

## 2019年竣工提速，结算存期待

### ——招商蛇口(001979.SZ)2018年报点评

公司动态

#### ◆预计2019年竣工提速，结算增长存期待

2018年公司实现营业收入883亿元，同比+16.3%；实现归母净利润152亿元，同比+20.4%；拟每10股派息7.8元(含税)，现金分红额占归母净利润比例保持在40%。

2018年公司地产结算面积、金额同比分别-4%、+17%，营收增长主要系均价提升。高毛利深圳项目入账，综合毛利率同比+1.7pc至39.5%，叠加投资收益+125%至65.5亿元，归母净利润率同比+1.07pc至17.3%。

2019年公司计划竣工1000万方，较2018年计划竣工面积+69%。考虑到公司2017-2018年销售金额分别同比+53%、+51%，竣工提速下，2019-2020年结算增长存期待。

#### ◆优质土储支撑销售平稳增长

2018年末，公司在建/拟建项目面积4218万方，其中一线占比17%，二线占比51%，粤港澳及长三角三四线占比13%，短期内受益于高能级城市底部复苏，中长期匹配国家战略级区域规划，资源增值潜力较高。

#### ◆融资成本低位稳定，杠杆处健康区间

2018年公司平均资金成本4.85%，保持低位稳定；货币资金/(短期借款+一年内到期非流动负债)约1.76，短期偿债能力较强；得益于现金流改善及净资产扩张，净负债率(永续债视为负债)同比回落11pc至55%。

#### ◆目标价27.05元，维持“买入”评级

公司销售受益于行业结构切换，竣工加速有望推动业绩释放。我们小幅上调公司2019-2020年预测净利润至192、217亿元(原为188、211亿元)，引入2021年预测净利润为253亿元。扣减3.2亿元永续债利息后(假设与2018年一致)，对应2019-2021年预测EPS为2.39、2.70、3.15元，当前股价对应2019-2021年预测PE为9.3、8.2、7.1倍。公司资源属性凸出，财务保持稳健，中长期有质量成长具备支撑，近期大额回购彰显发展信心，我们维持2019年10倍PE估值，对应目标价上调至27.05元，维持“买入”评级。

#### ◆风险提示

房地产持续调控，导致公司销售回款及毛利水平不及预期；公司项目竣工交付进度不及预期；港城联动模式异地复制不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,455	88,278	114,619	143,154	174,981
营业收入增长率	18.69%	16.99%	29.84%	24.90%	22.23%
净利润(百万元)	12,220	15,240	19,244	21,700	25,252
净利润增长率	27.54%	24.71%	26.27%	12.76%	16.37%
EPS(元)	1.55	1.93	2.39	2.70	3.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.87%	20.08%	21.70%	21.10%	21.11%
P/E	14	12	9	8	7
P/B	2.6	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3月28日

## 买入(维持)

当前价/目标价: 22.30/27.05元

### 分析师

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

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

### 联系人

黄帅斌  
021-52523828  
[huangshuaibin@ebsec.com](mailto:huangshuaibin@ebsec.com)

### 市场数据

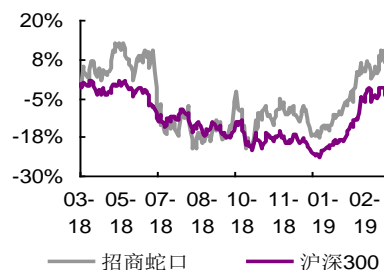
总股本(亿股): 79.04

总市值(亿元): 1762.67

一年最低/最高(元): 15.92/23.56

近3月换手率: 22.12%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.28	6.88	13.27
绝对	3.64	31.55	8.54

资料来源: Wind

### 相关研报

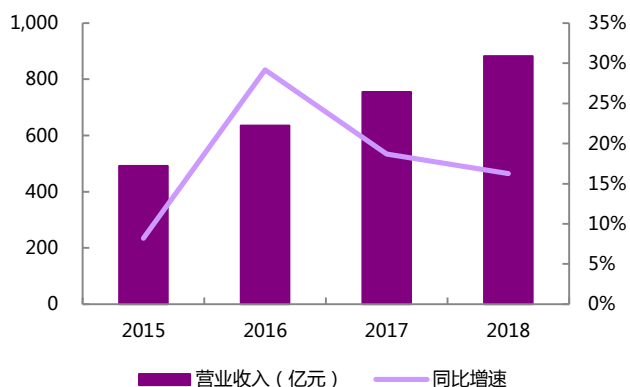
Q4 结转放缓, 全年业绩平稳——招商蛇口(001979.SZ)2018年度业绩预告点评  
.....2019-02-14

