

销售规模稳定增长，土地投资较为审慎 买入（维持）

2019年05月04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	22,737	27,201
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)	11.64	9.21	7.66	6.40

事件

■ **招商蛇口发布2019年一季度报**：2019年一季度公司实现营业收入43.50亿元，同比减少53.71%；归母净利润为26.26亿元，同比减少55.03%；基本每股收益0.32元。

点评

■ **19年一季度业绩有所下滑，主要因基数原因和结转节奏导致**。2019年一季度公司实现营业收入43.50亿元，同比减少53.71%；归母净利润为26.26亿元，同比减少55.03%；业绩出现负增长主要由于：1)竣工及结转分布不均衡，当期结转面积较少，导致营收下滑；2)18年一季度因深圳双玺花园结转、北京、上海三项资产转让，导致去年同期投资收益较高，高基数下投资收益同比下降14.74%。公司2019年竣工面积计划达1000万平方米，同比增长101%，竣工大多集中在下半年，我们对公司全年业绩仍然非常有信心。

■ **销售稳定增长，投资趋于谨慎**。2019年一季度末，公司实现销售金额378.95亿元，同比增加21.04%；销售面积188.92万平方米，同比增加26.92%。在资源储备方面，公司一季度新增项目拿地金额109亿元，同比减少63%，拿地销售比仅29%；拿地面积101万平方米，同比减少74%，新增项目楼面均价10834元/平方米，占当期销售均价的54%，当期楼面均价较高主要由于近期公司获取北京项目地块成本较高。整体来看，公司仍一季度投资较为审慎。

■ **杠杆水平有所下降，融资成本持续低位**。公司2019年一季度资产负债率73.92%，同比上升1.8个百分点；净负债率56.68%，同比下降9.6个百分点。公司充分发挥央企优势，积极探索创新型融资工具，构建多元化融资渠道。2019年1月公司发行15亿元超短融，票面利率仅2.98%；4月再次发行35亿元超短融，票面利率继续下降至2.80%，大幅优于行业平均水平。

■ **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9.21、7.66、6.40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（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）；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)	22.00
一年最低/最高价	15.92/24.57
市净率(倍)	2.46
流通A股市值(百万元)	53007.08

基础数据

每股净资产(元)	8.96
资产负债率(%)	73.92
总股本(百万股)	7911.45
流通A股(百万股)	2409.41

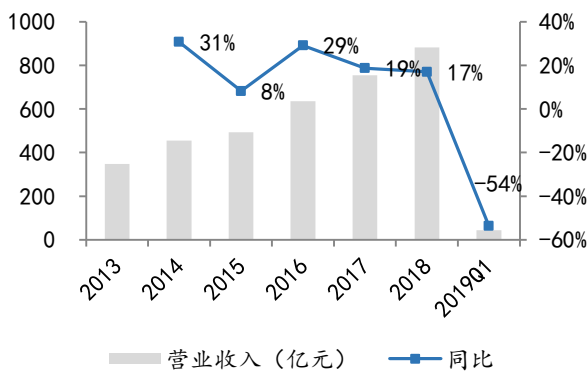
相关研究

- 1、《招商蛇口(001979)：业绩稳健增长，融资成本维持低位》2019-03-19
- 2、《招商蛇口(001979)：全年销售高增，投资继续保持稳健》2019-01-10
- 3、《招商蛇口(001979)：盈利能力持续改善，投资收益有效增厚业绩水平》2018-10-22

1. 19年一季度业绩有所下滑，主要因基数原因和结转节奏导致

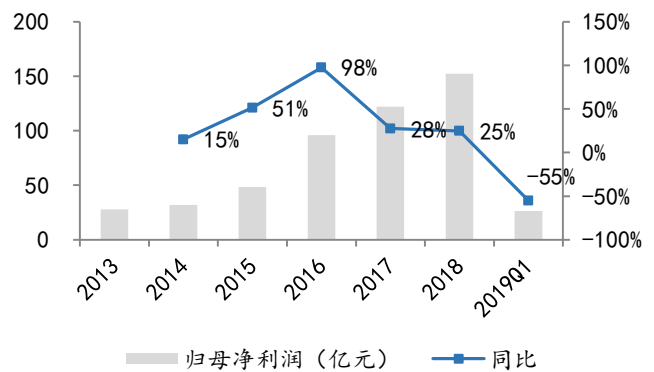
2019年一季度公司实现营业收入43.50亿元,同比减少53.71%;归母净利润为26.26亿元,同比减少55.03%;业绩出现负增长主要由于:1)竣工及结转分布不均衡,当期结转面积较少,导致营收下滑;2)18年一季度因深圳双玺花园结转、北京、上海三项资产转让,导致去年同期投资收益较高,高基数下投资收益同比下降14.74%。公司2019年竣工面积计划达1000万平方米,同比增长101%,竣工大多集中在下半年,我们对公司全年业绩仍然非常有信心。

