

招商蛇口 (001979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长投销稳健,分红提升回报股东

事件

2024年3月18日招商蛇口发布2023年年度报告,全年实现营业收入1750.1亿元,同比-4.37%;实现归母净利润63.19亿元,同比+48.20%;基本每股收益0.65元,每股现金分红0.32元,分红比例45.88%,股息率约3.36%。

点评

归母净利润高增,主因减值减少&权益比例提升:2023年公司开发结转面积845万方,同比-2.21%,导致营收规模下滑。同期利润总额、净利润分别同比-11.56%和+0.09%,而归母净利润同比逆势+48.20%,主要由于:①公司当年计提资产&信用减值损失24.18亿元,较2022年少计提40.41亿元;②公司当年结转项目权益比例提升,少数股东损益27.87亿元,较2022年减少20.47亿元。

销售规模逆势微增,重点城市优质巩固:2023年公司销售金额2936亿元,同比+0.4%(TOP10房企平均同比-13%),稳居行业前五。从区域看,公司“强心30城”销售贡献占比91%，“核心6+10城”占比77%。在全国13个城市进入当地销售榜TOP5,其中上海、苏州、合肥、长沙和南通五城居TOP1,持续巩固优势。

投资坚持聚焦深耕,资源投放强心城市:2023年公司获取55宗地块,总建面590万方,同比基本持平,总地价1134亿元,同比+6.9%,权益地价867亿元,同比+28.9%,权益比0.76,较2022年提升13pct。在“强心30城”和“核心6+10城”的投资金额占比分别为99%和88%,其中一线城市投资占总投51%,单城投放额达46亿元。新增项目运转高效,55个新增项目中有29个实现当年拿地当年开盘,贡献销售金额340亿元。

财务结构安全稳健,“三道红线”始终居绿档:截至2023年末,公司剔除预收账款的资产负债率62.41%、净负债率54.58%、现金短债比1.28。全年公开市场融资324.3亿元,票面利率为行业同期最低;全年平均融资成本3.47%,较2022年降低42BP。

投资建议

公司销售规模维持增长,投资布局聚焦深耕,2024年优质项目逐步结转,业绩有望持续回升。考虑当前房地产市场承压,我们小幅下调公司2023/2025年归母净利润至91.1和118.1亿元(原为107.3/140.8亿元),新增2026年归母净利润预测143.5亿元,同比增速分别为44.2%、29.6%和21.6%。公司股票现价对应PE估值为9.5/7.3/6.0倍,维持“买入”评级。

风险提示

政策落地不及预期;房地产市场销售持续低迷;竣工不及预期。

房地产组

分析师:杜昊旻(执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

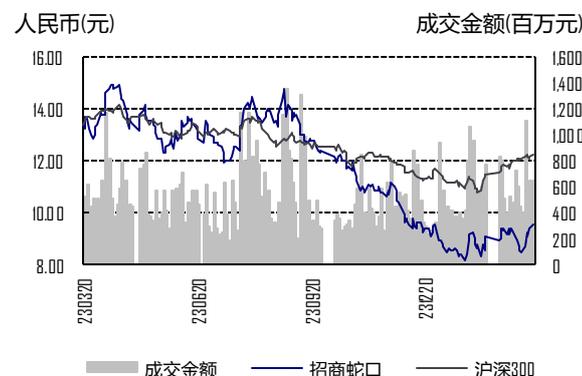
分析师:方鹏(执业S1130524030001)

fang_peng@gjzq.com.cn

市价(人民币):9.52元

相关报告:

- 《招商蛇口公司点评:归母净利润高增,定增落地助发展》,2023.10.30
- 《招商蛇口公司点评:投销表现韧性足,轻重并举多元向好》,2023.8.29
- 《招商蛇口公司点评:归母净利润触底回升,销售投资稳健》,2023.7.13



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	183,003	175,008	202,771	234,473	264,354
营业收入增长率	13.92%	-4.37%	15.86%	15.63%	12.74%
归母净利润(百万元)	4,264	6,319	9,110	11,806	14,351
归母净利润增长率	-58.89%	48.20%	44.17%	29.59%	21.55%
摊薄每股收益(元)	0.551	0.697	1.005	1.303	1.584
每股经营性现金流净额	2.87	3.47	2.89	2.14	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.19%	5.28%	7.28%	8.93%	10.19%
P/E	22.92	13.66	9.47	7.31	6.01
P/B	0.96	0.72	0.69	0.65	0.61

