

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2019年05月01日

销售维持高增长，财务表现良好

事件：公司披露2019年一季报，公司实现营业收入43.50亿元，同减53.71%，实现归母净利润26.26亿元，同比减少55.03%。

公司营收、业绩大幅下滑，主要受去年同期高基数影响。去年同期公司结转深圳双玺花园项目，仅该项目贡献毛利26亿，公司转让北上三处资产、子公司增资扩股转让51%的股权分别产生净收益27.2、22.5亿元。19年Q1公司综合毛利率、净利率分别下滑15.8、2.3个PCT到33.7%、61.3%，环比分别-5.8、+2.6个PCT，毛利率主要受公司结转项目较少，发生明显变动，而净利率则受益于合作项目带来的投资收益丰厚。19年受公司工程节点铺排影响，竣工及结转面积年内分布不均，大多集中在下半年，全年有望实现竣工面积1000万方。

公司销售额增速21%，年内实现2000亿为大概率事件。2019年Q1公司实现销售金额379.0亿元，同比增速21%，实现销售面积188.9万方，同比增速26.9%，Q1累计新增建面94万方，同比下降81%，但公司在手土储十分充裕，根据18年报公司未结土储高达4217.68万方，一二线土储面积总计占比72%，预计2019年公司可售货值3500亿，年内实现目标销售额2000亿是大概率事件。**土地溢价高涨，公司拿地谨慎。**2019年Q1公司新增项目13个，对应建面94万方，同比下降81%，环比2月明显改善，其中新增权益建面为44万方。公司拿地大幅减少主要受去年高基数影响，叠加一季度土地市场溢价率较高，但新增拿地依然以一二线城市为主。此外，公司在粤港澳大湾区的9个城市土储丰富，其中大部分资源集中在深圳，包括了蛇口自贸区、太子湾片区、前海妈湾等，累计近千万平米的优质资源。随粤港澳大湾区的开发推进，这部分货值有望面临重估。

公司财务表现良好，偿债能力较强。Q1公司资产负债率为74%，环比下降0.4个百分点，扣预负债率58%，环比下滑1.6个百分点，净负债率56.7%，处于行业较低水平。公司在手现金充沛，一季度在手货币资金623.6亿元，对短期负债覆盖倍数达到1.48倍，处于行业较高水平，偿债压力不大。

公司对员工激励机制丰富，股权激励彰显信心。公司积极开展多种形式激励机制，提升公司经营管理效率。公司于2017年开始对董事、监事、高管等实施项目跟投计划，实现收益共享、风险共担，充分激励项目团队积极性。**1月公司公告以不超过23.12元/股价格大手笔回购，彰显公司信心。**1月17日公司公告拟以不超过23.12元/股价格回购约1.7亿股（约占公司总股本的2.19%），而1月17日收盘公司股价仅为18.12元/股，溢价率达到27.6%，其中所回购股份50%用于股权激励或员工持股计划，50%用于发行上市公司可转债，充分彰显了公司对自身业绩、股价的信心。截至4月30日公司已回购9744万股，占公司总股本的1.23%。

投资建议：公司储备货值充足，拿地扩张积极，销售有望维持高速增长。在粤港澳大湾区核心片区拥有大量土地资源，随粤港澳大湾区建设推进，公司在手货值有望重估。预计公司2019年可售货值3500亿且主要分布于一二线城市，受益于高能级区域销售回暖，公司有望实现2019年销售目标2000亿。公司加快推进回购进程，充分彰显公司对当前价值的认可和对未来发展的信心。回购股票用于股权激励或员工持股计划，有利于改善公司激励机制，加强公司发展的内生动力。基于以上观点我们预计公司2019-2020年净利润约分别为195.3亿、240.3亿，对应EPS 2.47、3.04元，对应PE为8.91X、7.24X，维持“买入”评级。

