

招商蛇口 (001979.SZ)

连续四年排名上升，权益投资规模上升

核心观点：

- **销售进入行业前五，连续四年排名上升。**根据公司经营公告，招商蛇口23年全年销售金额2936.35亿元，同比+0.35%，根据克而瑞排行榜，招商蛇口全口径销售金额排名上升至行业第五，连续4年排名上升。23年上半年公司抓住行业窗口积极推货，下半年的销售策略更为从容，上下半年销售贡献接近6:4，23年全年销售均价稳定在2.4万元/平。
- **加大权益投资。**根据公司经营公告，招商蛇口23年获取55宗地块，总地价1134亿元，全口径拿地金额排名第五，权益拿地金额840亿元，同比+10%，权益比例从22年的60%上升至74%。权益补货力度（权益拿地货值/权益销售金额）21-23年分别为119%、82%、83%，21-23年三年平均为95%，在14家房企中排名第二。
- **聚焦“强心30城”。**23年公司在重投6城、重投10城、择机14城拿地金额占比分别为62%、27%、9%，强心30城以外仅在中国香港获取土地，全年拿地城市数量19个，进一步聚焦。其中，重投6城为23年销售金额贡献50%（上海贡献25%），23年公司重投6城权益拿地占比66%，权益拿地金额555亿元，同比上升13%，持续的深耕、聚焦，将为公司带来更为稳定的销售业绩。公司22-23年在强心30城获取项目高于城市均价的37%，区位上更优优势。
- **盈利预测与投资建议。**业绩层面，考虑到23年下半年行业压力，我们调整公司23-25年盈利表现，预计23-25年公司归母净利润60亿元、85亿元、119亿元，同比分别+40%、+42%、+40%，公司NAV约为归母净资产（23Q3，964亿元）的1.5x，按照1.3xPB进行估值，对应公司合理价值13.82元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度存在不确定性，影响销售、结算进度；未来利润率的波动；前海、太子湾项目开发结算进度不确定。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	160643	183003	200055	214377	226465
增长率（%）	23.9%	13.9%	9.3%	7.2%	5.6%
EBITDA（百万元）	26913	23342	22997	25295	30051
归母净利润（百万元）	10372	4264	5967	8488	11871
增长率（%）	-15%	-59%	40%	42%	40%
EPS（元/股）	1.46	1.31	0.66	0.94	1.31
市盈率（x）	6.4	7.1	14.1	9.9	7.1
ROE（%）	10%	4%	6%	7%	9%
EV/EBITDA（x）	7.3	9.1	7.7	5.5	3.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

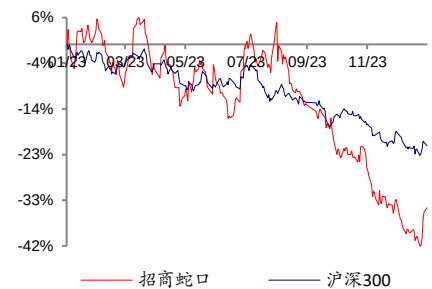
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	9.28 元
合理价值	13.82 元
前次评级	买入
报告日期	2024-01-30

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639

guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

招商蛇口 (001979.SZ) : 结算质量改善，投资进一步聚焦	2023-11-01
招商蛇口 (001979.SZ) : 管理层平稳过渡，销售升至行业前五	2023-09-13
招商蛇口 (001979.SZ) : 利润水平企稳回升，结算加速	2023-08-30
全年业绩可期	

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、销售进入行业前五，连续四年排名上升.....	4
二、加大权益投资，持续聚焦强心 30 城.....	6
三、盈利预测和投资建议.....	14
四、风险提示	16

图表索引

图 1: 招商蛇口单月销售金额及同比	6
图 2: 招商蛇口单月销售均价及年内累计销售均价 (元/平)	6
图 3: 招商蛇口权益拿地金额及同比	7
图 4: 招商蛇口拿地权益比例	7
图 5: 权益补货力度测算方法	8
图 6: 权益补货力度测算 (按照 23 年权益补货力度排序)	9
图 7: 招商蛇口拿地金额 (亿元) 按城市划分	11
图 8: 招商蛇口拿地金额结构	11
图 9: 招商蛇口 6 城拿地、销售金额占比	12
图 10: 招商蛇口销售及拿地金额	12
图 11: 招商蛇口拿地毛利率 (静态测算, 扣配建)	12
表 1: 房企年度销售金额及销售均价	4
表 2: 房企全口径销售金额排行榜	5
表 3: 房企全口径拿地金额及拿地力度	7
表 4: 招商蛇口拿地金额城市分布情况	9
表 5: 招商蛇口 6 个重投城市销售金额情况	11
表 6: 招商蛇口 22-23 年城市获取项目销售均价与该城市平均房价的对比	13
表 7: 招商蛇口盈利预测主要指标	14