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	160,643	183,003	175,008	202,771	234,473	264,354
增长率	13.9%	-4.4%	15.9%	15.6%	12.7%	
主营业务成本	-119,723	-147,775	-147,204	-162,406	-184,783	-206,254
%销售收入	74.5%	80.7%	84.1%	80.1%	78.8%	78.0%
毛利	40,920	35,228	27,803	40,365	49,690	58,100
%销售收入	25.5%	19.3%	15.9%	19.9%	21.2%	22.0%
营业税金及附加	-9,681	-7,785	-6,155	-7,879	-9,111	-10,272
%销售收入	6.0%	4.3%	3.5%	3.9%	3.9%	3.9%
销售费用	-3,914	-4,081	-4,328	-4,768	-5,514	-6,217
%销售收入	2.4%	2.2%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-2,145	-2,313	-2,374	-2,657	-3,072	-3,464
%销售收入	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-116	-125	-158	-183	-212	-239
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	25,064	20,924	14,787	24,878	31,781	37,909
%销售收入	15.6%	11.4%	8.4%	12.3%	13.6%	14.3%
财务费用	-2,006	-1,960	-912	-1,302	-1,330	-890
%销售收入	1.2%	1.1%	0.5%	0.6%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-4,449	-6,459	-2,417	-2,175	-2,061	-1,916
公允价值变动收益	157	472	38	0	0	0
投资收益	3,728	2,017	2,472	2,966	3,263	3,426
%税前利润	16.3%	12.7%	17.7%	12.0%	10.2%	8.8%
营业利润	22,753	15,360	14,182	24,573	31,858	38,736
营业利润率	14.2%	8.4%	8.1%	12.1%	13.6%	14.7%
营业外收支	89	457	-194	50	50	50
税前利润	22,843	15,817	13,989	24,623	31,908	38,786
利润率	14.2%	8.6%	8.0%	12.1%	13.6%	14.7%
所得税	-7,641	-6,719	-4,882	-8,126	-10,530	-12,799
所得税率	33.5%	42.5%	34.9%	33.0%	33.0%	33.0%
净利润	15,202	9,098	9,106	16,497	21,378	25,986
少数股东损益	4,829	4,834	2,787	7,387	9,572	11,636
归属于母公司的净利润	10,372	4,264	6,319	9,110	11,806	14,351
净利率	6.5%	2.3%	3.6%	4.5%	5.0%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	15,202	9,098	9,106	16,497	21,378	25,986
少数股东损益	4,829	4,834	2,787	7,387	9,572	11,636
非现金支出	6,638	9,320	5,765	3,082	3,041	2,972
非经营收益	-3,168	-243	1,364	152	-62	-130
营运资金变动	7,305	3,998	15,196	6,473	-4,941	1,322
经营活动现金净流	25,977	22,174	31,431	26,204	19,416	30,150
资本开支	-10,003	-5,784	-6,584	-1,737	-1,922	-2,050
投资	-9,320	-7,607	-6,916	-16,848	-18,325	-19,940
其他	-4,954	3,377	1,259	2,966	3,263	3,426
投资活动现金净流	-24,277	-10,014	-12,241	-15,618	-16,984	-18,564
股权募资	27,016	14,503	23,391	0	0	0
债权募资	3,036	23,347	8,292	8,523	10,297	10,712
其他	-41,214	-43,724	-49,037	-6,819	-7,979	-9,092
筹资活动现金净流	-11,161	-5,874	-17,353	1,704	2,318	1,619
现金净流量	-9,612	6,472	1,797	12,290	4,749	13,206

