

2020 年 05 月 05 日

# 业绩平稳增长，低成本融资优势显著

## 招商蛇口 (001979)

### 事件概述

招商蛇口发布 2019 年年报，公司全年实现营业收入 976.7 亿元，同比+10.6%，实现归母净利润 160.3 亿元，同比+5.2%。

#### 业绩维持增长，盈利能力有所下滑

2019 年公司实现营业收入 976.7 亿元，同比增长 10.6%，归母净利润 160.3 亿元，同比增长 5.2%；净利润增速低于营收增速主要原因系：1) 结算毛利率为 34.6%，同比下滑 4.84pct；2) 计提资产减值准备 21.3 亿元，使得归母净利润减少 14.3 亿元。2019 年公司毛利率和净利率为 34.65%和 19.31%，分别同比下滑 4.84 和 2.74pct，盈利能力略有下滑，但仍处于行业前列水平。

#### 销售规模持续扩大，投资力度有所下降

2019 年公司销售金额 2204.7 亿元，同比增长 29.3%，位列克而瑞销售排行榜 12 位。公司全年新增计容建面 1423.0 万平方米，同比增加 4.8%，占当期销售面积的 121.7%，较上年下降 42.3pct，拿地强度略有下降。

#### 杠杆率持续优化，融资成本优势明显

报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 47.3%，较上年下降 9.11pct，净负债率为 29.2%，较上年降低 25.6pct，负债率大幅降低，财务安全性高。报告期内，公司多渠道控制融资成本，综合资金成本为 4.92%，处于同行业较低水平。

### 投资建议

招商蛇口业绩与销售稳定增长，土储优质，财务状况良好，融资成本优势明显。我们前期预测公司 20-21 年 EPS 为 2.87/3.47 元，基于公司财务处理的审慎性，计提资产减值规模较大，我们下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 为 2.41/2.84/3.20 元，对应 PE 为 7.1/6.0/5.4 倍，维持公司“增持”评级。

### 风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	88,278	97,672	121,875	147,177	167,134
YoY (%)	16.3%	10.6%	24.8%	20.8%	13.6%
归母净利润(百万元)	15,240	16,033	19,069	22,500	25,339
YoY (%)	20.4%	5.2%	18.9%	18.0%	12.6%
毛利率 (%)	39.5%	34.6%	36.5%	36.2%	36.1%
每股收益 (元)	1.93	2.03	2.41	2.84	3.20
ROE	20.1%	16.9%	16.7%	16.5%	15.7%
市盈率	8.89	8.45	7.11	6.02	5.35

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

**评级：** 增持  
**上次评级：** 增持  
**目标价格：**  
**最新收盘价：** 17.12

**股票代码：** 001979  
**52 周最高价/最低价：** 22.33/16.21  
**总市值(亿)** 1,356.30  
**自由流通市值(亿)** 1,356.23  
**自由流通股数(百万)** 7,921.88



**分析师：由子沛**  
 邮箱：youzpe@hx168.com.cn  
 SAC NO: S1120519100005

**研究助理：侯希得**  
 邮箱：houxd@hx168.com.cn

### 相关研究

1. 销售表现亮眼，拿地保持积极

2020.04.09

## 正文目录

1. 业绩维持增长，盈利能力有所下滑 .....	3
2. 销售规模持续扩大，投资力度有所下降 .....	4
3. 杠杆率持续优化，融资成本优势明显 .....	5
4. 盈利预测与投资建议 .....	7
5. 风险提示 .....	7