一、销售进入行业前五，连续四年排名上升

根据公司经营公告，招商蛇口23年全年销售金额2936.35亿元，同比+0.35%，销售面积1223.41万方，同比+2.49%。根据克而瑞排行榜，招商蛇口全口径销售金额排名上升至行业第五，连续4年排名上升，23年末行业前五格局基本形成，由四家央企（保利、招商、中海、华润）及一家混合所有制（万科）组成，供给侧改革后的格局重构，体现出优质央企的资源优势与经营优势。

从销售均价来看，根据公司经营公告，招商蛇口23年销售均价2.4万/平，较21年均价增长8%，销售均价在前五房企中排名第一，背后反映出公司核心城市布局的战略定位及货值结构优化的结果。

表1：房企年度销售金额及销售均价

	全口径销售金额（亿元）				销售金额增速				销售均价（元/平）			23 较 21 均 价涨幅
	2016	2021	2022	2023	09-16 CAGR	16-21 CAGR	2022	2023	2021	2022	2023	
保利发展	2101	5349	4573	4222	25%	21%	-15%	-8%	16049	16642	17696	10%
万科 A	3648	6278	4170	3761	28%	11%	-34%	-10%	16486	15855	15252	-7%
中海集团	1886	3695	2948	3098	24%	14%	-20%	5%	19545	21251	23195	19%
华润置地	1080	3158	3013	3070	23%	24%	-5%	2%	17992	21139	23485	31%
招商蛇口	739	3268	2926	2936	26%	35%	-10%	0%	22318	24513	24001	8%
建发股份	477	2176	2097	2388		37%	-7%	14%	20187	21272	22793	13%
碧桂园	3088	7636	4642	2134	45%	20%	-36%	-54%	8401	8031	8036	-4%
绿城中国	958	2666	2128	1943	9%	23%	-20%	-9%	28422	26835	28324	0%
龙湖集团	881	2901	2016	1735	25%	27%	-31%	-14%	16975	15452	16396	-3%
金地集团	1006	2867	2218	1536	25%	23%	-23%	-31%	20819	21749	17505	-16%
滨江集团	367	1691	1539	1535	27%	36%	-9%	0%	47615	50025	46004	-3%
越秀地产	303	1152	1250	1420	27%	31%	9%	14%	27569	30209	31910	16%
中国金茂	375	2356	1550	1412		44%	-34%	-9%	17842	19884	17046	-4%
华发股份	357	1219	1202	1260	33%	28%	-1%	5%	26000	29993	31542	21%
中国铁建	477	1429	1281	1216		25%	-10%	-5%	14348	15363	16194	13%
绿地控股	2550	2902	1323	1124	29%	3%	-52%	-15%	12514	10805	10603	-15%
融创中国	1506	5974	1693	848	57%	32%	-72%	-50%	14423	13181	13952	-3%
新城控股	651	2338	1160	760	37%	29%	-50%	-35%	9928	9740	7836	-21%
旭辉控股集团	530	2473	1240	700		36%	-50%	-44%	17066	14777	13606	-20%
远洋集团	504	1363	1004	506	20%	22%	-26%	-50%	17757	16297	12209	-31%