## 1、预计竣工提速，2019 年结算存期待

2018 年公司实现营业收入 883 亿元，同比增长 16.3%；实现归母净利润 152 亿元，同比增长 20.4%；实现扣非归母净利润 146 亿元，同比增长 23%。

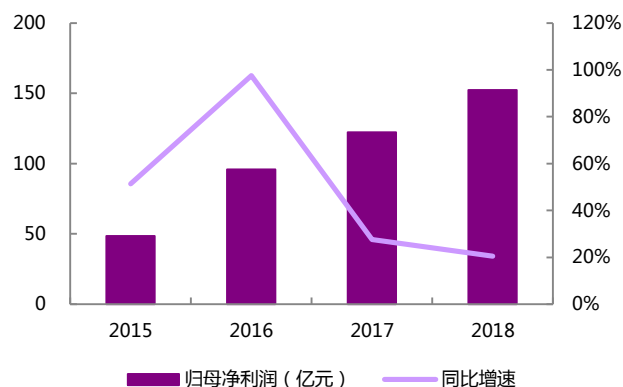
扣减 3.2 亿元永续债利息后，2018 年公司基本每股收益 1.89 元，同比增长 18.13%。公司拟每 10 股派发现金股利 7.8 元（含税），现金分红金额 61.1 亿元（含税），占当期归母净利润的比例继续保持在 40%。

图 1：公司营业收入及同比增速



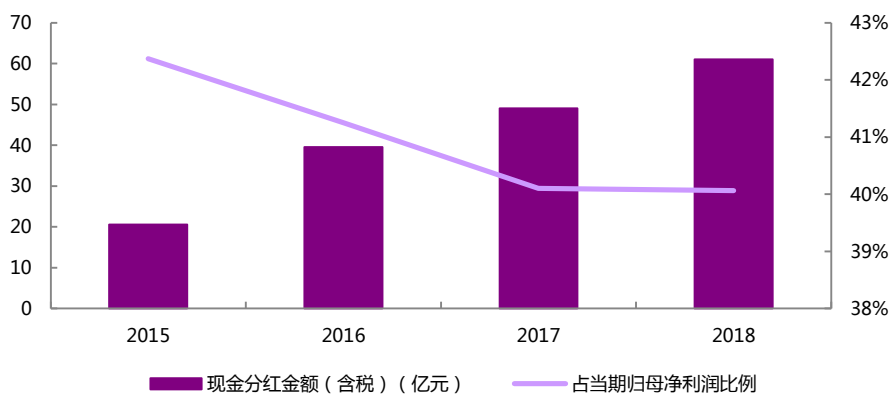
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司现金分红金额及当期归母净利润占比

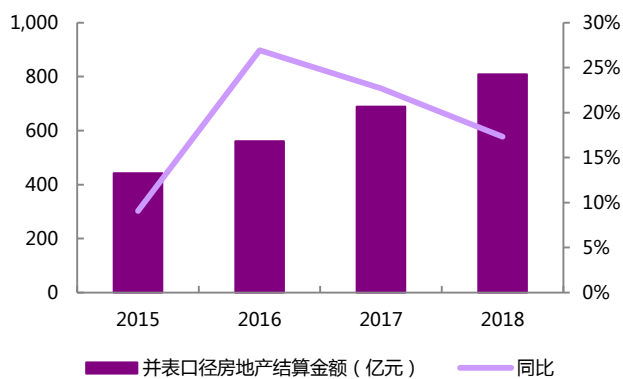


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018 年公司地产结算平稳增长主要来自于均价提升：期内结算面积 419 万方，同比减少 4%；结算金额 808 亿元，同比增长 17%；结算均价 19266 元/平方米，同比增长 22%，占当期销售均价的比例由 80% 提升至 93%。

