

招商蛇口 (001979.SZ) / 房地产行业

证券研究报告/公司点评

2024年3月22日

**评级：买入（维持）**

市场价格：9.48元

分析师：由子沛

执业证书编号：S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师：李焱

执业证书编号：S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

分析师：侯希得

执业证书编号：S0740523080001

Email: houxd@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	9,061
流通股本(百万股)	7,738
市价(元)	9.48
市值(百万元)	85,897
流通市值(百万元)	73,356

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	183,003	175,008	201,259	219,372	225,953
增长率 yoy%	14%	-4%	15%	9%	3%
净利润(百万元)	4,264	6,319	8,167	9,699	10,411
增长率 yoy%	-59%	48%	29%	19%	7%
每股收益(元)	0.47	0.70	0.90	1.07	1.15
每股现金流量	2.45	3.47	2.06	1.26	4.65
净资产收益率	1%	2%	3%	3%	3%
P/E	20.1	13.6	10.5	8.9	8.3
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

备注：股价以3月21日收盘价为准。

**投资要点**

■ 3月18日晚，招商蛇口发布2023年年报，公司2023年实现营业收入1750.08亿，同比-4.37%；归母净利润63.19亿，同比+48.20%。

■ 收入略有下滑，资产信用减值的减少及权益比提升增厚业绩

2023年，公司2023年实现营业收入1750.08亿，同比-4.37%，报告期内，公司收入下滑主要因结转规模同比减少；盈利能力方面，2023年公司毛利率为15.89%，同比下降3.36个百分点，主要因房地产行业在2021年左右的下行带来开发业务结算端利润率承压。公司期内净利润率5.20%同比上升0.23个百分点，主要因资产减值损失22.76亿与信用减值损失1.42亿，分别较2022年下降54.89%、89.96%，同时所得税48.82亿较2022年下降27.34%；期内公司归母净利润63.19亿，同比+48.20%，主要因2023年公司少数股东损益27.87亿同比压降了42.35%，公司期内结算项目权益比例的大幅提升带来了归母口径的净利润的增长。

■ 销售稳健增长，拿地聚焦重点城市

2023年全年公司累计实现签约销售面积1223.41万方，实现签约销售金额2936.35亿，销售规模跻身行业前五。公司在全国13个城市进入当地流量销售金额TOP5，其中，上海、苏州、合肥、长沙、南通排名TOP1；投资方面，公司2023年累计获取55宗土地，计容建面590万方，总土地价格1134亿，权益地价867亿，在北上广深的投资占全投资额的51%，公司在“强心30城”、“核心6+10城”的投资金额占比分别达99%和88%。当前房地产行业分化明显，公司聚焦核心城市拿地有助于确保未来销售的稳定性和持续性。

■ 财务稳健，融资成本进一步降低

截至报告期末，公司剔除预收账款的资产负债率62.41%、净负债率54.58%、现金短债比为1.28，“三道红线”处于绿档；同时，公司抓住LPR下行的市场窗口，积极进行高息债务置换，优化资本结构，2023年新增公开市场融资324.3亿，全年综合资金成本3.47%，较年初降低42BP。

