

## 销售稳步增长，可结算资源充沛

### 投资要点

- **业绩总结:** 2019年上半年,公司实现营业收入总额 166.87 亿元,同比减少 20.5%,实现归属于上市公司股东的净利润 48.98 亿元,同比减少 31.2%。
- **收入结算存在短期不均匀,可结算资源充沛。** 2019年上半年,由于结转面积及结转单价同比减少,公司营业收入同比减少 20.5%,而截止 19 年中期,公司预收账款 895.7 亿元,同比增长 18%,可结算资源丰富,我们认为不必对未来结算规模过多担忧。盈利能力为业内领先,由于结转单价的减少,上半年公司毛利率为 37.9%,同比下滑 5.6 个百分点,并由于同期投资收益有所下滑,上半年公司净利率 32.4%,同比下滑 5.6 个百分点。并由于结转收入的同比不均匀,2019年上半年公司销售费用率和管理费用率分别为 3.2%和 4.1%,均同比提升 1.2 个百分点。
- **销售实现较高增长,稳步扩充土地储备,深圳大量优质土地储备稳步规划建设。** 2019年上半年,公司实现签约销售金额 1011.92 亿元,同比增长 34.75%,销售增速亮眼并领跑行业;实现签约销售面积 515.23 万平方米,同比增长 43.77%;实现销售均价 19640 元/平方米,同比回落 6%。2019年上半年,公司通过招拍挂新增项目 29 个,扩充项目资源计容建筑面积 383.31 万平方米,一二线城市投资额占比近 90%。同时,公司加大项目合作力度,完成深圳石岩艾美特、郑州马赛等项目的收购。8月18日,中央出台文件支持深圳建设成为中国特色社会主义先行示范区,而公司在大湾区的大部分资源聚焦在深圳,在蛇口自贸区、太子湾片区、前海妈湾片区、宝安空港新城的深圳国际会展中心等区域拥有大量待开发资源,这些优质资源正在有序规划并逐步开发建设。
- **财务结构稳健,净负债率及融资成本。** 公司在融资环境整体趋紧下公司信用优势凸显,截止 2019 年上半年末,公司有息负债总额为 1384 亿元,同比增长 6.5%,净负债率仅为 53%,相较于 2018 年末提升 8 个百分点,相较于 18 年同期降低 20 个百分点,整体净负债率小幅提升但处于可控区间,短期有息负债占比约为 32%,与 18 年末持平,现金短债比 1.7X,同比持平,短期偿债能力强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.35 元、2.80 元和 3.23 元,考虑到公司在大湾区的土储优势和信用优势,给予公司 2019 年 10 倍估值,对应目标价 23.50 元,下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 销售增长或低于预期、园区地产协同效应持续性或不强等。

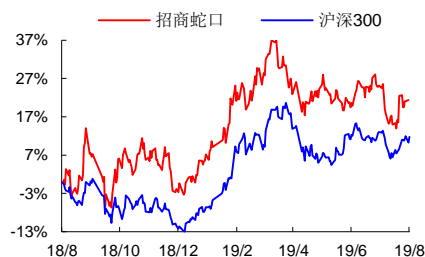
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	88277.85	117007.97	142314.16	164269.25
增长率	16.99%	32.55%	21.63%	15.43%
归属母公司净利润(百万元)	15240.05	18630.67	22141.13	25526.90
增长率	24.71%	22.25%	18.84%	15.29%
每股收益 EPS(元)	1.93	2.35	2.80	3.23
净资产收益率 ROE	17.88%	17.34%	17.35%	17.23%
PE	10.6	8.7	7.3	6.3
PB	1.48	1.36	1.14	0.97

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn  
联系人: 尉鹏洁  
电话: 021-58351917  
邮箱: ypj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	79.16
流通 A 股(亿股)	79.16
52 周内股价区间(元)	16.1-23.91
总市值(亿元)	1,616.47
总资产(亿元)	5,024.53
每股净资产(元)	8.23

### 相关研究

1. 招商蛇口 (001979): 资源协同明显, 稳健经营典范 (2019-03-19)
2. 招商蛇口 (001979): 全年销售高增长, 前海整备协议落地 (2019-01-11)
3. 招商蛇口 (001979): 三季度业绩高增长, 优质土储资源丰富 (2018-10-23)
4. 招商蛇口 (001979): 累计销售维持高位, 单月拿地边际放缓 (2018-10-11)

**关键假设：**

假设 1：16-19 年中期，公司销售规模分别为 740 亿元、1128 亿元、1705 亿元和 1012 亿元，同比分别增长 18%、53%、51%和 34%，并截止 19 年上半年末公司可结算资源充沛，为未来业绩释放提供保障。另考虑到公司土储货值充沛，拿地能力强，我们预计 2019-2021 年公司销售额维持稳定增长，毛利率维持在 39%左右；