图1: 招商蛇口营业收入(亿元)及增速



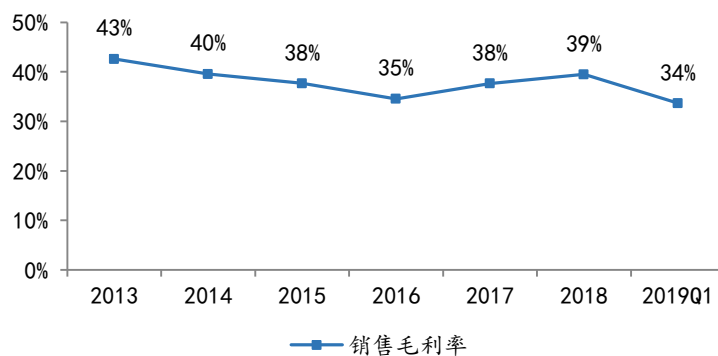
数据来源:公司公告,东吴证券研究所

图2: 招商蛇口归母净利润(亿元)及增速



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

图3: 招商蛇口销售毛利率

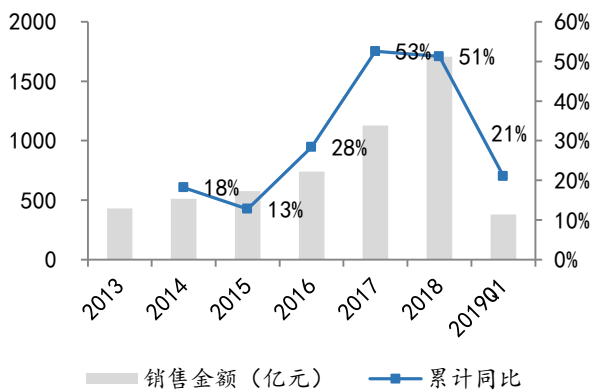


数据来源:公司公告,东吴证券研究所

2. 销售稳定增长，投资趋于谨慎

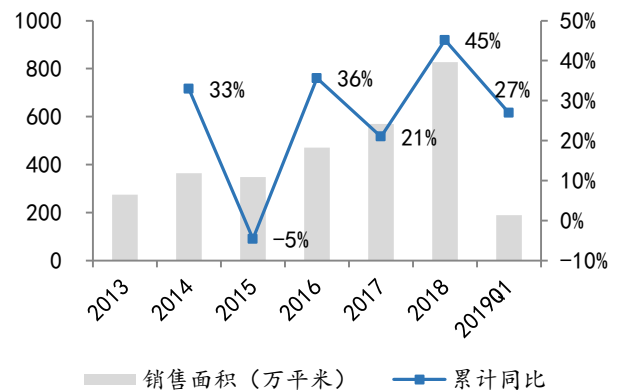
2019年一季度末，公司实现销售金额378.95亿元，同比增加21.04%；销售面积188.92万平方米，同比增加26.92%。在资源储备方面，公司一季度新增项目拿地金额109亿元，同比减少63%，拿地销售比仅29%；拿地面积101万平方米，同比减少74%，新增项目楼面均价10834元/平米，占当期销售均价的54%，当期楼面均价较高主要由于近期公司获取北京项目地块成本较高。整体来看，公司仍一季度投资较为审慎。