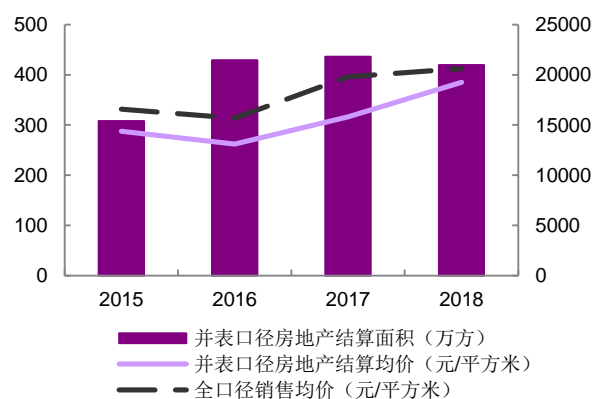
拆分板块来看，2018 年公司社区、园区、邮轮三大业务表内确认收入同比增速分别为：14%、43%、-4%。

图 4：公司表内房地产结算金额及同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：公司表内房地产结算面积及均价



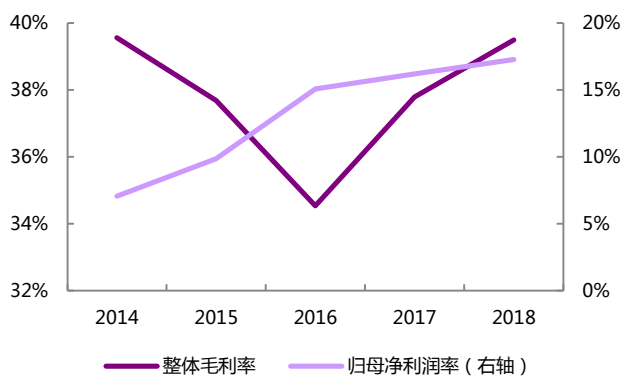
资料来源：公司公告，光大证券研究所

盈利水平方面，得益于高毛利的深圳区域项目入账，以及华中区域项目毛利改善，2018 年公司社区开发和园区开发毛利率分别提升至 0.8pc、7.7pc 至 39.3%、41.6%。2018 年公司邮轮板块毛利率约 34.9%，逐步回归常态。综合来看，2018 年公司毛利率提升 1.7pc 至 39.5%。

2018 年公司录得投资净收益 65.5 亿元，同比增长 125%，其中：1) 包括京沪三项资产转让收益 35.1 亿元；2) 合联营企业投资收益约 17 亿元。

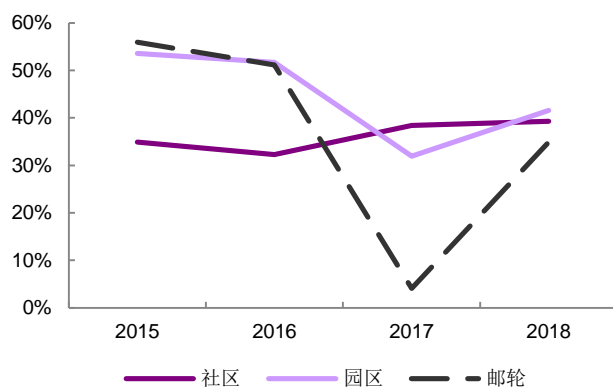
在毛利率提升和投资收益增加的共同推动下，2018 年公司归母净利润率提升 1.07pc 至 17.26%，盈利水平继续提升。