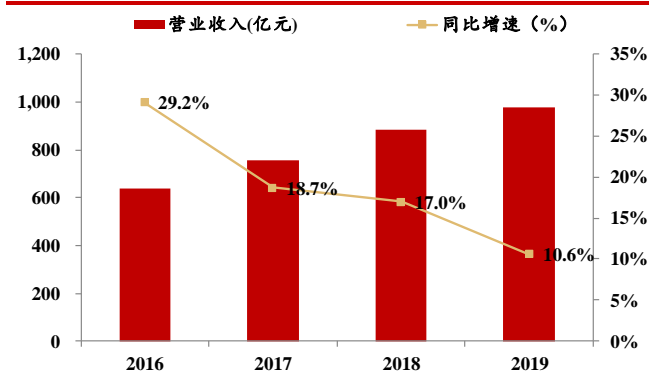
## 图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速 .....	3
图 2 公司历年归母净利润及增速 .....	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率 .....	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率 .....	3
图 5 公司历年销售费用率和管理费用率 .....	4
图 6 公司历年财务费用率 .....	4
图 7 公司历年销售金额及增速 .....	4
图 8 公司历年销售面积及增速 .....	4
图 9 公司历年销售均价及增速 .....	5
图 10 公司历年拿地面积与销售面积之比 .....	5
图 11 公司新增土储能级分布 .....	5
图 12 公司新增土储区域分布 .....	5
图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债 .....	6
图 14 公司历年现金短债比 .....	6
图 15 公司历年货币资金及增速 .....	6
图 16 公司历年经营性现金流净额及增速 .....	6
图 17 公司历年分红总额及股利支付率 .....	6

## 1. 业绩维持增长，盈利能力有所下滑

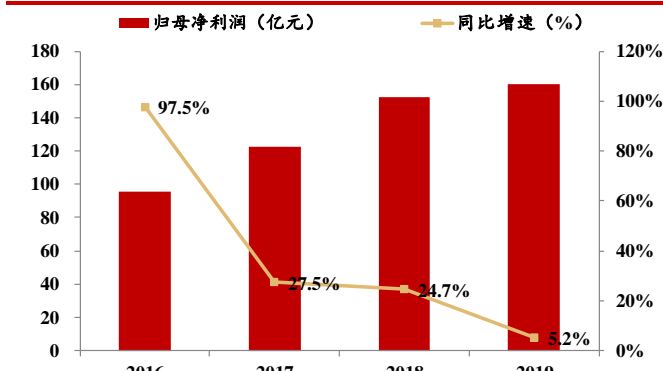
2019 年公司实现营业收入 976.7 亿元，同比增长 10.6%，归母净利润 160.3 亿元，同比增长 5.2%。报告期内，公司净利润增速低于营收增速主要原因系：1) 毛利率为 34.6%，同比下滑 4.84pct；2) 计提资产减值准备 21.3 亿元，使得归母净利润减少 14.3 亿元，财务处理较为审慎。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

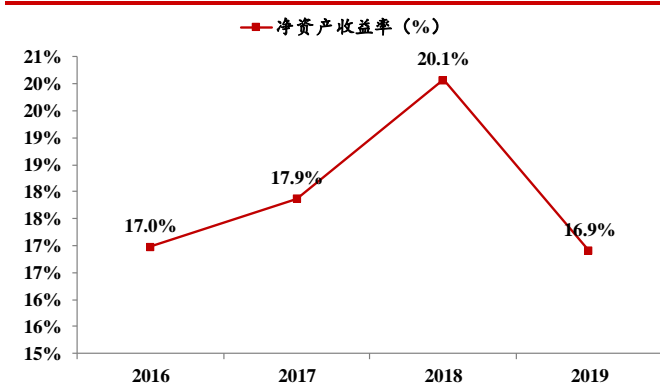
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

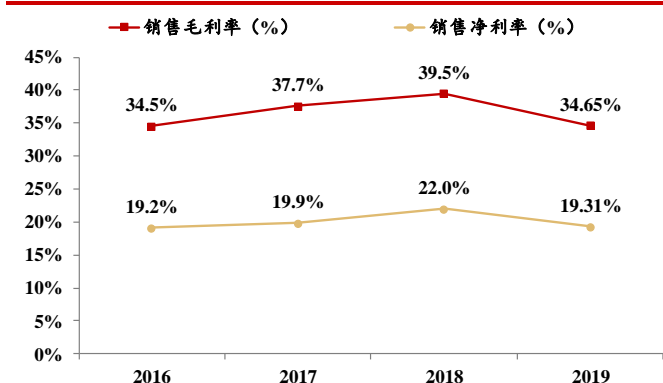
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 16.90%、34.65%、19.31%，较上年同期下滑 3.17pct、4.84pct、2.74pct。公司盈利能力略有下滑，但仍处于行业前列水平。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

