

销售高速增长 未来尽享大湾区红利

——招商蛇口（001979）2018 年年报点评

2019 年 03 月 20 日

强烈推荐/维持

招商蛇口

财报点评

任鹤

分析师

执业证书编号：S1480118020022

Renhe07@163.com 010-66554089

事件：

公司发布 2018 年年报，报告期内，全年实现营业收入 882.8 亿元，同比增长 16.3%；归母净利润 152.4 亿元，同比增长 20.4%。2018 年实现销售额 1706 亿元，同比增加 51.26%；销售面积 827 万平方米，同比增长 45.15%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	12748.88	7172.96	49076.36	9163.12	11824.68	12792.25	54497.81
增长率（%）	-23.77%	-53.67%	82.84%	32.04%	-7.25%	78.34%	11.05%
毛利率（%）	28.14%	28.85%	43.68%	49.45%	37.54%	38.60%	38.45%
期间费用率（%）	4.92%	10.89%	3.61%	3.45%	13.64%	10.07%	4.24%
营业利润率（%）	19.16%	13.14%	29.15%	78.88%	25.34%	21.77%	24.96%
净利润（百万元）	1743.08	498.23	10724.83	5825.79	2143.15	1754.99	9736.85
增长率（%）	-51.90%	-81.67%	113.50%	135.41%	22.95%	252.25%	-09.21%
每股盈利（季度，元）	0.19	0.03	1.11	0.73	0.17	0.15	0.88
资产负债率（%）	72.28%	74.01%	71.80%	72.15%	77.12%	77.17%	74.28%
净资产收益率（%）	2.26%	0.64%	11.21%	5.80%	2.30%	1.83%	8.94%
总资产收益率（%）	0.63%	0.17%	3.16%	1.62%	0.53%	0.42%	2.30%

观点：

➤ 销售表现亮眼 未来增长可期

2018年，公司实现销售额1706亿元，同比增加51.26%；销售面积827万平方米，同比增长45.15%。在本年全国商品房销售面积和金额同比增速放缓的大背景下，公司销售仍保持了较快增长。布局方面，公司在粤港澳大湾区资源充裕，近千万平方米的优质资源正在有序地规划、开发及建设，预计未来将受益于粤港澳一体化国家战略的政策红利，未来销售增长可期。

在资源获取方面，公司拿地积极稳健，后备资源充足，保障未来销售。全年公司新增项目80个，扩充项目资源1357万平方米，达到全年销售面积的1.64倍。2019年公司销售目标为2000亿，较本年销售额增长

17%。

➤ 业绩稳健增长 毛利率有所上升

2018年，公司实现营业收入882.8亿元，同比增长16.3%。营收增长的主要原因是本期结算面积及结算均价的上升。分行业来看，公司社区开发与运营业务收入仍然占比最高，达到总营业收入的89%；园区开发与运营业务收入同比增幅最大，达到43%，主要系深圳太子商务广场项目的结转所致。

2018年，公司实现归母净利润152.4亿元，同比增长20.4%。结算收入增加与毛利率上升共同驱动了净利润的增长。本年公司毛利率为39.5%，较去年上升1.8个百分点。此外，公司投资收益实现125%的增长至65亿元，主要来源于转让资产收益及联合营公司投资收益的同比增加。

➤ 三大板块协同发展 创新型业态全面布局

2018年，公司继续聚焦园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营三大业务板块，以“前港-中区-后城”综合发展模式，参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。住宅业务方面，公司已布局近60个城市及地区，长租公寓快速发展，以轻资产租入改造、存量商办改造为主，构建融投管退全周期商业模式，在精耕深圳市场的基础上，全面覆盖北京、上海、广州、南京、杭州、苏州、武汉、成都、重庆和香港等13个国内一线、核心二线城市

➤ 净负债率下降 融资成本保持低位

2018年，公司净负债率仅为45%，较2017年下降13个百分点，维持在行业较低水平。融资方面，在行业融资环境整体趋紧的大背景下，公司做好市场预判，适时调整融资策略，深入开展与金融机构的合作，新增200亿中期票据、超短融注册额度，顺利发行公司债券、超短期融资券、永续中票等直接融资130亿元。报告期内公司的综合资金成本为4.85%，继续保持行业领先优势。

投资建议与评级：

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 1081 亿元、1299 亿元和 1543 亿元，归母净利润分别为 203 亿元、243 亿元和 284 亿元，每股收益分别为 2.57 元、3.07 元和 3.59 元，对应 PE 分别为 8.7X、7.2X 和 6.2X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