图 6：公司毛利率及归母净利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：公司各业务板块毛利率

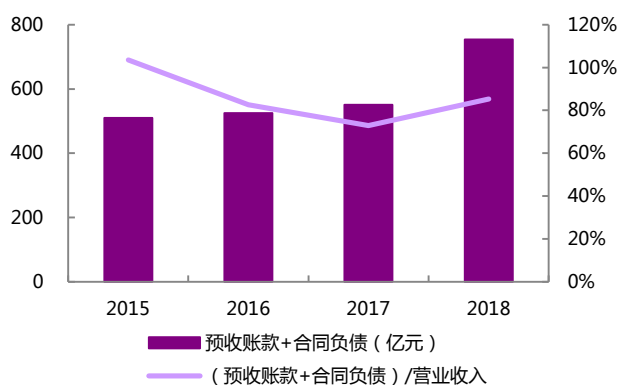


资料来源：公司公告，光大证券研究所

截止 2018 年末，公司预收账款+合同负债合计 753 亿元，同比增长 37%，约为当期营业收入的 85%，为 2019 年结算提供一定保障。

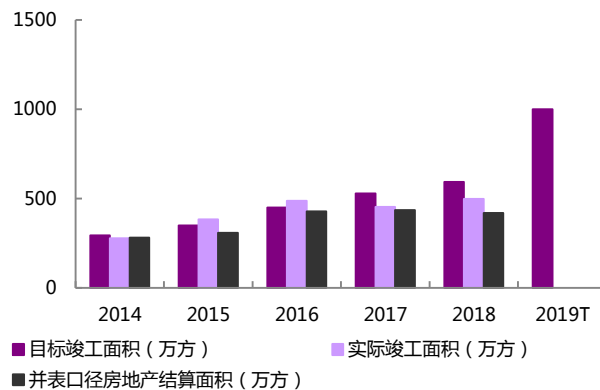
根据公司公告，2018 年公司竣工面积 499 万方，同比增长 9%，目标完成率约 84%。2019 年计划竣工 1000 万方，较 2018 年计划竣工面积增长 69%，较 2018 年实际竣工面积增长 101%。考虑到公司 2017-2018 年销售金额分别同比增 53%、51%，2019 年竣工提速下，后续结算增长值得期待。

图 8：公司预收账款+合同负债金额



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：公司目标竣工面积及实际竣工面积

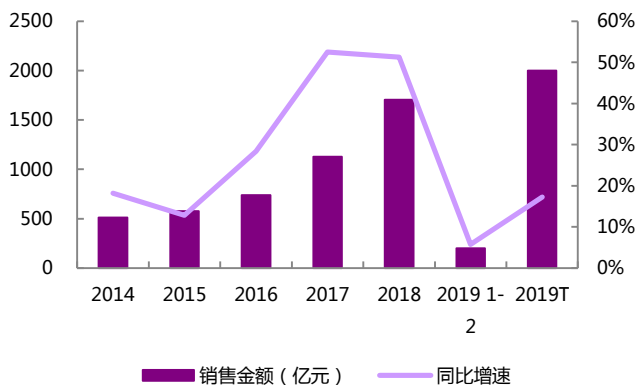


资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2、优质土储支撑销售平稳增长

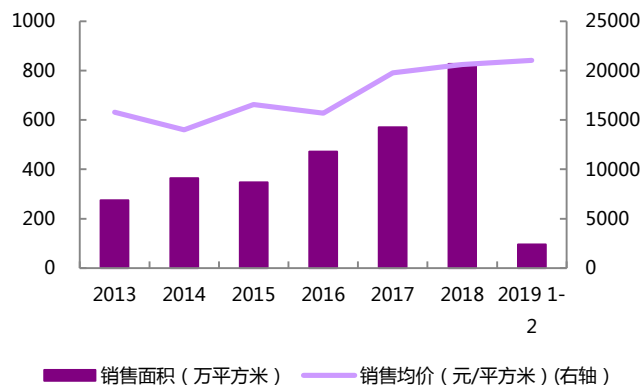
2018 年公司签约金额 1706 亿元，同比增长 51%；签约面积 827 万方，同比增长 45%；签约均价 20618 元/平方米，同比增长 4%。根据公司公告，2019 年计划签约 2000 亿元，对应增速约 17%。2019 年 1-2 月，公司签约金额 201 亿元，同比增长 6%。

图 10：公司销售金额及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11：公司销售面积及销售均价

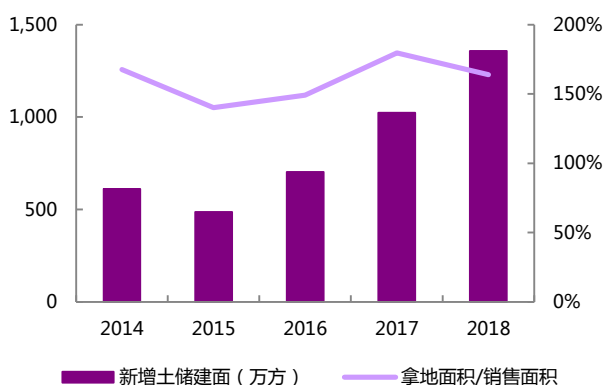


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018 年公司新增项目 80 个，新进入福州、南昌、湛江、徐州、温州、宜昌等城市，扩充土储建面 1357 万方，同比增长 33%，拿地面积/销售面积的比例约 164%（2017 年约 180%），货量得到有效补充。

