

Q4 结转放缓，全年业绩平稳

——招商蛇口(001979.SZ) 2018年度业绩预告点评

公司简报

◆事件：公司发布2018年度业绩预告

公司发布2018年度业绩预告，预计2018年归母净利润145亿元-155亿元，同比增长19%-27%；因期内收购漳州项目，进行追溯调整后同比增长15%-22%。扣除永续债利息后2018年公司实现基本每股收益约1.79-1.92元，同比增长15%-24%；追溯调整后同比增长12%-20%。

◆全年业绩平稳释放，结转节奏相对前置

2018年公司业绩平稳增长主要系社区和园区开发业务毛利同比增加43亿元、以及资产整体出售带动投资收益提升。从结转节奏来看，结构相对前置，2018年四季度实现归母净利润62-72亿元，同比下降15%-27%，全年业绩占比降至43%-47%（2017年为70%）。

◆销售增长靓丽，或受益于核心城市基本面改善

2018年公司实现销售金额1706亿元，同比增长51%，增速明显高于龙头平均水平（克而瑞数据TOP20房企平均增速为29%）。考虑到公司土储主要位于一二线城市，或受益于核心城市政策面、基本面边际改善，预计2019年销售增长仍具一定韧性。

◆公司大额回购彰显后续发展信心

2019年1月公司公告拟以20-40亿元回购股份，回购价格不超过23.12元/股。回购股份的50%用于股权激励或员工持股计划，另外50%用于可转债转股需求。

◆维持“买入”评级

公司2018年四季度结转有所放缓，毛利水平或从高位回落，我们小幅下调公司2018-2020年预测EPS至1.92、2.38、2.67元（原为1.95、2.41、2.93元），当前股价对应预测PE分别为10.3、8.4、7.4倍。我们维持2019年10倍PE估值，对应目标价下调至23.76元，公司前海土地整备方案落地加速资源价值释放，中长期增长潜力较强，维持“买入”评级。

◆风险提示

房地产调控致销售不及预期；项目结算进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	63,573	75,455	94,036	116,102	141,889
营业收入增长率	29.15%	18.69%	24.63%	23.47%	22.21%
净利润(百万元)	9,581	12,220	15,173	18,782	21,137
净利润增长率	97.54%	27.54%	24.16%	23.79%	12.54%
EPS(元)	1.21	1.55	1.92	2.38	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.98%	17.87%	19.29%	20.45%	19.93%
P/E	16	13	10	8	7
P/B	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年2月14日

买入(维持)

当前价/目标价：19.85/23.76元

分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebsec.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebsec.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：79.04
总市值(亿元)：1568.96
一年最低/最高(元)：15.92/24.09
近3月换手率：12.92%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.37	3.32	3.42
绝对	12.30	8.41	-10.14