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

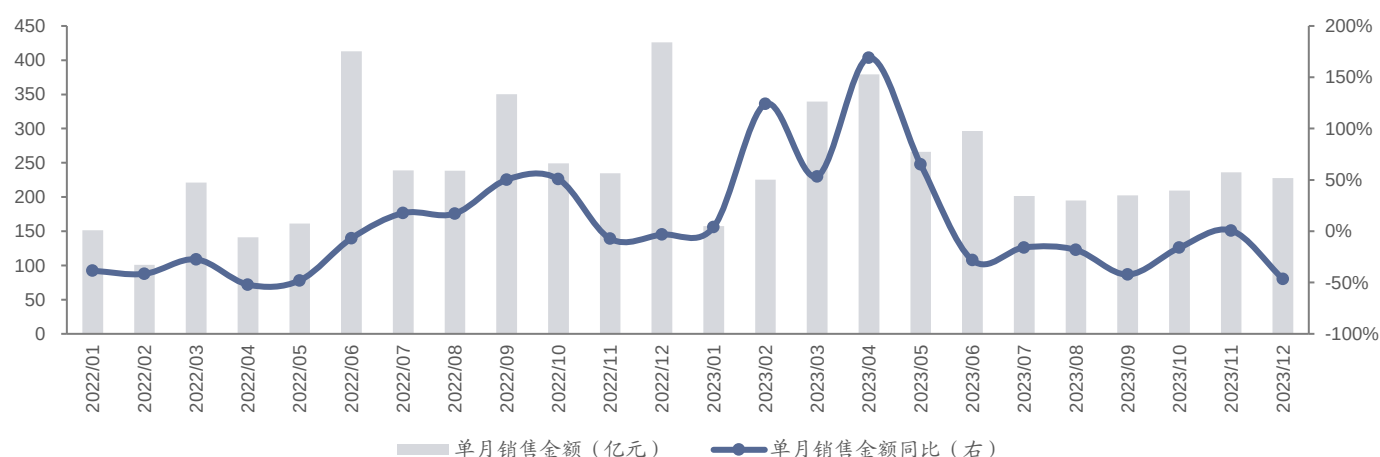
表2: 房企全口径销售金额排行榜

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	万科 A	万科 A	万科 A	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展
2	绿地控股	绿地控股	中国恒大	万科 A	万科 A	万科 A	万科 A	中国恒大	万科 A	保利发展	万科 A
3	万达集团	万达集团	绿地控股	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科 A	融创中国	万科 A	中海地产
4	保利地产	中国恒大	万达集团	绿地控股	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地
5	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利发展	中国恒大	中海地产	招商蛇口
6	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口	建发股份
7	中国恒大	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团	碧桂园
8	华润置地	世茂集团	华润置地	华夏幸福	龙湖集团	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	建发股份	绿城中国
9	世茂集团	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂集团	华润置地	绿地控股	绿城中国	龙湖集团
10	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	龙湖集团	金地集团
11	融创中国	富力地产	绿城中国	华润置地	绿城中国	世茂集团	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	融创中国	滨江集团
12	龙湖集团	绿城中国	世茂集团	金地集团	金地集团	招商蛇口	招商蛇口	新城控股	世茂集团	中国金茂	越秀地产
13	金地集团	华夏幸福	金地集团	龙湖集团	新城控股	华夏幸福	阳光城	金地集团	绿城中国	滨江集团	中国金茂
14	中信地产	龙湖集团	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口	阳光城	金地集团	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股	华发股份
15	招商蛇口	招商蛇口	龙湖集团	新城控股	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	中国铁建	中国铁建
16	富力地产	金地集团	富力地产	世茂集团	世茂集团	金地集团	中南置地	金科股份	新城控股	越秀地产	绿地控股
17	华夏幸福	雅居乐	雅居乐	首开股份	泰禾集团	绿城中国	金科集团	中南建设	建发股份	旭辉集团	融创中国
18	雅居乐	远洋集团	远洋集团	旭辉集团	中南置地	中南置地	中国金茂	阳光城	中南建设	华发股份	新城控股
19	远洋集团	九龙仓	中国铁建	富力地产	阳光城	富力地产	中梁控股	绿城中国	金科股份	新城控股	旭辉集团
20	中国中铁	金科集团	荣盛发展	鲁能集团	正荣集团	泰禾集团	华夏幸福	中梁控股	阳光城	远洋集团	中交地产