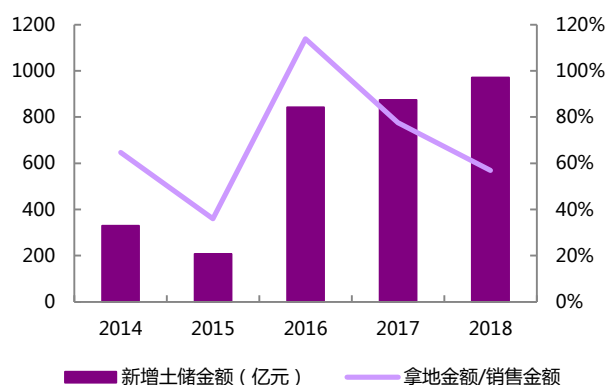
根据 wind 数据，2018 年公司新增项目总地价约 971 亿元，同比增长 11%，拿地金额/销售金额比例约 57%，投资强度较 2017 年（约 78%）有所回落，采取了相对温和的扩张策略。

图 12: 公司全口径拿地面积/销售面积比例



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

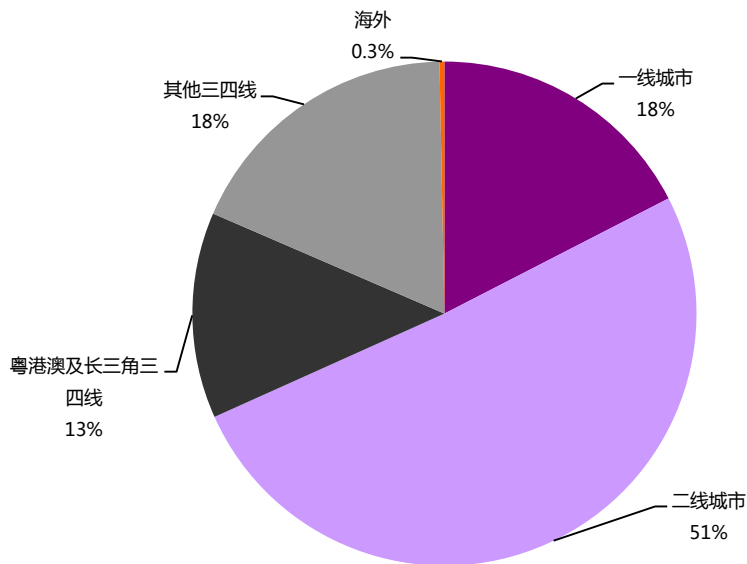
图 13: 公司全口径拿地金额/销售金额



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

截止 2018 年末, 公司在建及拟建项目 222 个, 未竣工建筑面积约 4218 万方, 其中一线城市面积达 736 万方 (占比 17%); 二线城市面积约 2144 万方 (占比约 51%); 粤港澳及长三角区域三四线城市面积约 557 万方 (占比约 13%); 其他三四线城市面积约 767 万方 (占比约 18%)。从布局来看, 公司土储中一二线城市及粤港澳、长三角三四线城市占比超过 8 成, 短期内受益于高能级城市底部复苏, 去化水平具备支撑; 中长期匹配国家战略级区域规划, 资源增值潜力较高。

图 14: 公司在建及拟建项目建筑面积 (按城市类型划分)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