风险提示：股票回购不及预期，房地产政策变化不及预计

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,454.68	88,277.85	105,491.57	131,596.94	160,887.70
增长率(%)	18.69	16.99	19.50	24.75	22.26
EBITDA(百万元)	22,378.15	29,837.10	34,163.00	42,709.02	51,543.30
净利润(百万元)	12,220.31	15,240.05	19,529.32	24,026.28	29,340.03
增长率(%)	27.54	24.71	28.14	23.03	22.12
EPS(元/股)	1.54	1.93	2.47	3.04	3.71
市盈率(P/E)	14.24	11.42	8.91	7.24	5.93
市净率(P/B)	2.55	2.29	2.13	1.76	1.44
市销率(P/S)	2.31	1.97	1.65	1.32	1.08
EV/EBITDA	8.85	5.79	5.80	6.12	4.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.84元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,911.45
流通A股股本(百万股)	2,409.41
A股总市值(百万元)	172,785.97
流通A股市值(百万元)	52,621.57
每股净资产(元)	8.96
资产负债率(%)	73.92
一年内最高/最低(元)	24.57/15.92

作者

陈天诚	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001	chentiancheng@tfzq.com
徐超	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070007	xuchao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《招商蛇口-年报点评报告:业绩稳步增长，大湾区价值待重估》2019-03-19
- 《招商蛇口-公司点评:回购加速彰显公司未来发展信心，股权激励改善公司激励机制》2019-02-24
- 《招商蛇口-季报点评:销售维持高速增长，投资收益超预期》2018-11-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	45,277.68	67,375.07	42,196.63	52,638.77	64,355.08
应收票据及应收账款	220.96	1,203.55	498.73	1,624.81	971.39
预付账款	5,792.21	2,678.69	11,459.52	6,066.97	15,359.03
存货	164,232.90	210,820.96	177,979.93	303,998.78	285,216.39
其他	69,953.71	72,357.59	64,982.27	111,793.69	102,172.56
流动资产合计	285,477.46	354,435.87	297,117.08	476,123.02	468,074.45
长期股权投资	8,263.94	17,311.01	17,311.01	17,311.01	17,311.01
固定资产	2,838.86	3,400.92	3,634.41	3,728.36	3,725.60
在建工程	220.62	927.96	592.78	403.67	272.20
无形资产	465.43	541.48	519.03	496.58	474.13
其他	34,246.81	46,604.21	46,694.36	40,110.68	44,183.28
非流动资产合计	46,035.66	68,785.58	68,751.58	62,050.29	65,966.20
资产总计	332,620.92	423,221.45	366,237.92	538,665.66	534,327.86
短期借款	16,768.08	16,740.87	16,413.10	27,713.56	26,117.80
应付票据及应付账款	22,954.08	26,046.90	23,436.85	33,524.27	37,181.55
其他	127,587.36	187,827.20	157,903.94	237,825.36	246,221.43
流动负债合计	167,309.52	230,614.97	197,753.89	299,063.19	309,520.79
长期借款	60,696.56	61,646.83	35,049.00	81,958.48	37,129.00
应付债券	8,397.75	16,498.74	9,000.00	10,000.00	10,000.00
其他	3,434.37	5,598.22	4,910.71	4,647.77	5,052.23
非流动负债合计	72,528.69	83,743.80	48,959.71	96,606.25	52,181.23
负债合计	239,838.21	314,358.77	246,713.60	395,669.44	361,702.02
少数股东权益	24,414.68	32,953.98	37,985.15	44,174.84	51,733.46
股本	7,904.09	7,904.09	7,911.45	7,911.45	7,911.45
资本公积	19,714.41	12,049.53	12,049.53	12,049.53	12,049.53
留存收益	55,778.41	60,138.73	73,627.72	90,909.94	112,980.93
其他	(15,028.89)	(4,183.65)	(12,049.53)	(12,049.53)	(12,049.53)
股东权益合计	92,782.71	108,862.68	119,524.32	142,996.22	172,625.84
负债和股东权益总	332,620.92	423,221.45	366,237.92	538,665.66	534,327.86

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	15,009.36	19,460.78	19,529.32	24,026.28	29,340.03
折旧摊销	943.23	1,125.04	184.15	197.61	206.68
财务费用	1,210.23	4,141.08	1,268.59	2,225.68	2,147.38
投资损失	(2,910.05)	(6,547.67)	(7,000.00)	(7,500.00)	(8,500.00)
营运资金变动	(19,954.18)	18,120.60	5,588.01	(74,115.34)	27,151.31
其它	992.73	(25,821.69)	5,029.27	6,190.00	7,559.05
经营活动现金流	(4,708.69)	10,478.14	24,599.35	(48,975.77)	57,904.44
资本支出	8,431.83	9,108.59	747.51	342.94	(354.46)
长期投资	5,311.99	9,047.07	0.00	0.00	0.00
其他	(46,400.70)	(15,200.42)	5,827.03	6,953.34	9,008.77
投资活动现金流	(32,656.88)	2,955.23	6,574.54	7,296.28	8,654.30
债权融资	99,475.15	116,375.94	75,191.06	136,282.44	90,856.42
股权融资	2,838.43	(6,927.69)	(9,122.42)	(2,220.98)	(2,142.68)
其他	(68,530.68)	(108,597.30)	(122,420.96)	(81,939.81)	(143,556.17)
筹资活动现金流	33,782.91	850.95	(56,352.33)	52,121.64	(54,842.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,582.66)	14,284.32	(25,178.44)	10,442.15	11,716.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	75,454.68	88,277.85	105,491.57	131,596.94	160,887.70
营业成本	47,039.33	53,414.73	63,621.96	78,869.24	96,417.03
营业税金及附加	6,672.90	8,324.22	9,947.40	12,409.02	15,171.02
营业费用	1,467.70	1,553.83	2,057.09	2,368.74	2,895.98
管理费用	1,281.63	1,527.48	1,898.85	2,171.35	2,654.65
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	835.73	2,447.86	1,268.59	2,225.68	2,147.38
资产减值损失	331.39	985.53	985.53	767.48	912.84
公允价值变动收益	(13.98)	(62.56)	(1.90)	0.32	0.42
投资净收益	2,910.05	6,547.67	7,000.00	7,500.00	8,500.00
其他	(5,822.05)	(13,074.23)	(13,996.20)	(15,000.63)	(17,000.84)
营业利润	20,751.98	26,613.34	32,710.25	40,285.74	49,189.24
营业外收入	157.89	143.58	173.61	158.36	158.52
营业外支出	175.92	155.96	136.55	156.14	149.55
利润总额	20,733.96	26,600.95	32,747.32	40,287.96	49,198.20
所得税	5,724.60	7,140.17	8,186.83	10,071.99	12,299.55
净利润	15,009.36	19,460.78	24,560.49	30,215.97	36,898.65
少数股东损益	2,789.05	4,220.73	5,031.17	6,189.69	7,558.62
归属于母公司净利润	12,220.31	15,240.05	19,529.32	24,026.28	29,340.03
每股收益(元)	1.54	1.93	2.47	3.04	3.71

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.69%	16.99%	19.50%	24.75%	22.26%
营业利润	27.01%	28.24%	22.91%	23.16%	22.10%
归属于母公司净利润	27.54%	24.71%	28.14%	23.03%	22.12%
获利能力					
毛利率	37.66%	39.49%	39.69%	40.07%	40.07%
净利率	16.20%	17.26%	18.51%	18.26%	18.24%
ROE	17.87%	20.08%	23.95%	24.31%	24.27%
ROIC	26.48%	19.01%	22.87%	30.18%	20.68%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	72.11%	74.28%	67.36%	73.45%	67.69%
净负债率	58.41%	45.01%	27.60%	58.49%	15.35%
流动比率	1.71	1.54	1.50	1.59	1.51
速动比率	0.73	0.62	0.60	0.58	0.59

营运能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
应收账款周转率	333.58	123.94	123.94	123.94	123.94
存货周转率	0.54	0.47	0.54	0.55	0.55
总资产周转率	0.26	0.23	0.27	0.29	0.30

每股指标(元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.54	1.93	2.47	3.04	3.71
每股经营现金流	-0.60	1.32	3.11	-6.19	7.32
每股净资产	8.64	9.59	10.31	12.49	15.28

估值比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率	14.24	11.42	8.91	7.24	5.93
市净率	2.55	2.29	2.13	1.76	1.44
EV/EBITDA	8.85	5.79	5.80	6.12	4.04
EV/EBIT	9.19	5.96	5.83	6.15	4.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com