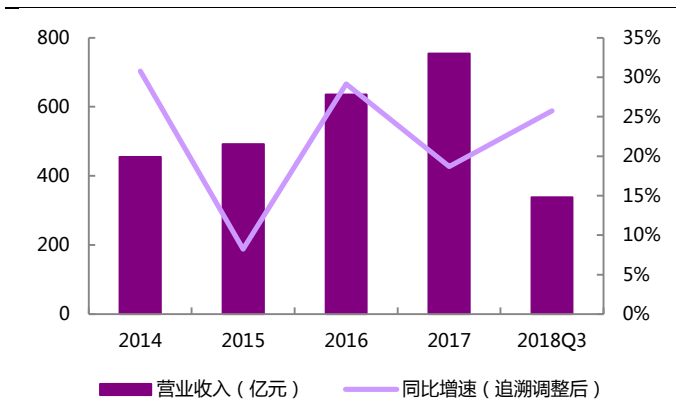
资料来源：Wind

相关研报

尽占天时地利人和 亟待土储价值释放
..... 2018-03-08

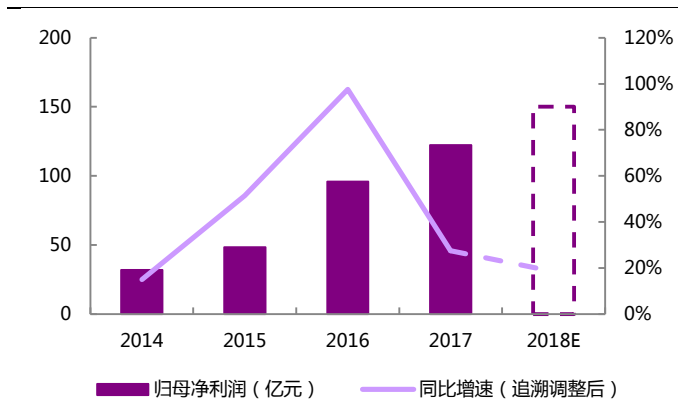
附录

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

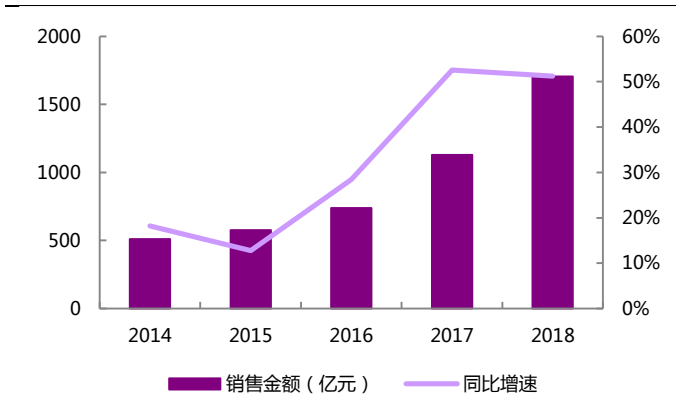
图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

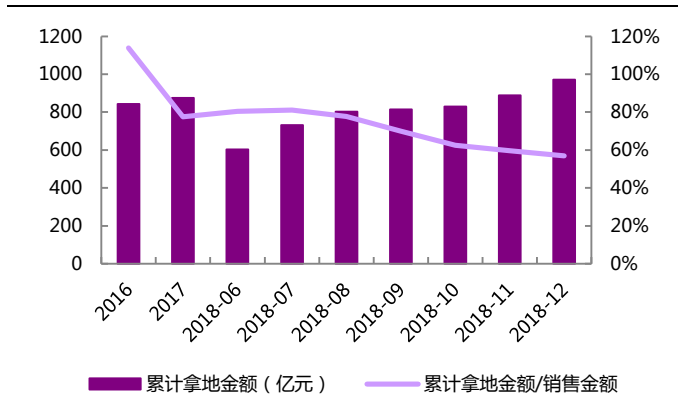
注：2018 年数据为预计区间中值

图 3：公司签约销售金额及同比增速



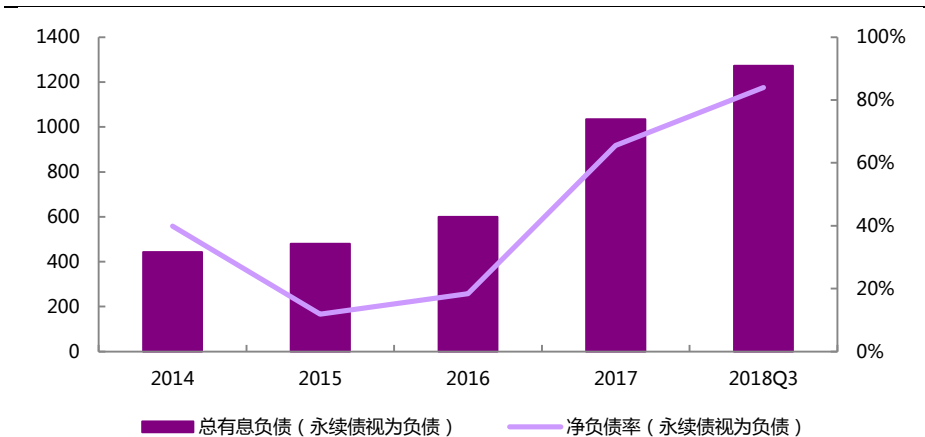
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司拿地金额及投资力度

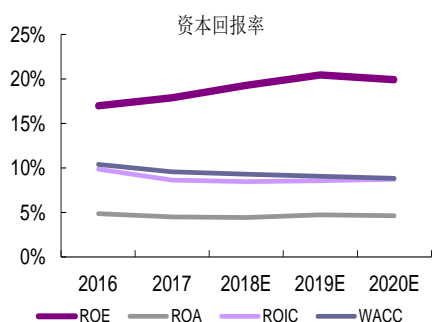
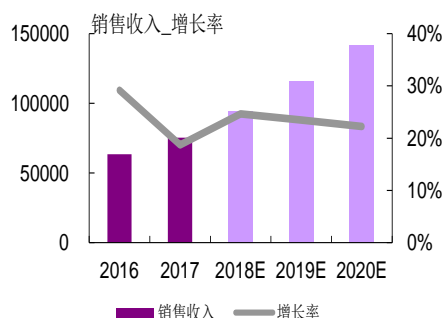
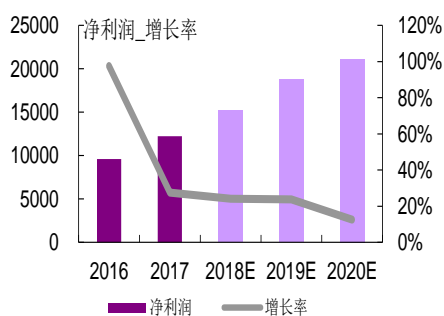
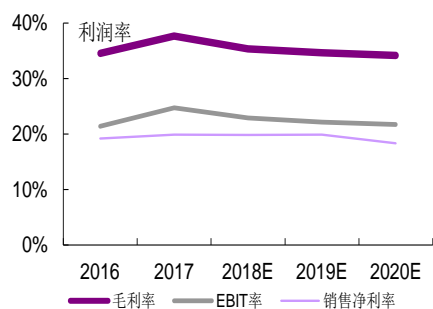


