

## 招商蛇口 (001979)

## 销售延续高增，财务状况稳健

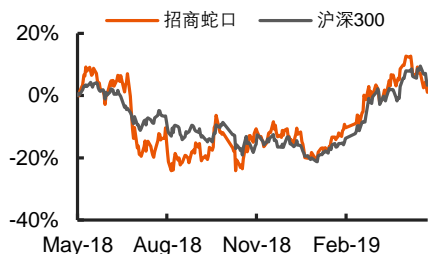
## 强烈推荐 (维持)

现价: 21.84 元

## 主要数据

| 行业            | 地产               |
|---------------|------------------|
| 公司网址          | www.cmsk1979.com |
| 大股东/持股        | 招商局集团/58.29%     |
| 实际控制人         | 国务院国有资产监督管理委员会   |
| 总股本(百万股)      | 7,911            |
| 流通 A 股(百万股)   | 2,409            |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                |
| 总市值 (亿元)      | 1,726.31         |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 526.22           |
| 每股净资产(元)      | 9.6              |
| 资产负债率(%)      | 74.3             |

## 行情走势图



## 相关研究报告

《招商蛇口\*001979\*业绩稳健增长，静待优质土储变现》 2019-03-19

《招商蛇口\*001979\*业绩稳健，销售抢眼》 2019-01-27

## 证券分析师

杨侃  
投资咨询资格编号  
S1060514080002  
0755-22621493  
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

郑茜文  
一般从业资格编号  
S1060118080013  
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

## 投资要点

## 事项:

公司公布 2019 年一季报, 实现营收 43.5 亿, 同比下降 53.7%, 归母净利润 26.3 亿元, 同比下降 55.0%, 对应 EPS0.32 元, 位于此前业绩预告区间中枢位置。

## 平安观点:

- **高基数致净利下滑，全年业绩增长无虞。**公司一季度实现营收 43.5 亿, 同比下降 53.7%, 归母净利润 26.3 亿元, 同比下降 55.0%。利润下滑主要因: 1) 2018 年 Q1 由于结算高毛利率的深圳双玺花园、转让上海和北京三项资产带来的较高业绩基数; 2) 受公司工程节点铺排影响, 竣工及结转面积年度内分布不均衡, 期内结算面积较少。期内子公司乐艺置业、商启置业增资扩股转让 51% 股权扣税后产生净收益 22.5 亿, 为利润主要来源。由于期内销售远大于结算, 期末预收款较上年增长 13.5% 至 686.1 亿, 叠加 2019 年 100.9% 的计划竣工增速, 全年业绩仍有望保持较高增速。
- **销售延续高增，全年可售充足。**公司一季度实现签约销售面积 188.9 万平, 同比增加 26.9%; 签约销售金额 379 亿元, 同比增加 21%; 销售均价 20059 元/平米, 较 2018 年全年均价下降 2.7%。公司 2019 年目标 2000 亿, 同比增长 17.2%, 考虑公司可售货值达 3500 亿, 且主要位于核心一二线, 全年完成销售目标概率较大。
- **拿地节奏平稳，持续聚焦核心城市。**公司贯彻投资聚焦一二线核心城市, 重点拓展战略重镇的土地储备, 一季度在合肥、北京、重庆等地新增建面 100.8 万平、总地价 109.2 亿元, 分别为同期销售面积、销售金额的 53.4%、28.8%, 较 2018 年全年下降 110.7 个、25.4 个百分点。平均地价 10833 元/平, 为同期销售均价 54%, 成本依旧可控。
- **财务状况稳健，回购彰显信心。**期末公司在手现金 623.6 亿, 为短期负

