

结算分布不均衡拖累业绩，当期签约销售增长可观

买入（维持）

2019年10月30日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	88,278	107,990	128,757	153,234
同比（%）	16.3%	22.3%	19.2%	19.0%
净利润（百万元）	15,240	18,895	22,736	27,200
同比（%）	20.4%	24.0%	20.3%	19.6%
每股收益（元/股）	1.89	2.39	2.87	3.44
P/E（倍）	10.24	8.11	6.74	5.63

事件

■ 招商蛇口发布 2019 年三季报，2019 年前三季度公司实现营业收入 255.43 亿元，同比下降 24.39%；归母净利润 50.93 亿元，同比下降 38.46%；基本每股收益 0.60 元。

点评

■ 结算分布不均衡拖累业绩。2019 年前三季度公司实现营业收入 255.43 亿元，同比下降 24.39%；归母净利润 50.93 亿元，同比下降 38.46%；从单季度数据看，19Q3 营业收入 88.56 亿元，同比下降 30.77%；归母净利润 1.95 亿元，同比下降 83.21%；由于竣工及结转分布不均衡，当期结转面积较少，导致营收持续下滑，公司项目竣工以及结转时间主要集中在第四季度，预计 2019 年公司房地产项目竣工及结转面积保持正增长。由于销售和结转不匹配，期间费率大幅提升，前三季度期间费率达 14.8%，同比增长 5.3 个百分点，较 18 年末增长 8.5 个百分点；其中销售费率、管理费率、财务费率分别同比增长 2.1、1.3、2.4 个百分点。最终公司销售净利率 22.8%，同比下降 6.0 个百分点。截至 2019 年三季度末，公司预收账款达 1347.32 亿元，同比增长 35%，未来业绩可期。

■ 销售增长靓丽，投资趋于谨慎。2019 年 1-9 月房地产业务实现销售金额 1620.4 亿元，同比增长 39.38%；销售面积 833.0 万平方米，同比增长 49.71%。公司投资较为谨慎，在资源储备方面，公司 1-9 月新增土储建面 852 万平方米，同比下降 18%，拿地金额 595 亿元，同比下降 27%，占当期销售金额的 37%，楼面价 6977 元/平方米，占销售均价的 36%。

■ 杠杆水平可控，融资成本持续低位。截至 2019 年三季度末，公司资产负债率 75.6%，同比下降 1.6 个百分点；净负债率 62.4%，同比下降 11.9 个百分点。公司上半年发行 2019 年公司债券第一期 35 亿元，其中品种一 23 亿元、品种二 12 亿元，票面利率分别为 4.21% 和 3.75%；两期超短期融资券，总额合计 50 亿元，票面利率分别为 2.98% 和 2.80%；7 月再次发行公司债 15 亿元，票面利率仅 4.13%，公司融资成本始终处于行业低位。

■ 投资建议：招商蛇口作为招商局集团旗下房地产板块的旗舰公司，定位于领先的城市及园区综合开发和运营服务商，是集团重要的核心资产整合及业务协同平台。公司在粤港澳大湾区资源储备充足，未来将充分受益于湾区发展红利。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.39、2.87、3.44 元，对应 PE 分别为 8.11、6.74、5.63 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.36
一年最低/最高价	16.01/23.70
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	150604.92