房地产市场整体表现下行。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	286585	354436	392770	415829	441456	营业收入	75455	88278	108101	129908	154322
货币资金	45278	67375	131378	138372	151194	营业成本	47039	53415	65401	78724	93982
应收账款	220	1204	888	712	423	营业税金及附加	6673	8324	9880	11874	14105
其他应收款	62297	64577	64577	64577	64577	营业费用	1468	1554	2000	2403	2855
预付款项	5792	2679	7636	7636	7636	管理费用	1282	1527	1265	1520	1806
存货	164233	210821	179180	194115	205988	财务费用	836	2448	1345	1267	1285
其他流动资产	6435	7716	9103	10412	11632	资产减值损失	331	986	421	221	111
非流动资产合计	46036	68786	67607	78632	88778	公允价值变动收益	-14	-63	44	44	44
长期股权投资	8264	17311	17311	17311	17311	投资净收益	2910.0	6547.6	7202.4	7922.6	8714.9
固定资产	2838.8	3389.7	3803.8	14882.	25083.	营业利润	20752	26613	35035	41866	48938
无形资产	465	541	487	433	379	营业外收入	157.89	143.58	173.00	173.00	173.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	175.92	155.96	137.00	137.00	137.00
资产总计	332621	423221	460377	494461	530235	利润总额	20734	26601	35071	41902	48974
流动负债合计	167310	230615	242633	269732	300448	所得税	5725	7140	9119	10894	12733
短期借款	16768	16741	18415	20256	22282	净利润	15009	19461	25953	31007	36241
应付账款	21769	26013	35836	43137	51497	少数股东损益	2789	4221	5629	6725	7860
预收款项	55061	60463	65868	72363	80079	归属母公司净利润	12220	15240	20324	24282	28381
一年内到期的非流	13613	21489	23638	26002	28603	EBITDA	22854	30462	36948	43701	50790
非流动负债合计	72529	83744	81267	84286	87590	EPS (元)	1.55	1.89	2.57	3.07	3.59
长期借款	60697	61647	62652	63856	65163	主要财务比率					
应付债券	8398	16499	18149	19963	21960		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	239838	314359	323900	354018	388038	成长能力					
少数股东权益	24415	32954	38583	45308	53168	营业收入增长	18.7%	17.0%	22.5%	20.2%	18.8%
实收资本(或股本)	7904	7904	7904	7904	7904	营业利润增长	27.0%	28.2%	31.6%	19.5%	16.9%
资本公积	19714	12050	12050	12050	12050	归属于母公司净利润	27.5%	24.7%	33.4%	19.5%	16.9%
未分配利润	33225	44770	52170	61011	71344	获利能力					
归属母公司股东权	68368	75909	89230	95135	100597	毛利率(%)	37.7%	39.5%	39.5%	39.4%	39.1%
负债和所有者权	332621	423221	460377	494461	530235	净利率(%)	19.9%	22.0%	24.0%	23.9%	23.5%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元						9.10%	3.7%	3.6%	4.4%	4.9%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)					
							17.9%	20.1%	22.8%	25.5%	28.2%
经营活动现金流	-4709	10478	70701	31924	42731	偿债能力					
净利润	15009	19461	25953	31007	36241	资产负债率(%)	72%	74%	70%	72%	73%
折旧摊销	1266.5	1400.5	0.00	568.04	568.04	流动比率	1.7	1.5	1.6	1.5	1.5
财务费用	836	2448	1345	1267	1285	速动比率	0.7	0.6	0.9	0.8	0.8
应收账款减少	0	0	315	177	289	营运能力					
预收帐款增加	0	0	5405	6495	7716	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
投资活动现金流	-32657	2955	7033	7746	8648	应收账款周转率	337.6	124.0	103.3	162.4	272.0
公允价值变动收益	-14	-63	44	44	44	应付账款周转率	3.8	3.7	3.5	3.3	3.3
长期股权投资减少	0	0	149	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2910	6548	7202	7923	8715	每股收益(最新摊薄)	1.6	1.9	2.6	3.1	3.6
筹资活动现金流	33783	851	-13731	-32676	-38557	每股净现金流(最新)	(0.5)	1.8	8.1	0.9	1.6
应付债券增加	0	0	1650	1815	1996	每股净资产(最新摊)	8.6	9.6	11.3	12.0	12.7
长期借款增加	0	0	1005	1204	1307	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.4	11.8	8.7	7.2	6.2
资本公积增加	-39	-7665	0	0	0	P/B	2.6	2.3	2.0	1.8	1.7
现金净增加额	-3583	14284	64003	6994	12822	EV/EBITDA	10.1	7.4	7.1	3.8	3.2

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3年龙头房企工作经历，注册会计师，一级注册建造师。对房地产行业有系统认识，擅长从行业和公司两个层面，对行业趋势和公司运营进行系统分析。

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3年龙头房企工作经历，注册会计师，一级注册建造师。对房地产行业有系统认识，擅长从行业和公司两个层面，对行业趋势和公司运营进行系统分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。