数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

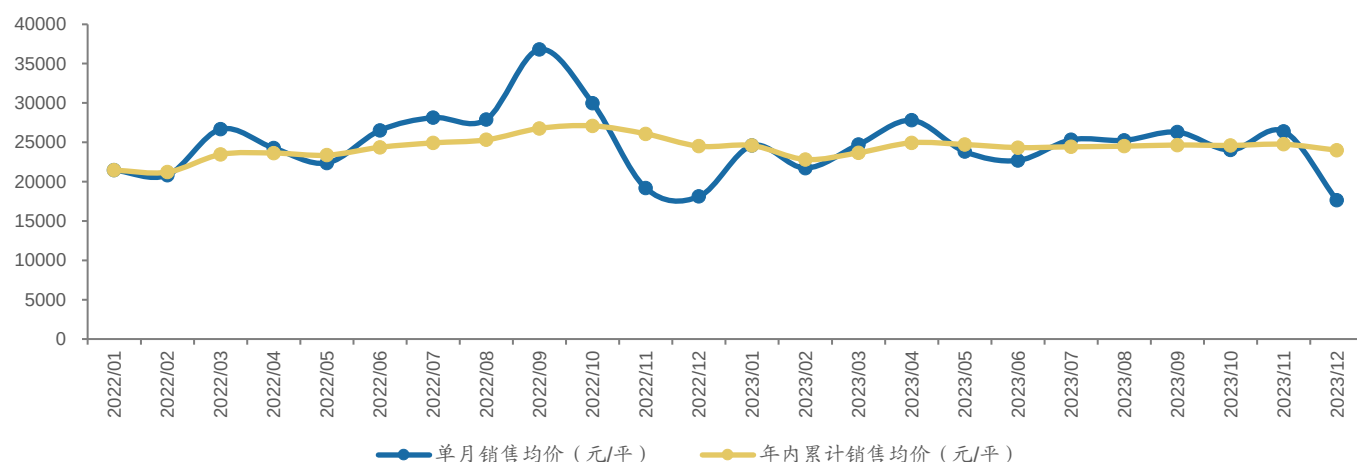
从单月情况来看,22年到23年上半年,招商蛇口销售表现出比较明显的季节性,在23年上半年抓住行业窗口积极推货,3月、4月分别实现340、379亿元的销售金额,上半年累计完成1664.4亿元,同比+40.1%。上半年销售业绩较好的情况下,下半年的销售策略更为从容,7月-12月月均销售210亿元左右,上下半年销售贡献接近6:4。

图1：招商蛇口单月销售金额及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图2：招商蛇口单月销售均价及年内累计销售均价（元/平）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

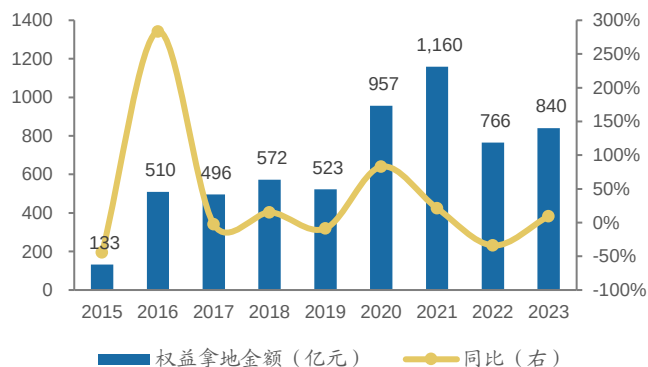
二、加大权益投资，持续聚焦强心 30 城

投资从三个维度进行分析：投资规模、投资分布、投资质量。

第一，根据公司经营公告，招商蛇口23年获取55宗地块，总建面589万方，总地价1134亿元，拿地力度39%，较22年下降5pct，全口径拿地金额排名第五，与销售排名一致。

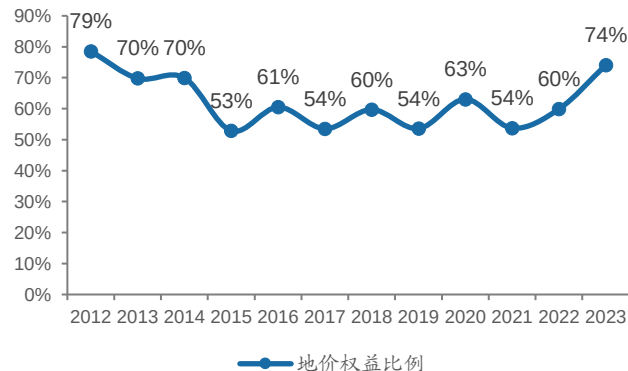
从权益的角度来看，招商蛇口23年权益拿地金额840亿元，同比+10%，权益比例从22年的60%上升至74%，权益投资额上升。