|           | 2017A  | 2018A  | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 75,455 | 88,278 | 112,554 | 142,280 | 178,149 |
| YoY(%)    | 18.7   | 17.0   | 27.5    | 26.4    | 25.2    |
| 净利润(百万元)  | 12,220 | 15,240 | 19,029  | 23,186  | 27,880  |
| YoY(%)    | 27.5   | 24.7   | 24.9    | 21.8    | 20.2    |
| 毛利率(%)    | 37.7   | 39.5   | 39.4    | 39.1    | 38.6    |
| 净利率(%)    | 16.2   | 17.3   | 16.9    | 16.3    | 15.6    |
| ROE(%)    | 16.2   | 17.9   | 19.0    | 19.5    | 19.5    |
| EPS(摊薄/元) | 1.55   | 1.93   | 2.41    | 2.93    | 3.53    |
| P/E(倍)    | 14.1   | 11.3   | 9.1     | 7.4     | 6.2     |
| P/B(倍)    | 2.5    | 2.3    | 1.9     | 1.6     | 1.3     |

债（短借+一年内到期长债）的 148%，短期偿债压力较小。期末净负债率、剔除预收账款的资产负债率为 56.7%、54.4%，较期初分别上升 11.7 个和下降 5.6 个百分点。期内耗资 22.2 亿回购 9744.4 万股，占总股本的 1.23%，回购均价 21.75 元，均彰显对中长期发展信心。

- **投资建议：**维持原有盈利预测，预计 2019-2020 年 EPS 分别为 2.41 元和 2.93 元，当前股价对应 PE 分别为 9.1 倍和 7.4 倍。公司汇聚原招商地产和蛇口工业区优质资源，短期深圳大量地产优质资源集中释放，奠定业绩增长基础，中长期园区开发及邮轮业务值得期待，且持续受益前海自贸区及粤港澳大湾区政策春风，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 尽管当前楼市整体回温，但三四线受制于供应充足、需求萎缩，加上此前未有明显调整，预计后续量价均将面临较大压力，未来或存在三四线楼市超预期调整带来资产减值风险；2) 目前一二线楼市已自然复苏，可能存在因一二线复苏导致政策端放松不及预期风险；3) 产业新城建设开发进度存在不确定性风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>      | 354436 | 478694 | 558797 | 677284 |
| 现金               | 67375  | 139171 | 142280 | 178149 |
| 应收票据及应收账款        | 1204   | 611    | 1683   | 1190   |
| 其他应收款            | 0      | 79429  | 20977  | 104741 |
| 预付账款             | 2679   | 8122   | 5531   | 11564  |
| 存货               | 210821 | 179003 | 315969 | 309282 |
| 其他流动资产           | 72358  | 72359  | 72358  | 72359  |
| <b>非流动资产</b>     | 68786  | 82421  | 96221  | 109903 |
| 长期投资             | 17311  | 27716  | 38222  | 48795  |
| 固定资产             | 3401   | 4415   | 5722   | 7121   |
| 无形资产             | 541    | 625    | 624    | 630    |
| 其他非流动资产          | 47532  | 49665  | 51653  | 53357  |
| <b>资产总计</b>      | 423221 | 561115 | 655019 | 787188 |
| <b>流动负债</b>      | 230615 | 335955 | 395118 | 495547 |
| 短期借款             | 16741  | 2000   | 61922  | 48606  |
| 应付票据及应付账款        | 26013  | 35012  | 42473  | 55406  |
| 其他流动负债           | 187862 | 298943 | 290724 | 391535 |
| <b>非流动负债</b>     | 83744  | 98230  | 107513 | 108328 |
| 长期借款             | 78146  | 92632  | 101914 | 102730 |
| 其他非流动负债          | 5598   | 5598   | 5598   | 5598   |
| <b>负债合计</b>      | 314359 | 434185 | 502631 | 603876 |
| 少数股东权益           | 32954  | 38013  | 44553  | 52418  |
| 股本               | 7904   | 7911   | 7911   | 7911   |
| 资本公积             | 12050  | 12186  | 12186  | 12186  |
| 留存收益             | 48089  | 62302  | 79843  | 100935 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 75909  | 88917  | 107835 | 130894 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 423221 | 561115 | 655019 | 787188 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2018A | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 10478 | 88701  | -56899 | 58917  |
| 净利润            | 19461 | 24089  | 29730  | 35750  |
| 折旧摊销           | 1125  | 1045   | 1496   | 2084   |
| 财务费用           | 2448  | 1976   | 2348   | 2810   |
| 投资损失           | -6548 | -4358  | -4610  | -4833  |
| 营运资金变动         | -8154 | 65950  | -85863 | 23105  |
| 其他经营现金流        | 2146  | 0      | 0      | 0      |
| <b>投资活动现金流</b> | 2955  | -10322 | -10686 | -10934 |
| 资本支出           | 2770  | 3230   | 3294   | 3110   |
| 长期投资           | -3807 | -10405 | -10557 | -10572 |
| 其他投资现金流        | 1918  | -17496 | -17950 | -18396 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 851   | -6584  | 10773  | 1201   |
| 短期借款           | -27   | -14741 | 0      | 0      |
| 长期借款           | 9051  | 14486  | 9282   | 816    |
| 普通股增加          | 0     | 7      | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | -7665 | 136    | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | -508  | -6472  | 1490   | 385    |
| <b>现金净增加额</b>  | 14484 | 71796  | -56813 | 49184  |