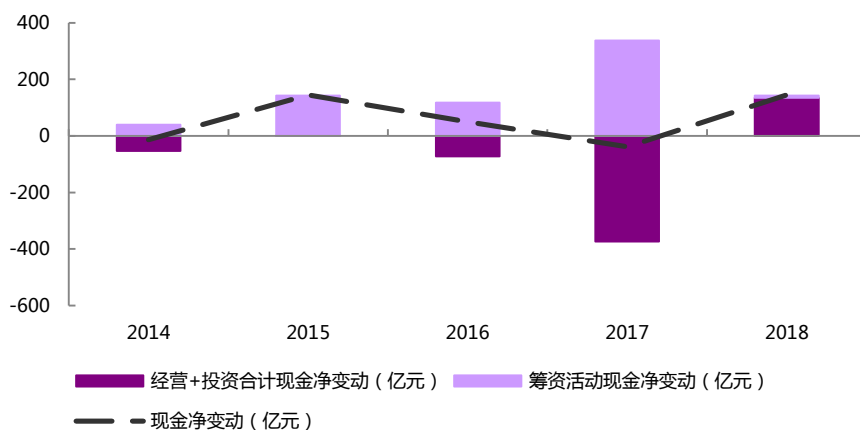
注: 一二线城市范围与统计局 40 大中城市中一二线划分相同。

### 3、融资成本低位稳定，杠杆处健康区间

#### ➤ 现金流明显改善，货币资金充裕

2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金约 1013 亿元，同比增长 25%；经营+投资活动合计现金净流入 134 亿元，对比 2017 年为净流出 374 亿元；筹资活动现金净流入 9 亿元，对比 2017 年为净流入 338 亿元。合并来看，2018 年公司净现金流入 145 亿元，对比 2017 年为净流出 39 亿元。2018 年末，公司货币资金 674 亿元，同比大幅增长 49%。

图 15：公司现金流结构拆分

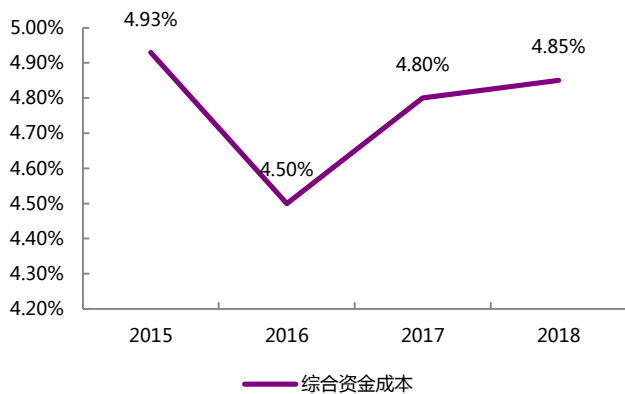


资料来源：公司公告，光大证券研究所

#### ➤ 融资优势明显，净负债率处于健康区间

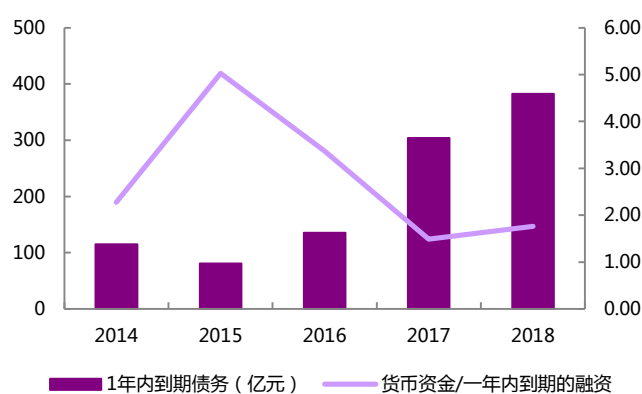
2018 年末，公司总有息负债余额 1164 亿元，同比增长 17%。综合资金成本 4.85%，大平台融资优势继续凸显。货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）覆盖倍数约 1.76，较 2017 年末提升 0.27。得益于现金流改善及净资产增厚，2018 年末，公司负债率同比回落 13pc 至 45%；如果将永续债视为负债，公司净负债率同比回落 11pc 至 55%，仍处于健康区间。

图 16：公司综合资金成本



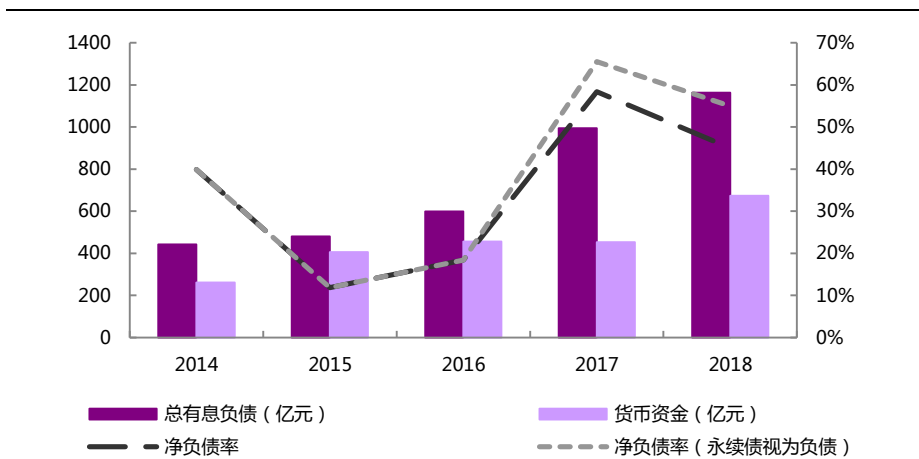
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 17：公司短期债务及货币资金覆盖倍数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 18：公司总有息负债、货币资金及净负债率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