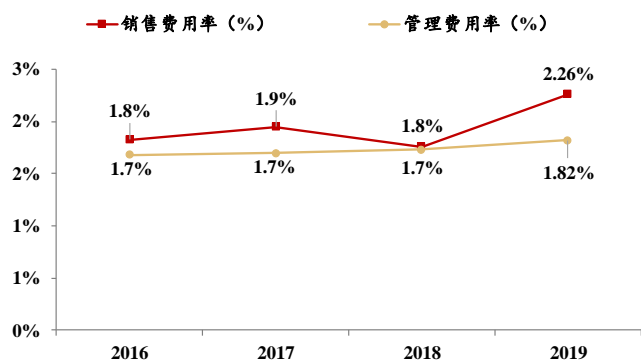
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

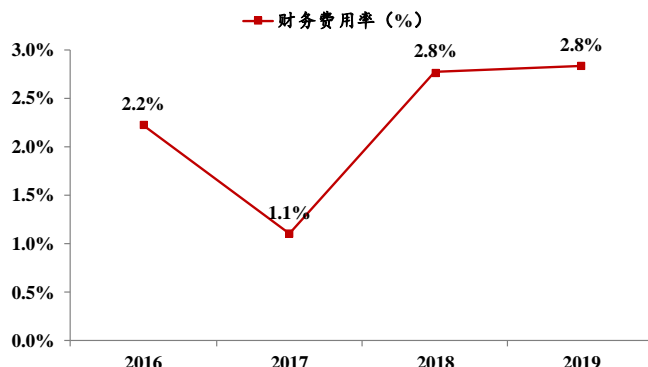
费用率方面，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 2.26%、1.82% 和 2.84%，分别较上年同期上升 0.50pct、0.09pct 和 0.07pct。公司期间费用率在销售规模持续增长的背景下略升 0.66pct，展现了公司强大的成本管控能力。

图5 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司历年财务费用率



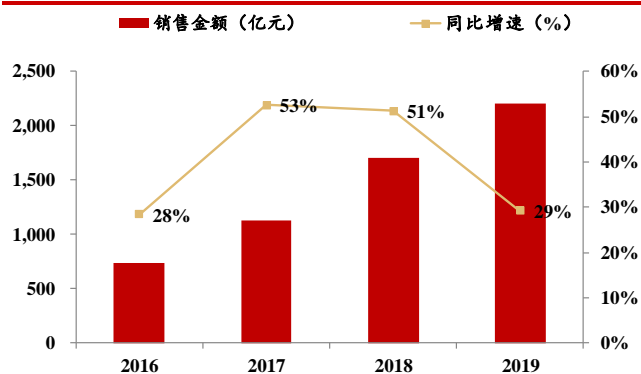
资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 销售规模持续扩大，投资力度有所下降

2019 年公司实现销售金额 2204.7 亿元，同比增长 29.3%，实现销售面积 1169.4 万平方米，同比增长 41.3%，销售均价 18852.9 元/平方米，同比下降 8.6%。公司销售规模持续扩大，保持较快的增速，在克而瑞 2019 年销售排行榜中位列 12 位。

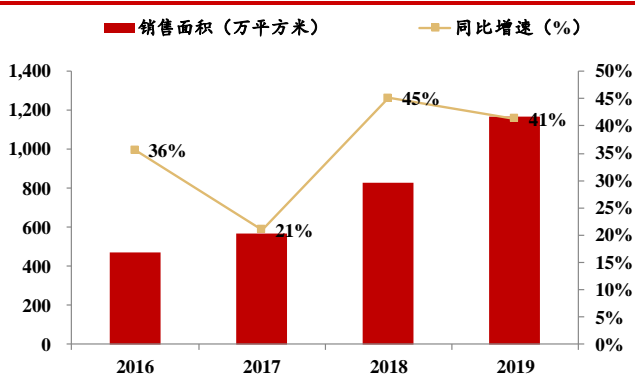
拿地方面，2019 年公司新增计容建面 1423.0 万平方米，同比上升 4.8%，占当年销售面积的 121.7%，较上年下降 42.3pct，拿地力度有所减弱。从新增土储的能级分布来看，公司拿地聚焦高能城市，一、二线城市的拿地面积占比分别为 9%、60%；从新增土储的区域分布来看，公司在长三角、京津冀、珠三角和中西部的拿地面积占比分别为 38%、10%、14%和 38%。