资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：公司有息负债及净负债率（永续债视为负债）



资料来源：Wind，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	63,573	75,455	94,036	116,102	141,889
营业成本	41,617	47,039	60,774	75,890	93,394
折旧和摊销	799	943	485	537	574
营业税费	6,171	6,673	8,316	10,268	12,548
销售费用	1,160	1,468	1,829	2,258	2,760
管理费用	1,066	1,282	1,597	1,972	2,410
财务费用	1,418	836	1,624	1,881	1,774
公允价值变动损益	-57	-14	0	2,000	0
投资收益	4,203	2,910	5,820	5,995	6,594
营业利润	16,338	20,752	25,713	31,826	35,595
利润总额	16,480	20,734	25,713	31,826	35,595
少数股东损益	2,605	2,789	3,469	4,292	4,847
归属母公司净利润	9,581	12,220	15,173	18,782	21,137

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	250,732	332,621	420,938	486,938	562,626
流动资产	210,952	286,585	367,795	430,935	503,559
货币资金	45,603	45,278	56,421	69,661	85,134
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	227	220	321	396	484
应收票据	4	1	0	0	0
其他应收款	32,460	62,297	71,091	81,619	94,073
存货	114,187	164,233	227,783	265,497	308,082
可供出售投资	98	227	269	269	269
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,952	8,264	12,629	15,027	17,665
固定资产	2,624	2,839	3,233	3,198	3,123
无形资产	494	465	461	438	416
总负债	172,906	239,838	314,414	362,933	419,558
无息负债	112,959	140,363	194,788	224,335	257,007
有息负债	59,947	99,475	119,626	138,598	162,551
股东权益	77,826	92,783	106,524	124,006	143,068
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
公积金	22,087	22,554	23,666	23,666	23,666
未分配利润	25,463	33,225	42,384	55,574	69,789
少数股东权益	21,395	24,415	27,884	32,176	37,023

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-12,715	-4,709	-1,247	-3,298	-3,257
净利润	9,581	12,220	15,173	18,782	21,137
折旧摊销	799	943	485	537	574
净营运资金增加	15,582	53,418	27,575	34,034	40,468
其他	-38,678	-71,291	-44,480	-56,651	-65,437
投资活动产生现金流	5,483	-32,657	-1,607	4,597	2,957
净资本支出	-1,304	-2,490	-1,020	-500	-500
长期投资变化	2,952	8,264	-4,365	-2,398	-2,638
其他资产变化	3,834	-38,431	3,778	7,495	6,094
融资活动现金流	11,756	33,783	13,997	11,940	15,773
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	11,939	39,528	20,150	18,972	23,953
无息负债变化	12,231	27,404	54,425	29,547	32,672
净现金流	4,952	-3,881	11,144	13,240	15,473

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	29.15%	18.69%	24.63%	23.47%	22.21%
净利润增长率	97.54%	27.54%	24.16%	23.79%	12.54%
EBITDA 增长率	23.39%	36.06%	12.22%	19.31%	19.43%
EBIT 增长率	23.91%	37.12%	15.30%	19.50%	19.69%
估值指标					
PE	16	13	10	8	7
PB	3	2	2	2	1
EV/EBITDA	16	14	13	12	11
EV/EBIT	16	14	13	12	11
EV/NOPLAT	22	20	19	17	15
EV/Sales	4	4	3	3	2
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	34.54%	37.66%	35.37%	34.63%	34.18%
EBITDA 率	22.67%	25.98%	23.40%	22.61%	22.09%
EBIT 率	21.41%	24.73%	22.88%	22.15%	21.69%
税前净利润率	25.92%	27.48%	27.34%	27.41%	25.09%
税后净利润率 (归属母公司)	15.07%	16.20%	16.14%	16.18%	14.90%
ROA	4.86%	4.51%	4.43%	4.74%	4.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.98%	17.87%	19.29%	20.45%	19.93%
经营性 ROIC	9.88%	8.64%	8.48%	8.57%	8.73%
偿债能力					
流动比率	1.75	1.71	1.65	1.66	1.66
速动比率	0.80	0.73	0.63	0.64	0.64
归属母公司权益/有息债务	0.94	0.69	0.66	0.66	0.65
有形资产/有息债务	4.09	3.29	3.47	3.47	3.43
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.21	1.55	1.92	2.38	2.67
每股红利	0.50	0.62	0.71	0.88	0.99
每股经营现金流	-1.61	-0.60	-0.16	-0.42	-0.41
每股自由现金流(FCFF)	-0.77	-5.20	-1.58	-1.94	-2.27
每股净资产	7.14	8.65	9.95	11.62	13.42
每股销售收入	8.04	9.55	11.90	14.69	17.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com