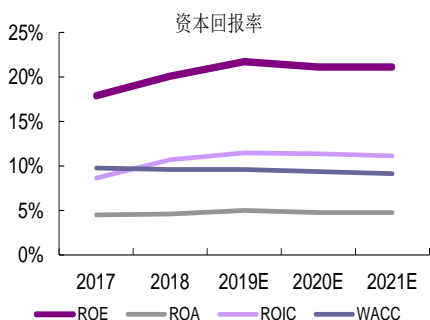
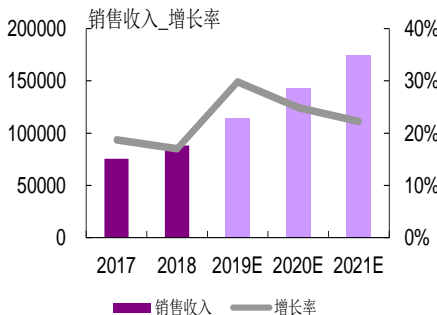
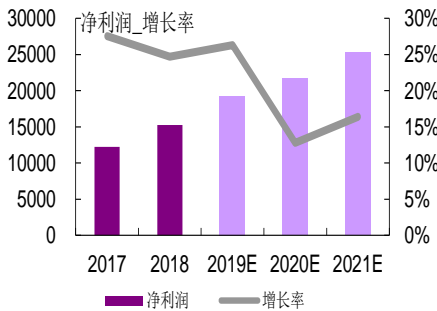
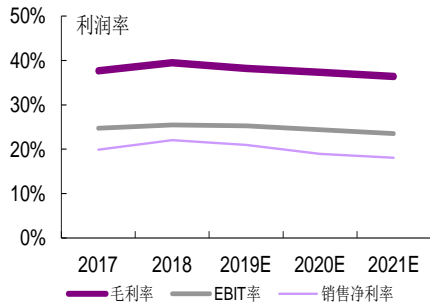
## 4、盈利预测与估值评级

2019 年 1 月 17 日，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。截止 3 月 22 日，公司已通过集中竞价方式累计回购公司股份 8744 万股，约占总股本的 1.11%，股份回购支付总金额达 18.96 亿元。

公司销售受益于行业结构切换，竣工加速推动业绩释放。我们小幅上调公司 2019-2020 年预测净利润至 192、217 亿元（原为 188、211 亿元），引入 2021 年预测净利润为 253 亿元。扣减 3.2 亿元永续债利息后（假设与 2018 年一致），对应 2019-2021 年预测 EPS 为 2.39、2.70、3.15 元，当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 9.3、8.2、7.1 倍。公司资源属性凸出，财务保持稳健，中长期有质量成长具备支撑，大额回购彰显发展信心，我们维持 2019 年 10 倍 PE 估值，对应目标价上调至 27.05 元，维持“买入”评级。