图3：招商蛇口权益拿地金额及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图4：招商蛇口拿地权益比例



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表3：房企全口径拿地金额及拿地力度

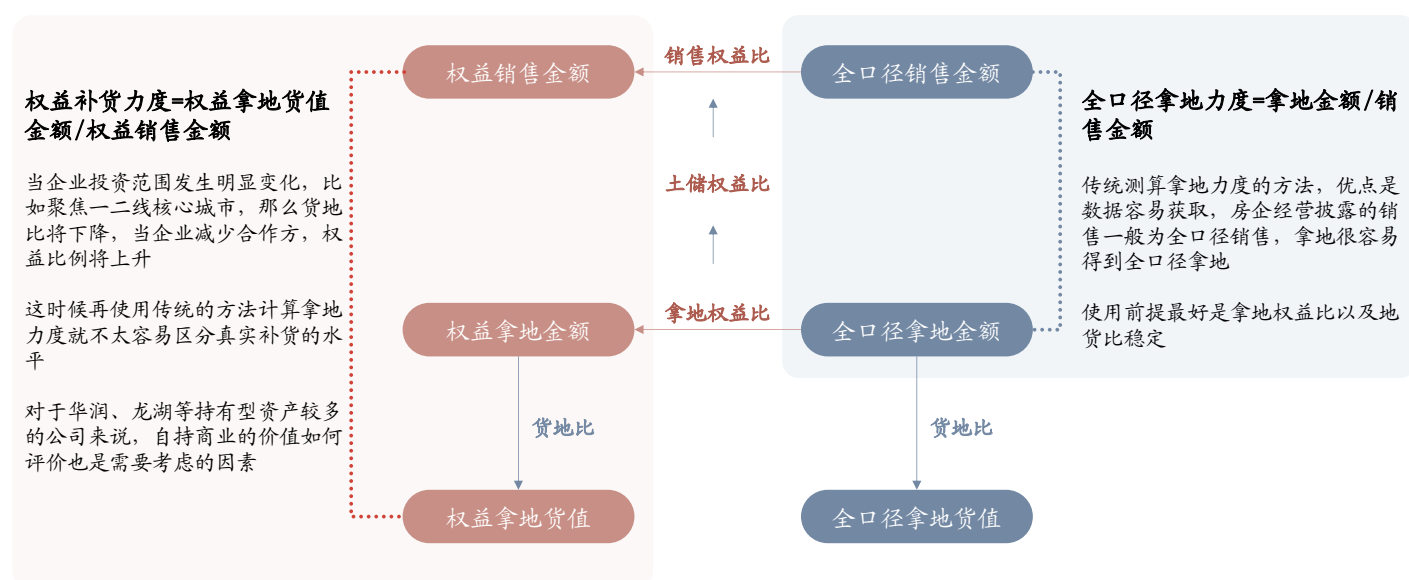
	拿地金额 (亿元)					拿地力度 (拿地金额/销售金额)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
华润置地	1424	1380	1490	1442	1783	59%	48%	47%	48%	58%
保利发展	1555	2353	1857	1613	1632	34%	47%	35%	35%	39%
中海集团	1764	1820	1774	1219	1440	55%	50%	48%	41%	46%
建发股份	630	1054	1576	1030	1305	63%	76%	72%	49%	55%
招商蛇口	976	1517	2158	1279	1134	44%	55%	66%	44%	39%
万科A	2199	2204	1852	886	830	35%	31%	29%	21%	22%
绿城中国	913	1494	1592	596	760	67%	70%	60%	28%	39%
越秀地产	489	511	932	838	597	68%	53%	81%	67%	42%
滨江集团	504	782	710	721	577	45%	57%	42%	47%	38%
华发股份	265	813	267	493	575	29%	67%	22%	41%	46%
龙湖集团	1071	1460	1527	469	351	44%	54%	53%	23%	20%
保利置业	162	147	276	260	227	37%	28%	49%	52%	42%
中国金茂	1046	1030	1163	277	221	65%	45%	49%	18%	16%
城建发展	80	92	138	151	151	40%	43%	54%	50%	31%
金地集团	1200	1350	1309	368	125	57%	56%	46%	17%	8%
首开股份	318	603	572	140	105	31%	56%	50%	16%	17%
碧桂园	2256	2377	1628	67	78	29%	30%	21%	1%	4%
新城控股	607	1255	767	28	25	22%	50%	33%	2%	3%
绿地控股	1053	929	413	0	0	27%	26%	14%	0%	0%
融创中国	5165	3261	1014	0	0	93%	57%	17%	0%	0%
旭辉控股集团	825	915	878	65	0	41%	40%	36%	5%	0%
美的置业	388	332	325	0	0	38%	26%	24%	0%	0%