图7 公司历年销售金额及增速



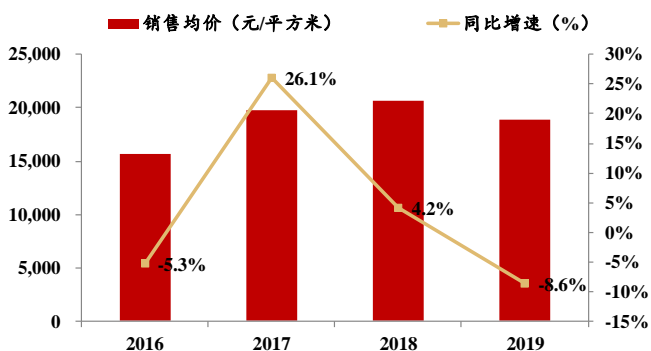
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司历年销售面积及增速



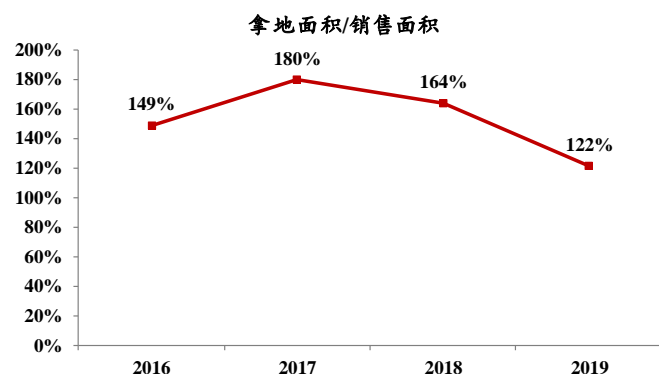
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 公司历年销售均价及增速



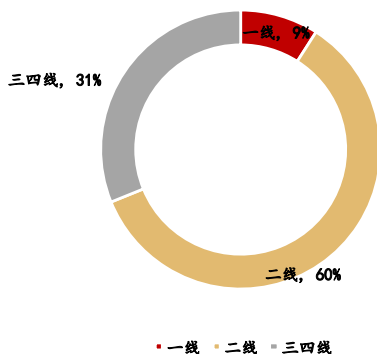
资料来源：Wind，华西证券研究所

图10 公司历年拿地面积与销售面积之比



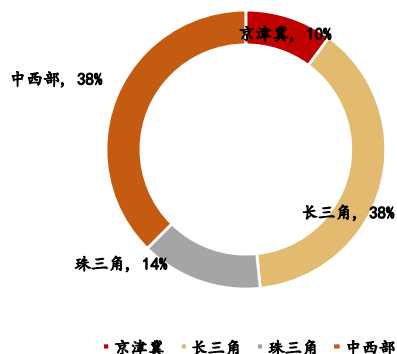
资料来源：Wind，华西证券研究所

图11 公司新增土储能级分布



资料来源：Wind，华西证券研究所

图12 公司新增土储区域分布



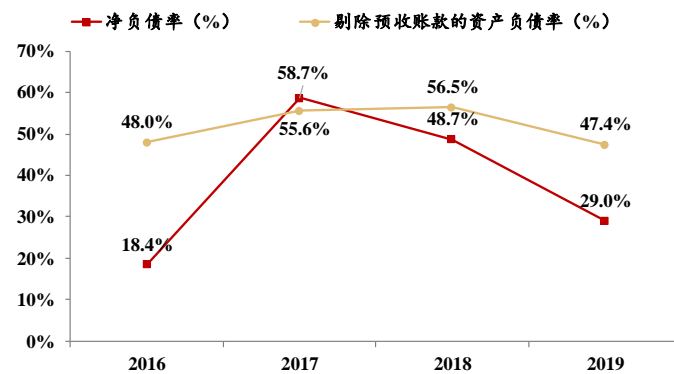
资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3. 杠杆率持续优化，融资成本优势明显

截至报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 47.4%，较上年下降 9.11pct，净负债率为 29.28%，较去年降低 15.73pct，杠杆率大幅降低，整体负债水平保持行业低位，财务安全度高。此外，公司在手货币资金 753.2 亿元，同比增长 11.8%，现金短债比为 1.37，短期偿债风险较低；公司实现经营性现金净流入 138.1 亿元，同比增加 31.8%，经营性现金流连续 2 年为正。