假设 2：预计 2019-2021 年园区开发与运营业务毛利率维持基本不变；

假设 3：公司已经成为邮轮母港最大运营主体，发展势态良好。预计 2019-2021 年邮轮产业建设与运营业务毛利率维持基本不变。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
社区开发与运营	收入	78,689.40	104656.9	128728.0	149324.5
	增速	14.0%	33.0%	23.0%	16.0%
	毛利率	39.3%	39.0%	39.0%	39.0%
园区开发与运营	收入	9,018.90	11724.6	12897.0	14186.7
	增速	55.1%	30.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	41.6%	41.6%	41.6%	41.6%
邮轮产业建设与运营	收入	569.60	626.6	689.2	758.1
	增速	-4.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%
合计	收入	88277.9	117008.0	142314.2	164269.3
	增速	17.0%	32.5%	21.6%	15.4%
	毛利率	39.5%	39.2%	39.2%	39.2%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	88277.85	117007.97	142314.16	164269.25	净利润	19460.78	20656.03	24556.68	28740.54
营业成本	53414.73	71095.39	86504.22	99866.09	折旧与摊销	1125.04	359.33	363.44	368.12
营业税金及附加	8324.22	11501.88	13989.48	16147.67	财务费用	2447.86	2893.56	2855.92	2604.94
销售费用	1553.83	2129.55	2888.98	3811.05	资产减值损失	985.53	600.00	600.00	600.00
管理费用	1527.48	2269.95	3572.09	3630.35	经营营运资本变动	7557.04	-18096.60	-12636.04	24517.61
财务费用	2447.86	2893.56	2855.92	2604.94	其他	-21098.11	-2947.28	-2297.19	-2186.18
资产减值损失	985.53	600.00	600.00	600.00	<b>经营活动现金流净额</b>	10478.14	3465.04	13442.81	54645.03
投资收益	6547.67	1800.00	1800.00	1800.00	资本支出	-1242.43	-68.14	-70.25	-76.98
公允价值变动损益	-62.56	-46.37	-51.77	-49.97	其他	4197.66	3782.28	-1527.58	228.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	2955.23	3714.14	-1597.83	151.60
<b>营业利润</b>	26613.34	28271.27	33651.70	39359.19	短期借款	-27.21	-11048.30	-866.84	10.24
其他非经营损益	-12.39	11.40	2.23	-0.39	长期借款	950.28	4253.56	5363.46	6374.78
<b>利润总额</b>	26600.95	28282.67	33653.93	39358.80	股权融资	-7664.88	3072.99	4391.00	3917.38
所得税	7140.17	7626.64	9097.25	10618.26	支付股利	-4900.54	-5585.47	-6533.15	-7359.91
净利润	19460.78	20656.03	24556.68	28740.54	其他	12493.30	-19248.47	-2988.27	4628.30
少数股东损益	4220.73	2025.36	2415.55	3213.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	850.95	-28555.69	-633.80	7570.79
归属母公司股东净利润	15240.05	18630.67	22141.13	25526.90	<b>现金流量净额</b>	14484.39	-21376.51	11211.17	62367.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	67375.07	45998.56	57209.73	119577.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	68458.95	40168.46	64274.88	85474.92	销售收入增长率	16.99%	32.55%	21.63%	15.43%
存货	210820.96	298042.12	293504.77	328784.65	营业利润增长率	28.24%	6.23%	19.03%	16.96%
其他流动资产	7780.89	10458.57	12481.03	14521.75	净利润增长率	29.66%	6.14%	18.88%	17.04%
长期股权投资	17311.01	17311.01	17311.01	17311.01	EBITDA 增长率	33.98%	4.43%	16.96%	14.81%
投资性房地产	39803.99	35648.98	37033.99	36572.32	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4317.74	4127.03	3936.21	3744.82	毛利率	39.49%	39.24%	39.22%	39.21%
无形资产和开发支出	728.34	681.17	632.11	585.67	三费率	6.26%	6.23%	6.55%	6.12%
其他非流动资产	6624.51	8699.45	10536.63	12466.02	净利率	22.04%	17.65%	17.26%	17.50%
<b>资产总计</b>	423221.45	461135.34	496920.37	619038.31	ROE	17.88%	17.34%	17.35%	17.23%
短期借款	16740.87	5692.57	4825.73	4835.97	ROA	4.60%	4.48%	4.94%	4.64%
应付和预收款项	94600.56	166567.48	156125.34	219645.70	ROIC	20.55%	21.22%	22.12%	27.54%
长期借款	61646.83	65900.39	71263.85	77638.63	EBITDA/销售收入	34.19%	26.94%	25.91%	25.77%
其他负债	141370.50	103834.56	123150.56	150065.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	314358.77	341995.00	355365.49	452185.42	总资产周转率	0.23	0.26	0.30	0.29
股本	7904.09	7914.08	7914.08	7914.08	固定资产周转率	28.35	35.52	45.85	56.40
资本公积	12049.53	15112.53	19503.53	23420.91	应收账款周转率	124.03	114.12	144.12	131.35
留存收益	48089.20	61134.40	76742.38	94909.37	存货周转率	0.28	0.28	0.29	0.32
归属母公司股东权益	75908.70	84161.01	104159.99	126244.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.75%	—	—	—
少数股东权益	32953.98	34979.34	37394.89	40608.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	108862.68	119140.35	141554.88	166852.89	资产负债率	74.28%	74.16%	71.51%	73.05%
负债和股东权益合计	423221.45	461135.34	496920.37	619038.31	带息债务/总负债	30.18%	25.76%	26.05%	21.89%
					流动比率	1.54	1.58	1.68	1.61
					速动比率	0.62	0.39	0.53	0.64
					股利支付率	32.16%	29.98%	29.51%	28.83%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.93	2.35	2.80	3.23
					每股净资产	13.76	15.05	17.89	21.08
					每股经营现金	1.32	0.44	1.70	6.90
					每股股利	0.62	0.71	0.83	0.93
业绩和估值指标									
EBITDA	30186.24	31524.15	36871.07	42332.25					
PE	10.60	8.67	7.30	6.33					
PB	1.48	1.36	1.14	0.97					
PS	1.83	1.38	1.14	0.98					
EV/EBITDA	2.81	3.11	2.21	0.65					
股息率	3.03%	3.46%	4.04%	4.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn