

招商蛇口 (001979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

当期营收利润下滑,投销稳健财务安全

事件

2024年8月30日招商蛇口发布2024半年报,1H24实现营业收入512.7亿元,同比-0.3%;实现归母净利润14.2亿元,同比-34.2%;2Q24实现营业收入275.3亿元,同比-24.5%;实现归母净利润10.8亿元,同比-42.3%。

点评

营收利润承压,主因毛利率下滑:1H24公司房地产项目平均结转单价下降,开发业务营业收入同比减少带动整体营收小幅下滑。而归母净利润同比-34.2%,主要由于:①受市场下行影响,公司当期结算项目毛利率下滑,1H24结算毛利率11.98%,同比下降4.28pct;②合作项目投资收益亦受市场影响,1H24公司投资收益11.15亿元,同比减少3.53亿元。

销售结构持续优化,核心城市地位巩固:1H24公司销售金额1010亿元,同比-39%(TOP100房企平均同比-42%),销售排名稳居行业前五。1H24销售权益比升至65%,同比增长9cpt;“强心30城”销售贡献占比91%;“核心10城”占比66%,同比提升2pct。在全国12个城市进入当地销售榜TOP5,其中深圳、西安、长沙、合肥、南通居TOP1,持续巩固市场地位。

强化投资管控,以销定投、聚焦核心:1H24公司获取7宗地块,总建面80万方,总地价146亿元,权益地价100亿元,权益比0.68。在“核心10城”的投资金额占比为86%。坚持轻重并举,1H24获取代建项目26个,新增管理面积178万方;获取4个轻资产管理输出项目,新增管理面积16.3万方。

“三道红线”始终居绿档,财务结构持续优化:1H24公司剔除预收账款的资产负债率62.42%、净负债率59.17%、现金短债比1.63。有息负债结构良好,银行融资占比64.6%,一年内到期有息负债占比16.7%,较2023年末下降3.34pct。期内平均融资成本3.25%,较2023年末降低22BP。

投资建议

公司销售结构优化,投资布局聚焦深耕,未来随着优质项目逐步结转,业绩有望持续回升。考虑当前房地产市场承压,我们下调公司2024-26年归母净利润至63.4亿元、76.9亿元和92.5亿元(原为91.1亿元、118.1亿元和143.5亿元),同比增速分别为0.3%、21.4%和20.2%。公司股票现价对应PE估值为13.2/10.9/9.0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:池天惠(执业S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

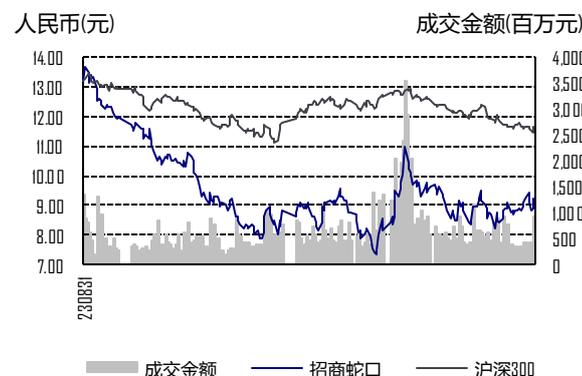
分析师:方鹏(执业S1130524030001)

fang_peng@gjzq.com.cn

市价(人民币):9.23元

相关报告:

- 《招商蛇口公司点评:业绩双位数增长,投资持续聚焦》,2024.4.30
- 《招商蛇口公司点评:业绩增长投销稳健,分红提升回报股东》,2024.3.19
- 《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



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	188,915	202,219	214,521
营业收入增长率	13.92%	-4.37%	7.95%	7.04%	6.08%
归母净利润(百万元)	4,264	6,319	6,339	7,694	9,247
归母净利润增长率	-58.89%	48.20%	0.30%	21.38%	20.19%
摊薄每股收益(元)	0.551	0.697	0.700	0.849	1.021
每股经营性现金流净额	2.87	3.47	2.06	1.53	2.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.19%	5.28%	5.13%	6.00%	6.92%
P/E	22.92	13.66	13.19	10.87	9.04
P/B	0.96	0.72	0.68	0.65	0.63