**投资建议：**2023年公司因结算结构影响收入略有下降，但凭借权益比的回升及减值影响的减少，实现了业绩的可观增长。同时得益于高能级城市布局，公司销售表现明显优于行业。公司2023年拿地主要集中在一二线城市，而当前楼市的调控限制也主要在一二线，随着越来越多重点城市放开限购，我们认为公司有望率先受益。考虑到房地产行业依旧处在下行周期，我们调整公司2024-2025年净利润至81.67亿、96.99亿，（前值84.67亿、103.66亿），引入2026年净利润预测104.11亿，对应2024-2026年EPS分别为0.9、1.07、1.15元/股，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**房地产市场回暖不及预期，政策出台时间及力度不及预期。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	88,290	103,136	119,013	163,136	营业收入	175,008	201,259	219,372	225,953
应收票据	26	0	0	0	营业成本	147,204	170,064	185,369	192,286
应收账款	3,474	4,128	4,507	4,589	税金及附加	6,155	6,038	6,142	6,101
预付账款	8,957	2,041	2,224	2,307	销售费用	4,328	4,428	4,826	4,971
存货	416,702	425,159	426,349	384,572	管理费用	2,374	2,616	2,632	2,485
合同资产	0	0	0	0	研发费用	158	182	199	204
其他流动资产	146,511	170,013	182,753	189,257	财务费用	912	1,419	1,606	644
流动资产合计	663,960	704,478	734,847	743,862	信用减值损失	-142	0	0	0
其他长期投资	127,056	127,060	127,063	127,064	资产减值损失	-2,276	-1,500	-500	0
长期股权投资	80,142	80,142	80,142	80,142	公允价值变动收益	38	50	60	70
固定资产	11,618	8,915	6,855	5,288	投资收益	2,481	2,742	3,000	3,500
在建工程	973	976	980	985	其他收益	206	0	0	0
无形资产	1,915	2,240	2,419	2,688	营业利润	14,182	17,804	21,157	22,831
其他非流动资产	22,845	24,447	24,070	24,425	营业外收入	279	353	402	344
非流动资产合计	244,549	243,780	241,528	240,591	营业外支出	472	235	275	327
资产合计	908,508	948,257	976,375	984,453	利润总额	13,989	17,922	21,284	22,848
短期借款	1,379	1,444	1,411	1,428	所得税	4,883	6,256	7,429	7,975
应付票据	0	90	101	93	净利润	9,106	11,666	13,855	14,873
应付账款	60,662	70,082	76,389	79,240	少数股东损益	2,787	3,500	4,157	4,462
预收款项	177	201	219	226	归属母公司净利润	6,319	8,167	9,699	10,411
合同负债	161,533	171,070	175,498	162,686	NOPLAT	9,700	12,590	14,901	15,293
其他应付款	115,341	122,941	119,141	121,041	EPS (按最新股本摊薄)	0.70	0.90	1.07	1.15
一年内到期的非流动负债	39,265	39,149	39,207	39,178					
其他流动负债	47,666	53,397	57,010	58,338	主要财务比率				
流动负债合计	426,024	458,375	468,978	462,230	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	118,771	121,771	124,771	127,771	成长能力				
应付债券	51,327	45,538	48,433	46,985	营业收入增长率	-4.4%	15.0%	9.0%	3.0%
其他非流动负债	15,697	16,542	16,119	16,331	EBIT增长率	-16.2%	29.8%	18.4%	2.6%
非流动负债合计	185,794	183,851	189,322	191,087	归母公司净利润增长率	48.2%	29.2%	18.8%	7.3%
负债合计	611,818	642,225	658,300	653,317	获利能力				
归属母公司所有者权益	119,723	125,565	133,452	142,051	毛利率	15.9%	15.5%	15.5%	14.9%
少数股东权益	176,967	180,467	184,623	189,085	净利率	5.2%	5.8%	6.3%	6.6%
所有者权益合计	296,690	306,032	318,075	331,136	ROE	2.1%	2.7%	3.0%	3.1%
负债和股东权益	908,508	948,257	976,375	984,453	ROIC	5.1%	6.4%	7.2%	7.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	67.3%	67.7%	67.4%	66.4%
单位:百万元					债务权益比	76.3%	73.3%	72.3%	70.0%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.6	1.5	1.6	1.6
经营活动现金流	31,431	18,620	11,377	42,111	速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
现金收益	12,977	16,213	17,998	17,591	营运能力				
存货影响	-5,153	-8,457	-1,190	41,777	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性应收影响	-2,318	7,788	-62	-165	应收账款周转天数	8	7	7	7
经营性应付影响	-10,769	17,133	2,537	4,748	应付账款周转天数	143	138	142	146
其他影响	36,693	-14,058	-7,905	-21,841	存货周转天数	1,013	891	827	759
投资活动现金流	-12,241	1,448	2,345	2,655	每股指标(元)				
资本支出	-4,446	-752	-659	-781	每股收益	0.70	0.90	1.07	1.15
股权投资	-5,498	0	0	0	每股经营现金流	3.47	2.05	1.26	4.65
其他长期资产变化	-2,297	2,200	3,004	3,436	每股净资产	13.21	13.86	14.73	15.68
融资活动现金流	-17,353	-5,221	2,155	-642	估值比率				
借款增加	9,377	-2,840	5,920	1,540	P/E	13.6	10.5	8.9	8.3
股利及利息支付	-11,782	-11,555	-10,622	-9,632	P/B	0.7	0.7	0.6	0.6
股东融资	23,391	18,947	21,169	20,058					
其他影响	-38,339	-9,773	-14,312	-12,608					

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。