数据来源：房企经营公告，广发证券发展研究中心

传统我们测算拿地力度用全口径拿地金额/全口径销售金额，数据容易获取，容易计算。考虑到当前行业环境的两个变化，传统的方法并不准确：第一，当前企业投资聚焦核心一二线，高均价的核心城市货地比较低，比如三四线城市，1万元/平的房价大约对应3000元/平的地价，货地比约为3x，而3万元/平的房价大约对应1.5万/平的地价，货地比约为2x，换句话说，预计销售1万元/平的项目，30-40%的全口径拿地力度即是“等量拓展”（拿地货值=销售货值），预计销售3万元/平的项目，50%的拿地力度才算是“等量拓展”。第二，权益比例的变化，土地竞争热度下降，企业提升权益比例，这时候拿地权益比>销售权益比，需要考虑权益的变化。

综合以上两点，权益补货力度（权益拿地货值/权益销售金额）是衡量企业真实补货力度相对准确的方法。

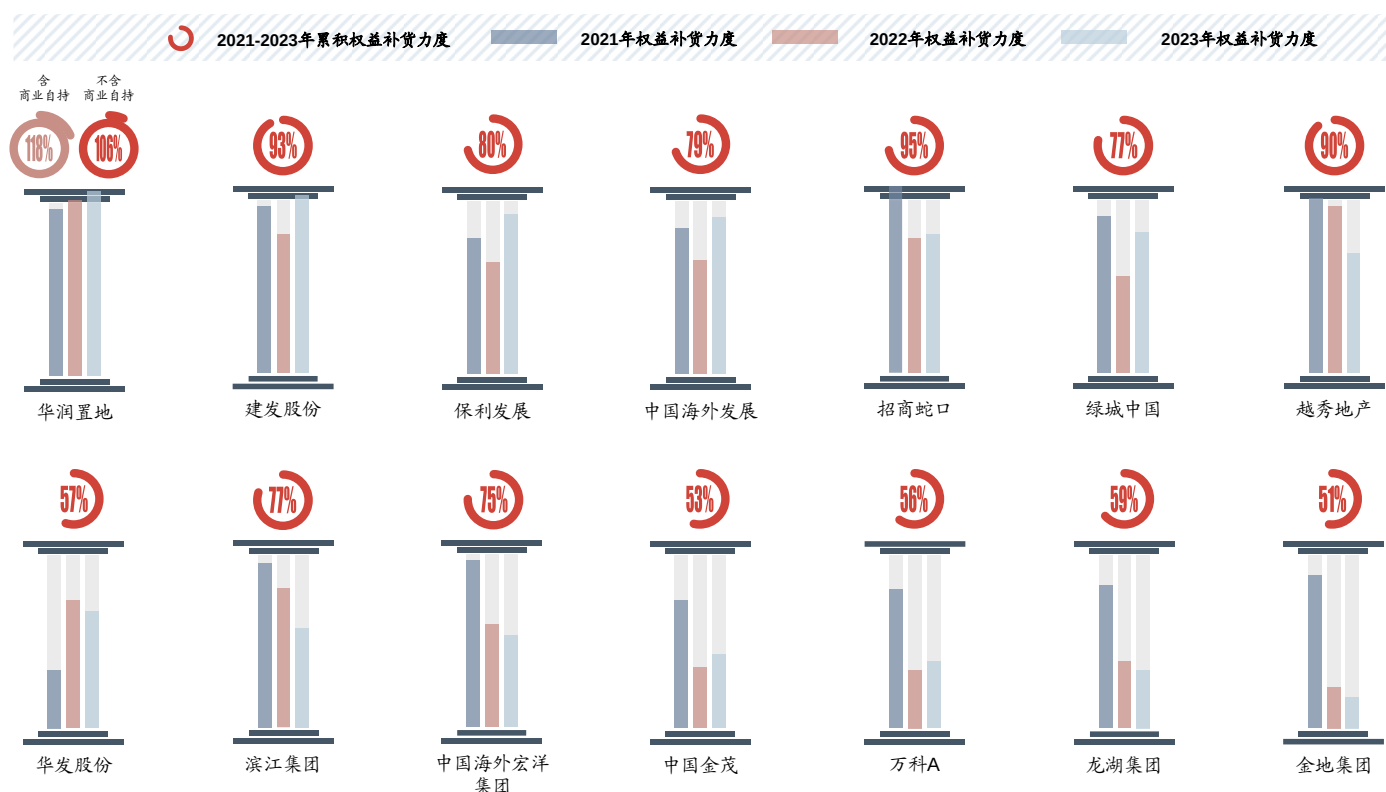
图5：权益补货力度测算方法



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心；注：货值计算基于中指院项目均价

从权益补货力度来看，招商蛇口21-23年权益补货力度分别为119%、82%、83%，21-23年三年平均95%，在14家房企中排名第二，23年权益补货力度在14家房企中排名第五，在行业环境较大波动的情况下，公司保持积极、稳健的投资策略。

图6：权益补货力度测算（按照23年权益补货力度排序）



数据来源：公司经营公告，中指院，广发证券发展研究中心；注：货值计算基于中指院项目均价

第二，拿地分布来看，公司22年以来投资聚焦“强心30城”，其中23年重投6城、重投10城、择机14城全口径拿地金额分别为705亿元、304亿元、107亿元，占比分别为62%、27%、9%，“6+10”城资源占比89%，较21、22年提升17pct、4pct，整体投资思路与22年基本一致，更为聚焦，23年，30城以外仅投资了中国香港一个城市，全年拿地城市数量19个。

表4：招商蛇口拿地金额城市分布情况（单位：亿元）

城市	2019	2020	2021	2022	2023	2021 占比	2022 占比	2023 占比
上海	48	183	380	357	290	18%	28%	26%
深圳	27	25	71	129	22	3%	10%	2%
南京	82	125	202	18	42	9%	1%	4%
杭州	1	70	95	67	89	4%	5%	8%
合肥	54	65	42	80	43	2%	6%	4%
北京	95	0	77	150	219	4%	12%	19%
重投 6 城	308	467	866	799	705	40%	62%	62%