## 5、风险分析

房地产持续调控，导致公司销售回款及毛利水平不及预期；公司项目竣工交付进度不及预期；港城联动模式异地复制不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>75,455</b>	<b>88,278</b>	<b>114,619</b>	<b>143,154</b>	<b>174,981</b>
营业成本	47,039	53,415	70,847	89,760	111,261
折旧和摊销	943	1,125	573	654	733
营业税费	6,673	8,324	10,808	13,499	16,500
销售费用	1,468	1,554	2,017	2,520	3,080
管理费用	1,282	1,527	1,983	2,477	3,028
财务费用	836	2,448	2,296	2,864	3,522
公允价值变动损益	-14	-63	2,000	0	0
投资收益	2,910	6,548	4,060	4,872	5,360
<b>营业利润</b>	<b>20,752</b>	<b>26,613</b>	<b>32,728</b>	<b>36,904</b>	<b>42,946</b>
<b>利润总额</b>	<b>20,734</b>	<b>26,601</b>	<b>32,728</b>	<b>36,904</b>	<b>42,946</b>
少数股东损益	2,789	4,221	4,811	5,425	6,313
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12,220</b>	<b>15,240</b>	<b>19,244</b>	<b>21,700</b>	<b>25,252</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>332,621</b>	<b>423,221</b>	<b>482,495</b>	<b>567,386</b>	<b>660,441</b>
流动资产	286,585	354,436	409,000	490,317	579,604
货币资金	45,278	67,375	68,771	85,892	104,988
交易型金融资产	0	3	0	0	0
应收帐款	220	1,204	1,136	1,419	1,734
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款	62,297	64,577	83,272	103,288	125,377
存货	164,233	210,821	244,423	287,231	333,784
可供出售投资	227	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	8,264	17,311	19,585	22,313	25,315
固定资产	2,839	3,390	3,876	4,260	4,549
无形资产	465	541	533	507	481
<b>总负债</b>	<b>239,838</b>	<b>314,359</b>	<b>356,063</b>	<b>421,368</b>	<b>491,316</b>
无息负债	140,363	197,983	235,238	277,145	321,021
有息负债	99,475	116,376	120,825	144,222	170,295
<b>股东权益</b>	<b>92,783</b>	<b>108,863</b>	<b>126,431</b>	<b>146,018</b>	<b>169,125</b>
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
公积金	22,554	15,369	16,002	16,002	16,002
未分配利润	33,225	44,770	56,895	71,057	87,851
少数股东权益	24,415	32,954	37,765	43,190	49,503

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-4,709</b>	<b>10,478</b>	<b>4,947</b>	<b>3,482</b>	<b>4,146</b>
净利润	12,220	15,240	19,244	21,700	25,252
折旧摊销	943	1,125	573	654	733
净营运资金增加	53,418	-2,012	31,722	39,410	45,411
其他	-71,291	-3,875	-46,592	-58,282	-67,251
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-32,657</b>	<b>2,955</b>	<b>781</b>	<b>644</b>	<b>858</b>
净资本支出	-2,490	-2,767	-1,020	-1,000	-1,000
长期投资变化	8,264	17,311	-2,274	-2,729	-3,001
其他资产变化	-38,431	-11,589	4,074	4,372	4,860
<b>融资活动现金流</b>	<b>33,783</b>	<b>851</b>	<b>-4,331</b>	<b>12,996</b>	<b>14,092</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	39,528	16,901	4,449	23,398	26,073
无息负债变化	27,404	57,620	37,256	41,907	43,876
<b>净现金流</b>	<b>-3,881</b>	<b>14,484</b>	<b>1,396</b>	<b>17,121</b>	<b>19,096</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	18.69%	16.99%	29.84%	24.90%	22.23%
净利润增长率	27.54%	24.71%	26.27%	12.76%	16.37%
EBITDA 增长率	36.06%	20.36%	25.17%	20.36%	17.70%
EBIT 增长率	37.12%	20.42%	28.89%	20.48%	17.80%
<b>估值指标</b>					
PE	14	12	9	8	7
PB	3	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	12	11	10	9
EV/EBIT	15	13	11	10	9
EV/NOPLAT	21	17	15	13	12
EV/Sales	4	3	3	2	2
EV/IC	2	2	2	2	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	37.66%	39.49%	38.19%	37.30%	36.42%
EBITDA 率	25.98%	26.73%	25.77%	24.83%	23.91%
EBIT 率	24.73%	25.46%	25.27%	24.38%	23.49%
税前净利润率	27.48%	30.13%	28.55%	25.78%	24.54%
税后净利润率 (归属母公司)	16.20%	17.26%	16.79%	15.16%	14.43%
ROA	4.51%	4.60%	4.99%	4.78%	4.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.87%	20.08%	21.70%	21.10%	21.11%
经营性 ROIC	8.64%	10.70%	11.45%	11.37%	11.14%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.71	1.54	1.56	1.54	1.53
速动比率	0.73	0.62	0.63	0.64	0.65
归属母公司权益/有息债务	0.69	0.65	0.73	0.71	0.70
有形资产/有息债务	3.29	3.58	3.94	3.89	3.84
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.55	1.93	2.39	2.70	3.15
每股红利	0.62	0.78	0.91	1.03	1.20
每股经营现金流	-0.60	1.33	0.63	0.44	0.52
每股自由现金流(FCFF)	-5.20	2.25	-1.38	-1.78	-1.96
每股净资产	8.65	9.60	11.22	13.01	15.13
每股销售收入	9.55	11.17	14.50	18.11	22.14

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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, 本公司的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, 本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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