利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2018A | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 88278 | 112554 | 142280 | 178149 |
| 营业成本            | 53415 | 68219  | 86620  | 109419 |
| 营业税金及附加         | 8324  | 10693  | 13389  | 16924  |
| 营业费用            | 1554  | 2026   | 2561   | 3207   |
| 管理费用            | 1527  | 2003   | 2390   | 2993   |
| 研发费用            | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用            | 2448  | 1978   | 2354   | 2819   |
| 资产减值损失          | 986   | 0      | 0      | 0      |
| 其他收益            | 84.05 | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益        | -63   | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 6548  | 4358   | 4610   | 4833   |
| 资产处置收益          | 1.85  | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 26613 | 31993  | 39575  | 47620  |
| 营业外收入           | 144   | 242    | 191    | 183    |
| 营业外支出           | 156   | 118    | 132    | 145    |
| <b>利润总额</b>     | 26601 | 32116  | 39634  | 47658  |
| 所得税             | 7140  | 8029   | 9908   | 11914  |
| <b>净利润</b>      | 19461 | 24087  | 29725  | 35743  |
| 少数股东损益          | 4221  | 5058   | 6540   | 7864   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 15240 | 19029  | 23186  | 27880  |
| EBITDA          | 31877 | 33451  | 42061  | 51670  |
| EPS (元)         | 1.93  | 2.41   | 2.93   | 3.53   |

主要财务比率

| 会计年度           | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 17.0  | 27.5  | 26.4  | 25.2  |
| 营业利润(%)        | 28.2  | 20.2  | 23.7  | 20.3  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 24.7  | 24.9  | 21.9  | 20.2  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 39.5  | 39.4  | 39.1  | 38.6  |
| 净利率(%)         | 17.3  | 16.9  | 16.3  | 15.7  |
| ROE(%)         | 17.9  | 19.0  | 19.5  | 19.5  |
| ROIC(%)        | 11.4  | 11.5  | 9.9   | 11.4  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 74.3  | 77.4  | 76.7  | 76.7  |
| 净负债比率(%)       | 45.0  | -16.8 | 34.7  | 6.8   |
| 流动比率           | 1.5   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| 速动比率           | 0.6   | 0.9   | 0.6   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 应收账款周转率        | 124.0 | 124.0 | 124.0 | 124.0 |
| 应付账款周转率        | 2.2   | 2.2   | 2.2   | 2.2   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.93  | 2.41  | 2.93  | 3.53  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 3.21  | 11.22 | -7.20 | 7.45  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 9.60  | 11.25 | 13.64 | 16.56 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 11.3  | 9.1   | 7.4   | 6.2   |
| P/B            | 2.3   | 1.9   | 1.6   | 1.3   |
| EV/EBITDA      | 8.2   | 5.8   | 6.5   | 4.7   |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033