 21 年同期下降 6.22pct。其中，开发业务毛利率 21.06%，受结转因素影响较 21 年同期下降 5.94pct，资产运营业务毛利率-11.74%，城市服务业务毛利率 6.46%。公司 22 年净利率 4.97%，受毛利率下行影响较 21 年同期下降 4.49pct。公司销售、管理、财务费率分别下降 0.21、0.08、0.18pct 至 2.23%、1.33%、1.07%，三费率持续优化。

销售表现行业领先，核心区域占率优势明显。销售端，公司 22 年签约销售面积 1193.65 万方，同比-18.5%；签约销售金额 2926.02 亿元，同比-10.5%，表现优于克而瑞 Top100 房企-42.3%的平均降幅，金额权益比例 61.0%。公司 22 年全口径销售金额排名行业第 6，在华东重点城市上海、苏州、合肥销售额排名第 1，深圳、南京、徐州等 8 个城市的销售金额进入 Top5。**拿地端**，公司保持战略定力，投拓积极，22 年获取土地 56 宗，拿地面积约 726 万方，总地约 1279 亿元，投资强度 43.7%。公司新增投资中，强心 30 城占比 94%，深耕 6+10 城占比 90%，一贯具备深耕优势的上海、深圳、合肥等地分别获取 10、5、5 宗，土储结构优质，业绩增长具备坚实支撑。

三道红线居“绿档”，融资成本再压降。三道红线方面，截至 22 年底，公司剔除预后资产负债率 62.42%，净负债率 48.09%，现金短债比 1.3，稳居绿档。**融资端**，22 年新增 50 亿元中期票据、100 亿元公司债、100 亿元超短融注册等，公开市场融资 327.2 亿元；公司 22 年综合资金成本 3.89%，较 21 年下降 59bp，融资优势明显。**债务端**，公司一年内到期的长期借款 238.6 亿元，短期借款 15.1 亿元；在手现金 862.4 亿元，流动性充裕。

资产运营拓存量盘活，轻重协同多点发力。公司 22 年全口径资产运营收入 57.1 亿元。年内公司勇担央企社会责任，减免租金约 8.4 亿元。1) 集中商业：22 年实现收入 12.89 亿元，截止 22 年底在营项目 33 个，年内新开 7 个，在建及筹开 41 个；2) 写字楼：实现收入 11.59 亿元，在管项目 30 个，年内新开 6 个，在建 11 个；3) 产业园：实现收入 12.14 亿元，在营项目 33 个，布局于 16 个一二线城市；4) 长租公寓：实现收入 10.25 亿元，在管项目 41 个，布局全国 21 城，在建及筹开项目 28 个。公司持有物业布局逐步发散，轻重结合稳中向好，形成蛇口产业园 REIT 和招商局商业房托境内外双 REITs 平台，覆盖产业园、商办等多业态，打通持有业务“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式。

投资建议：公司 22 年业绩受市场影响虽有承压，但 22 年整体销售稳健、拿地积极、信用良好，当前利润率或接近相对底部，结合公司制定的 23 年 3300 亿销售目标，未来有望实现业绩触底回升。基于 22 年公司利润降幅较大，我们调整预测公司 23-25 年归母净利润分别为 62.85 亿元、100.59 亿元、121.92 亿元 (23-24 年原值：87.42 亿元、99.42 亿元)，对应 EPS 分别为 0.81 元/股、1.30 元/股、1.58 元/股，对应 PE 分别为 17.02X、10.63X、8.77X，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	160,643.41	183,002.66	201,851.93	218,403.79	235,876.09
增长率(%)	23.93	13.92	10.30	8.20	8.00
EBITDA(百万元)	34,188.52	30,875.23	27,421.87	32,996.96	37,156.72
归属母公司净利润(百万元)	10,372.25	4,264.08	6,285.10	10,059.43	12,191.70
增长率(%)	(15.35)	(58.89)	47.40	60.05	21.20
EPS(元/股)	1.34	0.55	0.81	1.30	1.58
市盈率(P/E)	10.31	25.08	17.02	10.63	8.77
市净率(P/B)	0.98	1.05	1.01	0.94	0.88
市销率(P/S)	0.67	0.58	0.53	0.49	0.45
EV/EBITDA	6.88	8.22	9.28	7.58	6.56