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	160,643	183,003	175,008	188,915	202,219	214,521	货币资金	79,533	86,243	88,290	93,137	93,337	103,887
增长率	13.9%	13.9%	-4.4%	7.9%	7.0%	6.1%	应收款项	122,866	130,691	121,931	133,010	140,917	147,998
主营业务成本	-119,723	-147,775	-147,204	-160,694	-170,556	-179,483	存货	417,636	411,549	416,702	413,962	426,026	437,249
%销售收入	74.5%	80.7%	84.1%	85.1%	84.3%	83.7%	其他流动资产	33,023	26,704	37,038	41,504	48,869	57,791
毛利	40,920	35,228	27,803	28,221	31,662	35,039	流动资产	653,058	655,187	663,960	681,613	709,150	746,926
%销售收入	25.5%	19.3%	15.9%	14.9%	15.7%	16.3%	%总资产	76.3%	73.9%	73.1%	72.2%	71.6%	71.2%
营业税金及附加	-9,681	-7,785	-6,155	-7,340	-7,857	-8,335	长期投资	171,934	195,941	208,662	225,372	243,553	263,341
%销售收入	6.0%	4.3%	3.5%	3.9%	3.9%	3.9%	固定资产	9,699	11,630	12,592	13,444	14,351	15,318
销售费用	-3,914	-4,081	-4,328	-4,443	-4,755	-5,045	%总资产	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
%销售收入	2.4%	2.2%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	2,904	4,596	5,040	5,224	5,459	5,677
管理费用	-2,145	-2,313	-2,374	-2,475	-2,650	-2,811	非流动资产	203,145	231,284	244,549	262,145	281,324	302,162
%销售收入	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	23.7%	26.1%	26.9%	27.8%	28.4%	28.8%
研发费用	-116	-125	-158	-171	-183	-194	资产总计	856,203	886,471	908,508	943,758	990,474	1,049,088
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	37,198	40,542	40,644	41,229	43,290	45,455
息税前利润 (EBIT)	25,064	20,924	14,787	13,792	16,217	18,654	应付款项	180,715	187,591	176,605	206,470	221,533	233,182
%销售收入	15.6%	11.4%	8.4%	7.3%	8.0%	8.7%	其他流动负债	210,165	195,776	208,775	200,148	214,254	241,443
财务费用	-2,006	-1,960	-912	-1,383	-1,540	-1,176	流动负债	428,079	423,910	426,024	447,846	479,077	520,080
%销售收入	1.2%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%	0.5%	长期贷款	107,780	121,074	118,771	124,709	130,945	137,942
资产减值损失	-4,449	-6,459	-2,417	-2,116	-1,791	-1,443	其他长期负债	43,590	57,048	67,024	67,993	69,328	70,881
公允价值变动收益	157	472	38	0	0	0	负债	579,448	602,031	611,818	640,548	679,350	728,453
投资收益	3,728	2,017	2,472	2,966	3,263	3,426	普通股股东权益	108,671	101,712	119,723	123,527	128,143	133,691
%税前利润	16.3%	12.7%	17.7%	21.9%	19.9%	17.4%	其中：股本	7,923	7,739	9,061	9,061	9,061	9,061
营业利润	22,753	15,360	14,182	13,465	16,355	19,667	未分配利润	61,879	60,857	64,139	67,943	72,559	78,107
营业利润率	14.2%	8.4%	8.1%	7.1%	8.1%	9.2%	少数股东权益	168,084	182,729	176,967	179,683	182,981	186,944
营业外收支	89	457	-194	50	50	50	负债股东权益合计	856,203	886,471	908,508	943,758	990,474	1,049,088
税前利润	22,843	15,817	13,989	13,515	16,405	19,717	比率分析						
利润率	14.2%	8.6%	8.0%	7.2%	8.1%	9.2%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-7,641	-6,719	-4,882	-4,460	-5,414	-6,507	每股指标						
所得税率	33.5%	42.5%	34.9%	33.0%	33.0%	33.0%	每股收益	1.309	0.551	0.697	0.700	0.849	1.021
净利润	15,202	9,098	9,106	9,055	10,991	13,210	每股净资产	13.716	13.143	13.213	13.633	14.143	14.755
少数股东损益	4,829	4,834	2,787	2,717	3,297	3,963	每股经营现金净流	3.279	2.865	3.469	2.058	1.533	2.859
归属于母公司的净利润	10,372	4,264	6,319	6,339	7,694	9,247	每股股利	0.540	0.230	0.320	0.280	0.340	0.408
净利率	6.5%	2.3%	3.6%	3.4%	3.8%	4.3%	回报率						
							净资产收益率	9.54%	4.19%	5.28%	5.13%	6.00%	6.92%
							总资产收益率	1.21%	0.48%	0.70%	0.67%	0.78%	0.88%
							投入资本收益率	3.71%	2.46%	1.89%	1.76%	2.00%	2.22%
							增长						
							主营业务收入增长率	23.93%	13.92%	-4.37%	7.95%	7.04%	6.08%
							EBIT增长率	8.52%	-16.52%	-29.33%	-6.73%	17.58%	15.02%
							净利润增长率	-15.35%	-58.89%	48.20%	0.30%	21.38%	20.19%
							总资产增长率	16.15%	3.54%	2.49%	3.88%	4.95%	5.92%
							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	945.0	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	23.5	23.1	22.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	33.05%	40.39%	41.06%	41.39%	43.58%	42.34%
							EBIT利息保障倍数	12.5	10.7	16.2	10.0	10.5	15.9
							资产负债率	67.68%	67.91%	67.34%	67.87%	68.59%	69.44%

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	1	24	66	94	246
增持	0	1	2	4	2
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.04	1.03	1.06	1.02

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	2023-03-21	买入	13.62	N/A
2	2023-04-22	买入	14.56	N/A
3	2023-06-18	买入	13.44	N/A
4	2023-07-13	买入	11.95	N/A
5	2023-08-29	买入	14.30	N/A
6	2023-10-30	买入	11.23	N/A
7	2024-03-19	买入	9.52	N/A
8	2024-04-30	买入	8.83	N/A

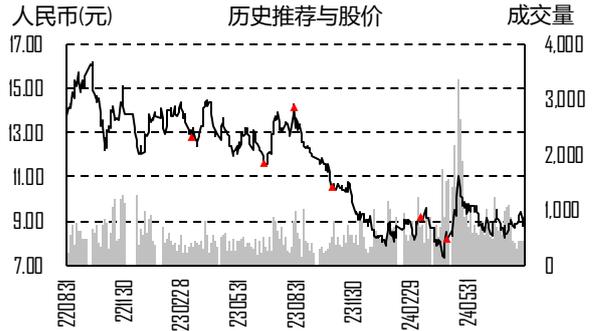
来源：国金证券研究所

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



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。

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