

招商蛇口 (001979) 2023年一季报点评

短期利润仍承压，中期看扩表加深耕

事项:

- ❖ 公司披露 2023 年一季报，营收同比下滑 20% 至 150 亿元，归母净利润 2.7 亿元，同比下滑 39%。

评论:

- ❖ **Q1 结算占比全年比重较低，并表项目净利润率进一步下滑至 3.5%。** 1) 公司 2023 年计划竣工 1600 万方，较 2022 年实际竣工增长 21%，预计 2023 年营收增长 15% 以上，则一季度结算占全年比例仅为 7%，与公司历年一季度结算占比低较为一致。2) 公司 Q1 毛利率继续下滑至 12.6%，测算公司结算税后净利润率仅为 3.5%，结算仍存压力，预计未来 1-2 年结算利润率仍将维持相对较低水平，公司 2022 年拿地毛利率已经显著改善至 23%，而 3 年维度预计将看到利润率显著改善。
- ❖ **扩表换土储，逆周期建立深耕优势。** 虽然全行业都存在低质量土储问题，但招商蛇口低质量土储占比相对较低。且公司在市场下行期中，1) 仍维持扩表，2022 年总资产规模增长 3.5%，不断提升资产质量；2) 在核心城市建立深耕优势，如 2020-2022 年大幅聚焦上海，2022 年拿地城市进一步收缩至核心 30 城，未来有望将本轮深耕转化为品牌及成本优势。上述两点 2023 年将在销售端体现，2023 年 Q1 公司销售金额达到 723 亿元，同比增长 53%，预计全年可以完成 3300 亿元销售目标。
- ❖ **2023 年拿地可较好控制节奏，同时 REITs 扩募将提升公司资金使用效率。** 由于公司 2022 年拿地力度较高，当前在核心城市土储相对充足，在 2023 年市场激烈竞争下，公司可以享有更高的拿地自由度，主动控制拿地节奏。另外，蛇口产业园 REIT 拟扩募，将进一步盘活招商蛇口资产，提升资金使用效率，同时也将对 2023 年利润带来一定支撑。
- ❖ **投资建议：公司布局城市能级较高，2022 年逆周期拿地，土储置换速度不低，将受益于 2023 年核心城市销售复苏，虽然 2023 年业绩可能仍承压，但逆势扩表及建立核心城市深耕优势，预计可将价值创造大幅拉长，从而享受更高估值。** 维持 2023-2025 年公司 eps 分别为 0.74、0.93、1.16 元，考虑到公司作为头部国央企的中长期价值，以及实施“一城一模板”后带来运营效率提升，维持 2023 年目标价 16.4 元，对应 2023 年 22.2 倍 PE，给予公司“推荐”评级。

- ❖ **风险提示：**行业继续单边缩表，市场继续大幅下行。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	183,003	214,850	224,207	233,971
同比增速(%)	13.9%	17.4%	4.4%	4.4%
归母净利润(百万)	4,264	5,702	7,192	9,013
同比增速(%)	-58.9%	33.7%	26.1%	25.3%
每股盈利(元)	0.55	0.74	0.93	1.16
市盈率(倍)	25	19	15	12
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

推荐 (维持)

目标价：16.4 元

当前价：13.83 元

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com

执业编号：S0360522110001

公司基本数据

总股本(万股)	773,909.82
已上市流通股(万股)	773,796.27
总市值(亿元)	1,070.32
流通市值(亿元)	1,070.16
资产负债率(%)	69.09
每股净资产(元)	10.79
12 个月内最高/最低价	17.08/11.70

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《招商蛇口 (001979) 2022 年业绩预告点评：利润率筑底，高质量土储保障销售复苏》