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	79,533	86,243	88,290	99,589	103,670	116,425
应收款项	122,866	130,691	121,931	142,765	163,390	182,378
存货	417,636	411,549	416,702	425,014	461,563	502,468
其他流动资产	33,023	26,704	37,038	41,633	49,936	59,799
流动资产	653,058	655,187	663,960	709,002	778,560	861,070
%总资产	76.3%	73.9%	73.1%	73.0%	73.5%	74.0%
长期投资	171,934	195,941	208,662	225,372	243,553	263,341
固定资产	9,699	11,630	12,592	13,444	14,351	15,318
%总资产	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
无形资产	2,904	4,596	5,040	5,224	5,459	5,677
非流动资产	203,145	231,284	244,549	262,145	281,324	302,162
%总资产	23.7%	26.1%	26.9%	27.0%	26.5%	26.0%
资产总计	856,203	886,471	908,508	971,146.1	1,059,884.1	1,163,232
短期借款	37,198	40,542	40,644	41,229	43,290	45,455
应付款项	180,715	187,591	176,605	209,055	240,511	268,541
其他流动负债	210,165	195,776	208,775	218,613	249,601	294,404
流动负债	428,079	423,910	426,024	468,897	533,403	608,399
长期贷款	107,780	121,074	118,771	124,709	130,945	137,492
其他长期负债	43,590	57,048	67,024	67,997	69,338	70,895
负债	579,448	602,031	611,818	661,603	733,685	816,787
普通股股东权益	108,671	101,712	119,723	125,190	132,273	140,884
其中：股本	7,923	7,739	9,061	9,061	9,061	9,061
未分配利润	61,879	60,857	64,139	69,606	76,689	85,300
少数股东权益	168,084	182,729	176,967	184,354	193,926	205,562
负债股东权益合计	856,203	886,471	908,508	971,146.1	1,059,884.1	1,163,232

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.309	0.551	0.697	1.005	1.303	1.584
每股净资产	13.716	13.143	13.213	13.817	14.598	15.549
每股经营现金净流	3.279	2.865	3.469	2.892	2.143	3.328
每股股利	0.540	0.230	0.320	0.402	0.521	0.634
回报率						
净资产收益率	9.54%	4.19%	5.28%	7.28%	8.93%	10.19%
总资产收益率	1.21%	0.48%	0.70%	0.94%	1.11%	1.23%
投入资本收益率	3.71%	2.46%	1.89%	3.14%	3.81%	4.31%
增长率						
主营业务收入增长率	23.93%	13.92%	-4.37%	15.86%	15.63%	12.74%
EBIT增长率	8.52%	-16.52%	-29.33%	68.24%	27.75%	19.28%
净利润增长率	-15.35%	-58.89%	48.20%	44.17%	29.59%	21.55%
总资产增长率	16.15%	3.54%	2.49%	6.89%	9.14%	9.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	7.1	7.7	7.0	6.9	6.8
存货周转天数	1,186.6	1,024.0	1,026.8	960.0	920.0	900.0
应付账款周转天数	159.0	140.7	144.8	145.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	21.0	21.6	24.2	21.9	19.9	18.6
偿债能力						
净负债/股东权益	33.05%	40.39%	41.06%	38.46%	38.40%	35.56%
EBIT利息保障倍数	12.5	10.7	16.2	19.1	23.9	42.6
资产负债率	67.68%	67.91%	67.34%	68.13%	69.22%	70.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	30	62	90	199
增持	1	2	3	4	3
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.11	1.06	1.05	1.04	1.04

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-31	买入	14.04	N/A
2	2023-01-08	买入	13.52	N/A
3	2023-03-21	买入	13.62	N/A
4	2023-04-22	买入	14.56	N/A
5	2023-06-18	买入	13.44	N/A
6	2023-07-13	买入	11.95	N/A
7	2023-08-29	买入	14.30	N/A
8	2023-10-30	买入	11.23	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

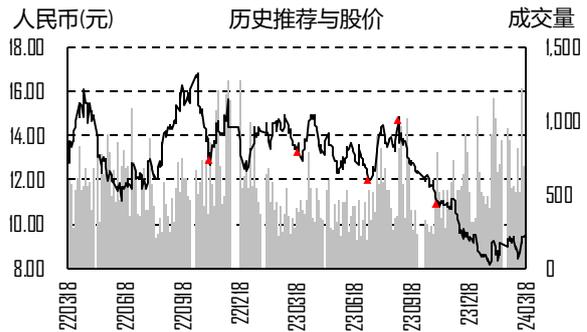
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806