图4：招商蛇口销售金额（亿元）及累计增速



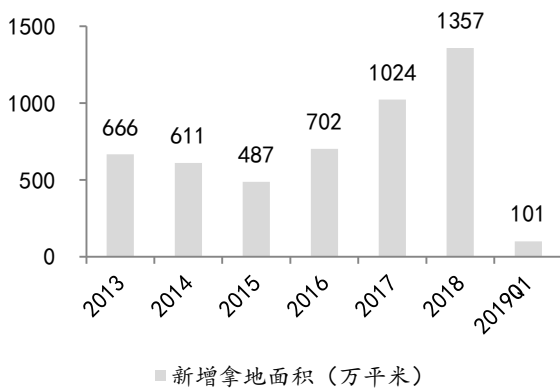
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：招商蛇口销售面积（万平方米）及累计增速



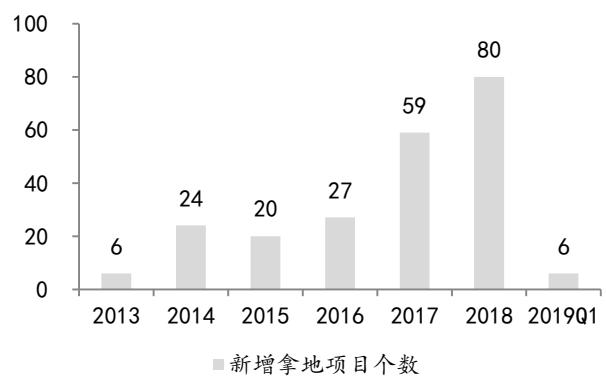
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：招商蛇口新增项目拿地面积（万平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：招商蛇口新增拿地项目个数



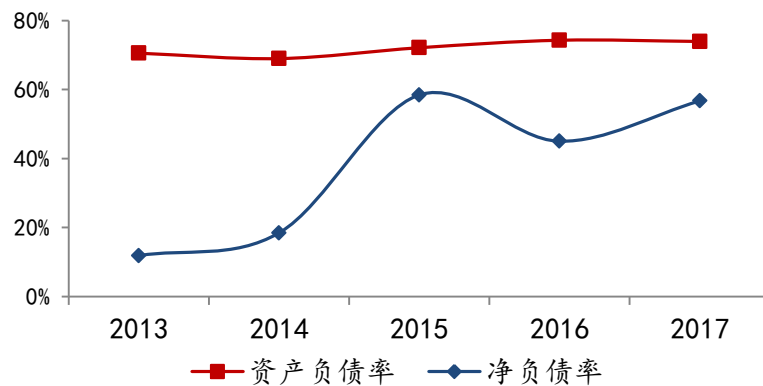
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 杠杆水平有所下降，融资成本持续低位

杠杆水平有所下降，融资成本持续低位。公司2019年一季度资产负债率73.92%，

净负债率 56.68%，同比下降 9.6 个百分点。公司充分发挥央企优势，积极探索创新型融资工具，构建多元化融资渠道。2019 年 1 月公司发行 15 亿元超短融，票面利率仅 2.98%；4 月再次发行 35 亿元超短融，票面利率继续下降至 2.80%，大幅优于行业平均水平。

图 8：招商蛇口资产负债率、净负债率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 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 9.21、7.66、6.40 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

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	385,201	417,008	460,934	营业收入	88,278	107,990	128,757	153,234
现金	67,375	93,562	98,794	126,716	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	2,035	1,885	2,096
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	32,900	39,814	47,833
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	468,766	515,768	574,781	利润总额	26,601	32,981	39,839	47,846
流动负债	230,615	254,020	280,306	319,958	减:所得税费用	7,140	8,853	10,694	12,843
短期借款	16,741	18,415	20,256	22,282	少数股东损益	4,221	5,233	6,409	7,802
应付账款	26,013	25,012	27,320	28,913	归属母公司净利润	15,240	18,895	22,737	27,201
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	44,596	52,397	每股净资产(元)	8.72	10.32	12.65	15.48
归属母公司股东权益	75,909	88,646	107,111	129,486	发行在外股份(百万股)	7904	7911	7911	7911
负债和股东权益	423,221	468,766	515,768	574,781	ROIC(%)	10.9%	11.6%	12.7%	14.1%
					ROE(%)	17.9%	19.0%	19.2%	19.2%
					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%	72.9%	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	11.64	9.21	7.66	6.40
					P/B	2.52	2.13	1.74	1.42
					EV/EBITDA	8.52	6.97	5.90	4.41

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>