广州	41	69	144	0	60	7%	0%	5%
重庆	15	4	56	26	0	3%	2%	0%
苏州	186	102	145	85	55	7%	7%	5%

成都	6	54	57	13	41	3%	1%	4%
武汉		121	58	0	16	3%	0%	1%
西安	34	37	34	25	76	2%	2%	7%
东莞	20	75	94	50	0	4%	4%	0%
宁波	27	29	75	18	26	3%	1%	2%
大连	6	44	21	0	0	1%	0%	0%
长沙	17	15	0	75	30	0%	6%	3%
重投 10 城	351	551	684	292	304	32%	23%	27%
天津	18	0	56	0	0	3%	0%	0%
佛山	13	33	26	5	7	1%	0%	1%
厦门	0	0	10	10	64	0%	1%	6%
青岛	15	7	3	0	14	0%	0%	1%
常州	0	20	31	0	0	1%	0%	0%
昆明	40	17	8	5	0	0%	0%	0%
沈阳	0	30	25	0	0	1%	0%	0%
郑州	15	2	9	3	6	0%	0%	1%
无锡	0	20	57	0	0	3%	0%	0%
南通	16	59	76	27	0	4%	2%	0%
徐州	0	40	11	0	17	1%	0%	2%
福州	10	0	0	14	0	0%	1%	0%
温州	44	43	65	27	0	3%	2%	0%
择机 14 城	171	270	378	90	107	18%	7%	9%
强心 30 城	830	1288	1928	1182	1117	89%	92%	98%
香港			0	31	18	0%	2%	2%
漳州			7	0	0	0%	0%	0%
南宁			6	0	0	0%	0%	0%
绍兴			65	0	0	3%	0%	0%
嘉兴			12	0	0	1%	0%	0%
台州			8	0	0	0%	0%	0%
扬州			24	0	0	1%	0%	0%
三亚			0	9	0	0%	1%	0%
金华			10	12	0	0%	1%	0%
南昌			14	0	0	1%	0%	0%
保定			8	0	0	0%	0%	0%
盐城			31	37	0	1%	3%	0%
芜湖			38	0	0	2%	0%	0%
宿迁			6	0	0	0%	0%	0%
乌鲁木齐			0	12	0	0%	1%	0%
其他城市	223	229	229	102	18	11%	8%	2%
合计	1053	1517	2157	1283	1134	100%	100%	100%

数据来源：房企经营公告，广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/315010140333011102>