2023-02-01

《招商蛇口 (001979) 2021 年 7 月销售数据点评：月度拿地销售暂弱，但整体仍保持积极》

2021-08-11

《招商蛇口 (001979) 2021 年 6 月销售数据点评：销售靓丽，拿地积极》

2021-07-12

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	86,243	74,711	116,265	152,761
应收票据	28	36	38	36
应收账款	3,885	4,561	4,759	4,966
预付账款	3,952	13,027	14,084	12,775
存货	411,549	492,652	501,476	510,289
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	149,531	183,862	191,510	199,045
流动资产合计	655,187	768,849	828,132	879,873
其他长期投资	119,911	125,909	132,204	138,814
长期股权投资	74,644	78,376	82,295	86,409
固定资产	10,820	11,860	12,955	14,459
在建工程	810	1,155	1,500	1,845
无形资产	1,389	1,473	1,574	1,695
其他非流动资产	23,711	23,880	24,047	24,171
非流动资产合计	231,284	242,653	254,574	267,394
资产合计	886,471	1,011,501	1,082,707	1,147,266
短期借款	1,509	1,509	1,509	1,509
应付票据	127	169	139	156
应付账款	56,118	85,622	83,814	83,376
预收款项	165	193	202	211
合同负债	144,922	171,880	179,365	187,177
其他应付款	130,540	137,067	143,920	151,116
一年内到期的非流动负债	39,034	39,034	39,034	39,034
其他流动负债	51,496	57,130	60,665	64,775
流动负债合计	423,910	492,603	508,649	527,352
长期借款	121,074	138,486	147,193	155,899
应付债券	39,749	39,749	39,749	39,749
其他非流动负债	17,299	17,299	17,299	17,299
非流动负债合计	178,121	195,534	204,241	212,947
负债合计	602,031	688,137	712,890	740,299
归属母公司所有者权益	101,712	106,135	111,616	118,471
少数股东权益	182,729	217,229	258,202	288,496
所有者权益合计	284,440	323,364	369,817	406,967
负债和股东权益	886,471	1,011,501	1,082,707	1,147,266

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	22,174	-42,346	16,513	25,811
现金收益	13,579	17,501	21,112	25,481
存货影响	6,087	-81,103	-8,823	-8,814
经营性应收影响	12,347	-6,798	1,833	4,330
经营性应付影响	6,977	36,101	5,025	6,782
其他影响	-16,817	-8,047	-2,633	-1,968
投资活动现金流	-10,014	14,377	18,341	4,405
资本支出	-4,463	-4,231	-4,562	-5,264
股权投资	-13,083	-3,732	-3,919	-4,115
其他长期资产变化	7,531	22,340	26,823	13,783
融资活动现金流	-5,874	16,436	6,700	6,280
借款增加	30,282	17,413	8,706	8,706
股利及利息支付	-15,045	-14,821	-15,825	-17,053
股东融资	14,503	0	0	0
其他影响	-35,615	13,844	13,819	14,627

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	183,003	214,850	224,207	233,971
营业成本	147,775	178,325	181,607	184,837
税金及附加	7,785	9,139	9,537	9,953
销售费用	4,081	4,791	5,000	5,218
管理费用	2,313	2,716	2,834	2,957
研发费用	125	147	153	160
财务费用	1,960	1,925	1,930	1,935
信用减值损失	-1,414	-707	-707	-707
资产减值损失	-5,045	-2,962	-3,091	-3,225
公允价值变动收益	472	472	472	472
投资收益	2,017	2,872	2,444	2,658
其他收益	361	361	361	361
营业利润	15,360	17,848	22,630	28,476
营业外收入	575	575	575	575
营业外支出	118	118	118	118
利润总额	15,817	18,305	23,087	28,933
所得税	6,719	5,492	6,926	8,680
净利润	9,098	12,814	16,161	20,253
少数股东损益	4,834	7,112	8,969	11,241
归属母公司净利润	4,264	5,702	7,192	9,013
NOPLAT	10,226	14,161	17,512	21,607
EPS(摊薄) (元)	0.55	0.74	0.93	1.16

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	13.9%	17.4%	4.4%	4.4%
EBIT 增长率	-28.5%	13.8%	23.7%	23.4%
归母净利润增长率	-58.9%	33.7%	26.1%	25.3%
获利能力				
毛利率	19.3%	17.0%	19.0%	21.0%
净利率	5.0%	6.0%	7.2%	8.7%
ROE	4.2%	5.4%	6.4%	7.6%
ROIC	6.0%	5.9%	6.5%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	67.9%	68.0%	65.8%	64.5%
债务权益比	76.9%	73.0%	66.2%	62.3%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	7	7	7	7
应付账款周转天数	139	143	168	163
存货周转天数	1,010	913	985	985
每股指标(元)				
每股收益	0.55	0.74	0.93	1.16
每股经营现金流	2.87	-5.47	2.13	3.34
每股净资产	13.14	13.71	14.42	15.31
估值比率				
P/E	25	19	15	12
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	24	21	18	14

房地产组团队介绍

房地产组组长、首席研究员：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522