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	13.82 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)	7,737.96
A 股总市值(百万元)	106,954.34
流通 A 股市值(百万元)	106,938.64
每股净资产(元)	10.79
资产负债率(%)	67.91
一年内最高/最低(元)	17.70/11.49

作者

刘清海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010003
liuqinghai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《招商蛇口-季报点评:Q3 销售改善显著，拿地积极融资通畅——2022 年第三季度点评》2022-11-06
- 《招商蛇口-半年报点评:营收稳增盈利承压，逆势扩张韧性彰显》2022-08-31
- 《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

图 1：公司营业总收入和同比增速



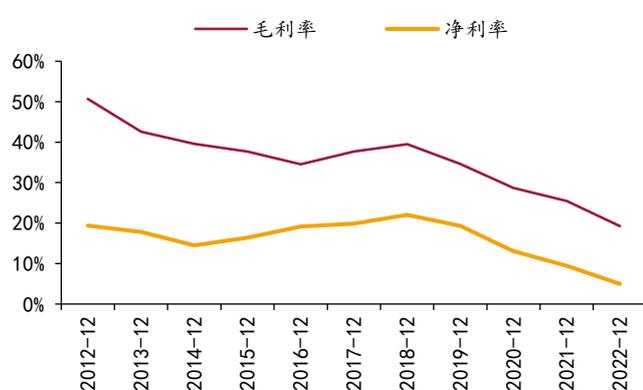
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润和同比增速



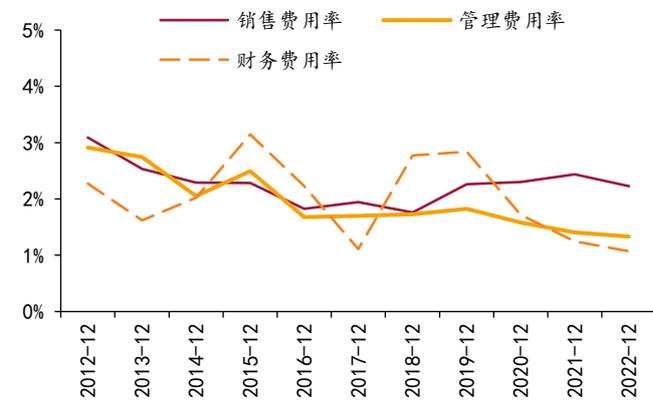
资料来源：Wind，天风证券研究所

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



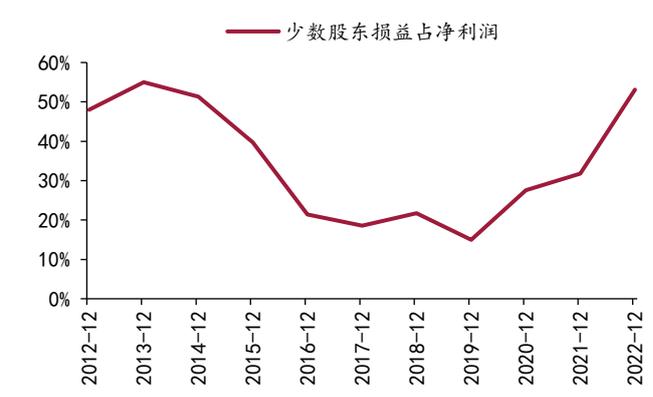
资料来源：Wind，天风证券研究所

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



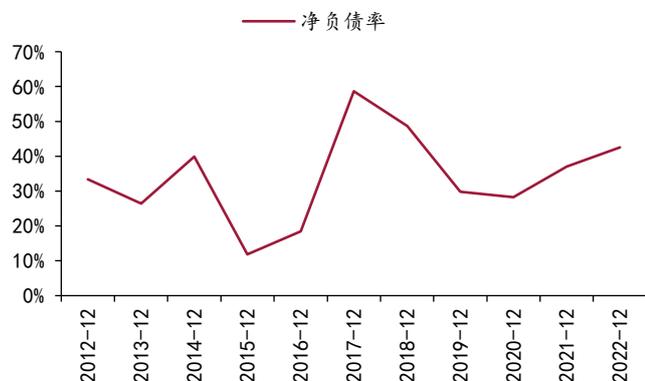
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)