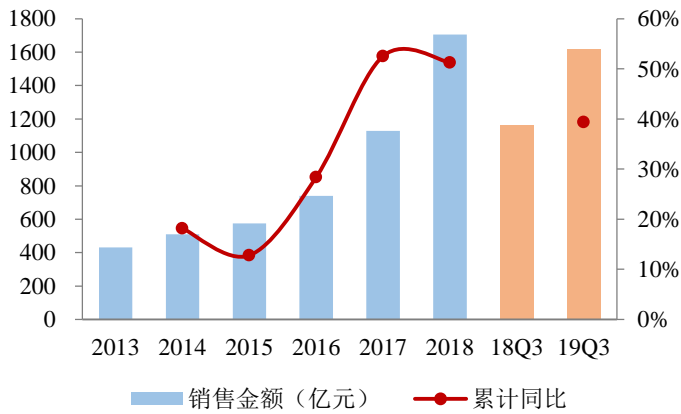
基础数据

每股净资产(元)	8.24
资产负债率(%)	75.62
总股本(百万股)	7914.08
流通 A 股(百万股)	7913.65

相关研究

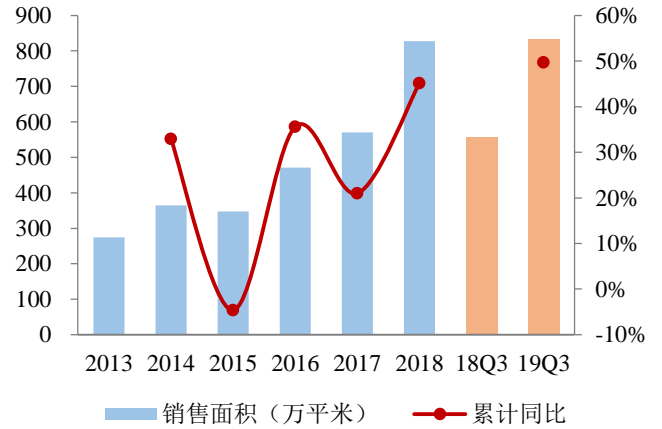
- 1、《招商蛇口 (001979)：销售靓丽，投资谨慎，融资成本维持低位》2019-08-27
- 2、《招商蛇口 (001979)：上半年销售增长靓丽，投资保持审慎态度》2019-07-10
- 3、《招商蛇口 (001979)：销售规模稳定增长，土地投资较为审慎》2019-05-04

图 1: 招商蛇口销售金额 (亿元) 及同比



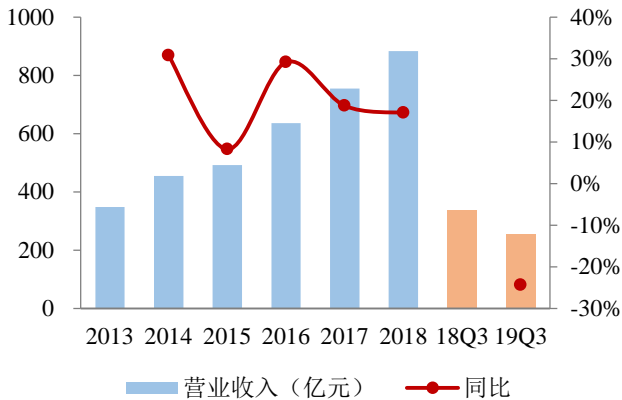
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 招商蛇口销售面积 (万平方米) 及同比



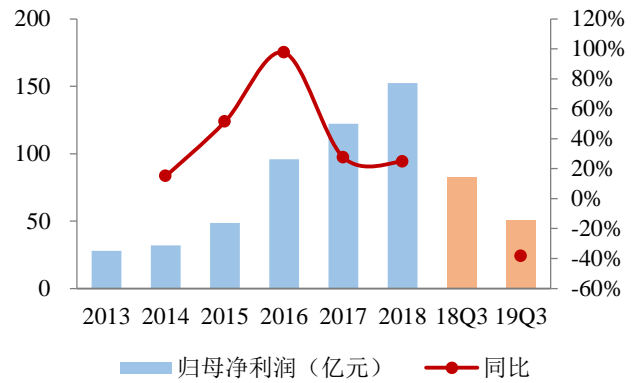
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 招商蛇口营业收入 (亿元) 及同比



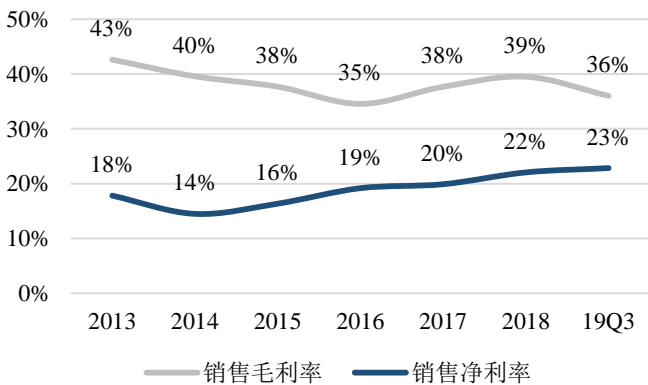
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 招商蛇口归母净利润 (亿元) 及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 招商蛇口毛利率及净利率