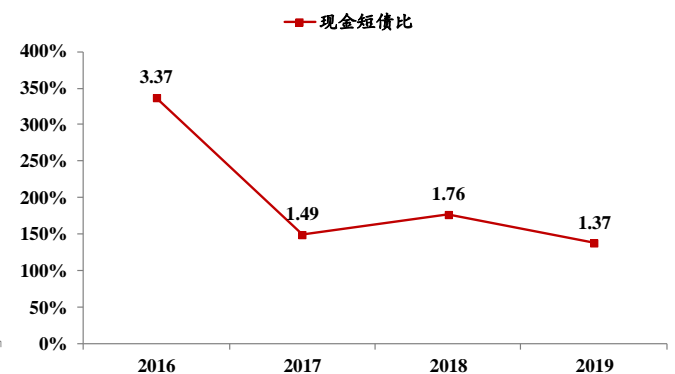
公司多渠道控制融资成本，公司良好的市场信用使融资成本较低。报告期内，公司先后分两次完成公司债券 56 亿元的发行，发行利率最低为 3.58%；完成三次超短期融资券的滚动发行，发行利率最低为 2.8%，发行成本均为同期同行业市场最低利率。2019 年，公司综合资金成本为 4.92%。分红方面，2019 年度公司现金分红总额为 64.23 亿元，股利支付率 40.1%，与前两年持平。

图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债



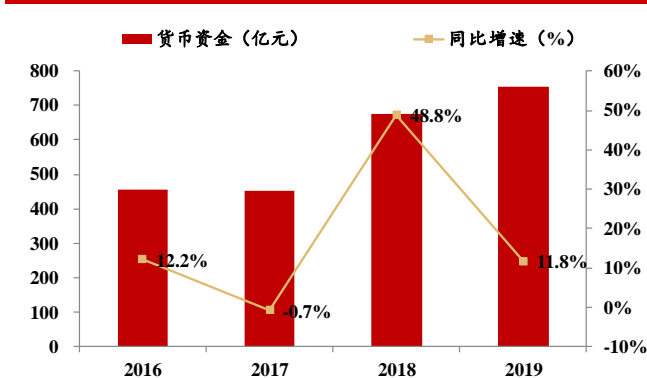
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 公司历年现金短债比



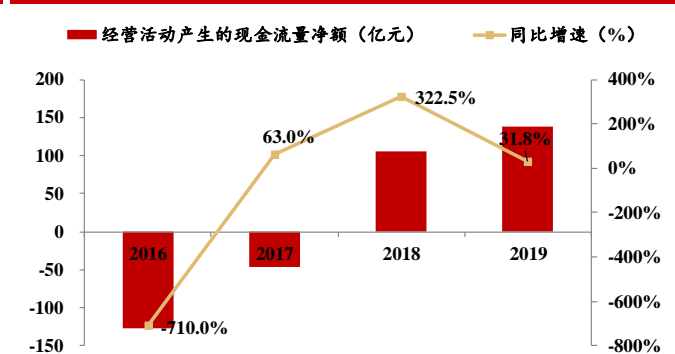
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 公司历年货币资金及增速



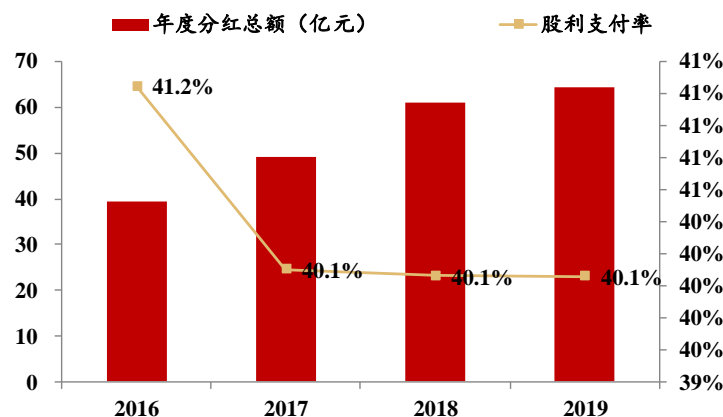
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 16 公司历年经营性现金流净额及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 17 公司历年分红总额及股利支付率