注：数据截至 2023 年 3 月 22 日
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司估值与沪深 300 指数之比



注：数据截至 2023 年 3 月 22 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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	79,533.03	86,243.12	98,881.71	103,717.43	112,335.78
应收票据及应收账款	3,298.74	3,912.60	4,262.41	4,582.95	4,970.03
预付账款	11,866.77	3,951.54	13,312.41	5,712.99	14,519.94
存货	417,636.48	411,549.22	421,729.20	453,439.06	467,159.13
其他	140,723.07	149,530.66	166,013.63	173,534.99	191,353.01
流动资产合计	653,058.08	655,187.14	704,199.36	740,987.42	790,337.90
长期股权投资	61,560.62	74,643.70	87,643.70	100,643.70	113,643.70
固定资产	9,233.58	10,820.18	11,561.24	12,129.19	12,525.20
在建工程	465.19	810.07	729.07	656.16	590.54
无形资产	1,430.29	1,472.66	1,452.87	1,478.08	1,545.79
其他	130,455.59	143,537.63	141,309.29	139,080.96	136,852.62
非流动资产合计	203,145.27	231,284.23	242,696.17	253,988.09	265,157.86
资产总计	856,203.35	886,471.38	946,895.53	994,975.50	1,055,495.75
短期借款	3,628.06	1,508.69	2,508.69	3,508.69	4,508.69
应付票据及应付账款	57,909.20	56,245.06	69,194.71	68,739.42	77,949.30
其他	217,830.99	221,234.34	390,199.54	417,695.19	446,487.95
流动负债合计	279,368.25	278,988.09	461,902.94	489,943.30	528,945.95
长期借款	107,779.68	121,073.55	131,073.55	136,073.55	141,073.55
应付债券	26,104.50	39,749.00	40,749.00	41,749.00	42,749.00
其他	17,485.48	17,298.66	19,298.66	21,298.66	23,298.66
非流动负债合计	151,369.66	178,121.20	191,121.20	199,121.20	207,121.20
负债合计	579,448.16	602,030.90	653,024.14	689,064.51	736,067.15
少数股东权益	168,083.93	182,728.57	187,716.58	192,150.59	197,524.45
股本	7,923.24	7,739.10	7,739.10	7,739.10	7,739.10
资本公积	14,188.50	10,213.67	10,213.67	10,213.67	10,213.67
留存收益	66,071.31	65,049.61	69,449.18	76,490.78	85,024.97
其他	20,488.20	18,709.53	18,752.86	19,316.86	18,926.42
股东权益合计	276,755.19	284,440.48	293,871.39	305,911.00	319,428.61
负债和股东权益总计	856,203.35	886,471.38	946,895.53	994,975.50	1,055,495.75