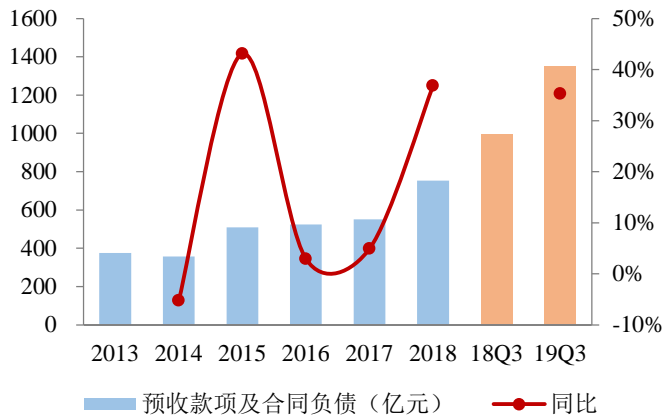
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 招商蛇口新增拿地建面及同比



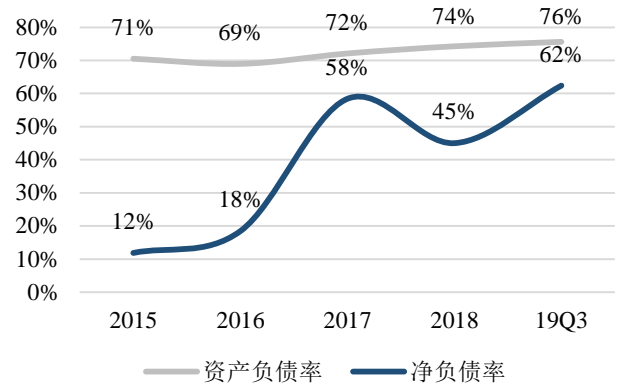
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 招商蛇口预收账款 (亿元) 及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 招商蛇口资产负债率及净负债率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

招商蛇口三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	354,436	385,125	416,910	460,809	营业收入	88,278	107,990	128,757	153,234
现金	67,375	93,486	98,696	126,590	减:营业成本	53,415	66,332	78,498	92,783
应收账款	1,204	524	1,536	916	营业税金及附加	8,324	10,183	12,141	14,449
存货	210,821	217,130	231,429	232,485	营业费用	1,554	1,901	2,266	2,697
其他流动资产	75,036	73,985	85,249	100,818	管理费用	1,527	1,869	2,228	2,651
非流动资产	68,786	83,565	98,760	113,847	财务费用	2,448	2,036	1,887	2,099
长期股权投资	17,311	27,942	38,348	48,569	资产减值损失	986	402	595	915
固定资产	3,401	3,914	4,435	4,935	加:投资净收益	6,548	7,663	8,711	10,229
在建工程	928	2,151	3,134	3,829	其他收益	-63	-32	-41	-37
无形资产	541	625	624	630	营业利润	26,613	32,899	39,812	47,830
其他非流动资产	46,604	48,933	52,220	55,883	加:营业外净收支	-12	81	25	13
资产总计	423,221	468,690	515,670	574,655	利润总额	26,601	32,980	39,837	47,843
流动负债	230,615	254,020	280,306	319,958	减:所得税费用	7,140	8,852	10,693	12,842
短期借款	16,741	18,415	20,256	22,282	少数股东损益	4,221	5,233	6,408	7,801
应付账款	26,013	25,012	27,320	28,913	归属母公司净利润	15,240	18,895	22,736	27,200
其他流动负债	187,862	210,592	232,730	268,763	EBIT	29,519	34,152	40,694	48,716
非流动负债	83,744	87,913	83,755	72,939	EBITDA	30,644	35,139	41,978	50,361
长期借款	78,146	82,014	77,537	66,385					
其他非流动负债	5,598	5,899	6,218	6,555	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	314,359	341,933	364,061	392,897	每股收益(元)	1.89	2.39	2.87	3.44
少数股东权益	32,954	38,187	44,595	52,396	每股净资产(元)	8.72	10.31	12.64	15.46
归属母公司股东权益	75,909	88,571	107,013	129,362	发行在外股份(百万股)	7904	7914	7914	7914
负债和股东权益	423,221	468,690	515,670	574,655	ROIC(%)	10.9%	11.6%	12.7%	14.2%
					ROE(%)	17.9%	19.0%	19.2%	19.3%
					毛利率(%)	39.5%	38.6%	39.0%	39.5%
					销售净利率(%)	17.3%	17.5%	17.7%	17.8%
					资产负债率(%)	74.3%	73.0%	70.6%	68.4%
					收入增长率(%)	16.3%	22.3%	19.2%	19.0%
					净利润增长率(%)	20.4%	24.0%	20.3%	19.6%
					P/E	10.24	8.11	6.74	5.63
					P/B	2.22	1.88	1.53	1.25
					EV/EBITDA	7.84	6.38	5.41	4.00

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (备注: 销售净利率为归母净利润/营业收入口径)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