资料来源：Wind，华西证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

招商蛇口业绩与销售稳定增长，土储优质，财务状况良好，融资成本优势明显。我们前期预测公司 20-21 年 EPS 为 2.87/3.47 元，基于公司财务处理的审慎性，计提资产减值规模较大，我们下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 为 2.41/2.84/3.20 元，对应 PE 为 7.1/6.0/5.4 倍，维持公司“增持”评级。

#### 5. 风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97,672	121,875	147,177	167,134	净利润	18,857	24,448	29,221	33,341
YoY (%)	10.6%	24.8%	20.8%	13.6%	折旧和摊销	1,316	1,500	1,600	1,700
营业成本	63,829	77,391	93,899	106,799	营运资金变动	5,513	-17,026	-31,938	-32,006
营业税金及附加	9,200	11,700	14,276	16,156	经营活动现金流	13,812	4,618	-7,833	-5,468
销售费用	2,207	2,864	3,606	4,178	资本开支	-8,097	-193	-203	-199
管理费用	1,729	2,230	2,782	3,209	投资	-4,563	0	0	0
财务费用	2,773	3,150	3,300	3,489	投资活动现金流	-13,158	11,331	13,558	15,345
资产减值损失	-2,092	-1,500	-1,200	-1,100	股权募资	29,723	0	0	0
投资收益	10,231	11,524	13,761	15,543	债务募资	97,135	2,500	2,100	1,900
营业利润	26,320	34,632	41,955	47,837	筹资活动现金流	16,248	-3,027	-3,542	-3,842
营业外收支	-196	-199	-211	-207	现金净流量	16,874	12,922	2,183	6,035
利润总额	26,124	34,433	41,744	47,631	<b>主要财务指标</b>				
所得税	7,267	9,986	12,523	14,289	<b>成长能力</b>				
净利润	18,857	24,448	29,221	33,341	营业收入增长率	10.6%	24.8%	20.8%	13.6%
归属于母公司净利润	16,033	19,069	22,500	25,339	净利润增长率	5.2%	18.9%	18.0%	12.6%
YoY (%)	5.2%	18.9%	18.0%	12.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.03	2.41	2.84	3.20	毛利率	34.6%	36.5%	36.2%	36.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	19.3%	20.1%	19.9%	19.9%
货币资金	75,324	88,246	90,429	96,464	总资产收益率 ROA	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%
预付款项	3,513	4,133	5,066	5,742	净资产收益率 ROE	16.9%	16.7%	16.5%	15.7%
存货	312,207	354,178	425,760	485,754	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	86,206	104,085	123,301	138,283	流动比率	1.62	1.63	1.62	1.64
流动资产合计	477,249	550,641	644,556	726,244	速动比率	0.55	0.57	0.54	0.53
长期股权投资	26,593	26,593	26,593	26,593	现金比率	0.26	0.26	0.23	0.22
固定资产	4,608	3,108	1,508	-192	资产负债率	63.2%	63.4%	63.9%	63.4%
无形资产	612	612	612	612	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	140,439	137,439	134,639	131,839	总资产周转率	0.16	0.18	0.19	0.19
资产合计	617,688	688,080	779,195	858,083	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	22,170	22,170	22,170	22,170	每股收益	2.03	2.41	2.84	3.20
应付账款及票据	35,509	41,282	50,805	57,512	每股净资产	11.98	14.39	17.23	20.43
其他流动负债	237,329	275,000	325,272	362,210	每股经营现金流	1.74	0.58	-0.99	-0.69
流动负债合计	295,008	338,453	398,247	441,893	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	68,835	71,335	73,435	75,335	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	26,474	26,474	26,474	26,474	PE	8.45	7.11	6.02	5.35
非流动负债合计	95,309	97,809	99,909	101,809	PB	1.66	1.19	0.99	0.84
负债合计	390,318	436,262	498,156	543,702					
股本	7,916	7,916	7,916	7,916					
少数股东权益	132,525	137,903	144,624	152,626					
股东权益合计	227,370	251,818	281,039	314,381					
负债和股东权益合计	617,688	688,080	779,195	858,083					

资料来源：公司公告，华西证券研究所



## 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。