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	15,201.74	9,098.48	6,285.10	10,059.43	12,191.70
折旧摊销	1,918.85	2,521.14	2,637.13	2,807.14	2,979.29
财务费用	2,871.95	2,942.80	2,002.00	2,030.00	2,060.00
投资损失	(3,727.88)	(2,016.51)	(1,695.23)	(2,479.87)	(2,063.87)
营运资金变动	19,497.31	(8,937.94)	3,986.33	(3,320.60)	(2,455.98)
其它	(9,784.96)	18,566.02	7,028.85	6,366.34	7,687.87
经营活动现金流	25,977.01	22,173.99	20,244.19	15,462.45	20,399.02
资本支出	20,531.88	19,191.34	1,277.40	1,327.40	1,377.40
长期投资	21,436.17	13,083.08	13,000.00	13,000.00	13,000.00
其他	(66,244.57)	(42,288.76)	(25,665.81)	(25,239.03)	(25,712.76)
投资活动现金流	(24,276.52)	(10,014.34)	(11,388.42)	(10,911.63)	(11,335.37)
债权融资	13,212.54	28,322.59	7,762.74	4,639.02	5,905.74
股权融资	(631.47)	(5,937.65)	(3,979.92)	(4,354.11)	(6,351.04)
其他	(23,742.47)	(28,259.39)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(11,161.39)	(5,874.45)	3,782.82	284.91	(445.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(9,460.90)	6,285.20	12,638.59	4,835.72	8,618.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	160,643.41	183,002.66	201,851.93	218,403.79	235,876.09
营业成本	119,723.49	147,774.51	161,279.69	171,228.57	182,096.35
营业税金及附加	9,680.55	7,784.67	12,212.04	13,213.43	14,270.50
销售费用	3,914.24	4,081.10	4,501.45	4,870.57	5,260.21
管理费用	2,144.93	2,313.01	2,551.24	2,760.45	2,981.28
研发费用	115.80	125.04	121.11	152.88	165.11
财务费用	2,006.02	1,959.87	2,002.00	2,030.00	2,060.00
资产/信用减值损失	(4,449.04)	(6,459.42)	(2,800.00)	(2,000.00)	(1,200.00)
公允价值变动收益	157.14	471.74	(96.88)	32.06	10.92
投资净收益	3,727.88	2,016.51	1,695.23	2,479.87	2,063.87
其他	869.21	7,575.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	22,753.18	15,360.42	17,982.74	24,659.82	29,917.43
营业外收入	204.35	574.54	250.00	280.00	368.18
营业外支出	114.94	117.86	110.00	110.00	112.62
利润总额	22,842.60	15,817.10	18,122.74	24,829.82	30,172.99
所得税	7,640.86	6,718.62	4,711.91	8,436.10	10,304.34
净利润	15,201.74	9,098.48	13,410.83	16,393.72	19,868.65
少数股东损益	4,829.48	4,834.40	7,125.73	6,334.29	7,676.95
归属于母公司净利润	10,372.25	4,264.08	6,285.10	10,059.43	12,191.70
每股收益(元)	1.34	0.55	0.81	1.30	1.58

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	23.93%	13.92%	10.30%	8.20%	8.00%
营业利润	-5.51%	-32.49%	17.07%	37.13%	21.32%
归属于母公司净利润	-15.35%	-58.89%	47.40%	60.05%	21.20%
获利能力					
毛利率	25.47%	19.25%	20.10%	21.60%	22.80%
净利率	6.46%	2.33%	3.11%	4.61%	5.17%
ROE	9.54%	4.19%	5.92%	8.84%	10.00%
ROIC	8.05%	4.18%	5.74%	6.95%	8.20%
偿债能力					
资产负债率	67.68%	67.91%	68.96%	69.25%	69.74%
净负债率	33.08%	40.47%	38.20%	37.29%	35.51%
流动比率	1.53	1.55	1.52	1.51	1.49
速动比率	0.55	0.57	0.61	0.59	0.61
营运能力					
应收账款周转率	52.77	50.75	49.38	49.38	49.38
存货周转率	0.41	0.44	0.48	0.50	0.51
总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.22	0.23
每股指标(元)					
每股收益	1.34	0.55	0.81	1.30	1.58
每股经营现金流	3.36	2.87	2.62	2.00	2.64
每股净资产	14.04	13.14	13.72	14.70	15.75
估值比率					
市盈率	10.31	25.08	17.02	10.63	8.77
市净率	0.98	1.05	1.01	0.94	0.88
EV/EBITDA	6.88	8.22	9.28	7.58	6.56
EV/EBIT	7.24	8.88	10.27	8.28	7.14

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