

结算下降影响业绩，销售增长仍然强劲



招商蛇口 (001979) 2019 年中报点评

事件

招商蛇口发布 2019 年半年报，2019 年 1-6 月招商蛇口实现营业收入 166.87 亿元，同比减少 20.49%，实现归属于上市公司股东的净利润 48.98 亿元，同比减少 31.17%，基本每股收益为 0.6 元/股，同比减少 31.82%。

点评

❖ 结算不足引起业绩下滑，销售增长仍然强劲

公司业绩下滑主要是由于结算节奏影响所致，因为项目竣工及结转时间主要集中在今年下半年，今年上半年出现结算金额不足的现象，预计 2019 年全年的公司业绩将实现稳健增长。从销售业绩看，2019 年 1-6 月，公司实现签约销售面积 515.23 万平方米，同比增加 43.77%；累计实现签约销售金额 1011.92 亿元，同比增加 34.75%，销售实现高速增长，预计下半年新推货值超过千亿，全年大概率完成销售目标。

❖ 致力开发粤港澳大湾区核心地带，财务杠杆和融资成本偏低

截至 2019 年 6 月底，公司拟开发项目中土地储备面积为 413.29 万平方米，土地储备金额为 166.86 亿元，公司深入布局粤港澳大湾区，较多在建开发项目集中在深圳，项目涉及太子湾片区、前海妈湾片区等区域。另外，今年上半年公司在粤港澳大湾区的新增土地项目包括了深圳市宝安区石岩艾美特、香港将军澳日出康城、肇庆市新区中央绿轴带、佛山市南海大沥水头等项目，粤港澳大湾区新增土储资源较为丰富。公司财务杠杆处于行业较低水平，2019 年 6 月资产负债率为 76.72%，虽然较 2018 年 12 月的 74.28% 上升 2.44 个百分点，但是净负债率只有 53.0%。报告期内，公司成功发行总额为 35 亿元的两种公司债券，票面利率分别为 4.21% 和 3.75%，低于行业平均水平。

❖ 盈利预测

预计 2019-2021 年主营业务收入分别为 1134.55、1388.23、1681.43 亿元，净利润有望达到 205.26、245.64、298.16 亿元，EPS 分别为 2.07、2.47 和 2.99 元。对应 PE 分别为 8.41、7.03、5.81 倍。给予招商蛇口“增持”评级。

❖ 风险提示：地产调控政策超预期，经济增长不及预期等

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	88278	113455	138823	168143
+/-%	16	29	22	21
净利润(百万)	19461	20526	24564	29816
+/-%	20	7	20	21
EPS(元)	1.93	2.07	2.47	2.99
PE	9.02	8.41	7.03	5.81

资料来源：公司公告、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	金融地产/地产
报告时间	2019/8/27
前收盘价	20.42 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

王一棠

证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦
11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	354436	405257	486744	570511	营业收入	88278	113455	138823	168143
现金	67375	56702	58483	59371	营业成本	53415	68788	82780	99002
应收账款	0	82	56	74	营业税金及附加	8324	10507	12824	15599
其他应收款	64639	81124	102597	122728	营业费用	1554	2088	2545	3066
预付账款	2679	8008	7916	9403	管理费用	1527	1969	2415	2921
存货	210821	251028	308931	370298	财务费用	2448	6491	9225	11502
其他流动资产	8922	8313	8760	8636	资产减值损失	986	600	684	706
非流动资产	68786	56423	57573	57143	公允价值变动收	-63	-45	-46	-48
长期投资	17311	12131	13327	13592	益				
固定资产	3401	2968	2191	1255	投资净收益	6548	4946	5141	5310
无形资产	541	542	547	553	营业利润	26613	27912	33444	40608
其他非流动资产	47532	40782	41508	41743	营业外收入	144	160	154	154
资产总计	423221	461680	544317	627654	营业外支出	156	152	159	156
流动负债	230615	251821	307860	362301	利润总额	26601	27919	33440	40606
短期借款	16741	42743	68158	90443	所得税	7140	7393	8876	10790
应付账款	26047	33528	40444	48316	净利润	19461	20526	24564	29816
其他流动负债	187827	175550	199258	223542	少数股东损益	4221	4182	5016	6147
非流动负债	83744	86759	95418	102413	归属母公司净利润	15240	16344	19548	23670
长期借款	61647	70039	77720	84093	EBITDA	30186	35529	43893	53382
其他非流动负债	22097	16720	17698	18320	EPS (元)	1.93	2.07	2.47	2.99
负债合计	314359	338579	403279	464714					
少数股东权益	32954	37136	42152	48299	主要财务比率				
股本	7904	7904	7904	7904	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	12050	12050	12050	12050	成长能力				
留存收益	48089	66056	79024	94827	营业收入	16.3%	28.5%	22.4%	21.1%
归属母公司股东权益	75909	85964	98886	114641	营业利润	27.2%	4.9%	19.8%	21.4%
负债和股东权益	423221	461680	544317	627654	归属于母公司净利润	20.4%	7.2%	19.6%	21.1%
					利润				
					获利能力				
					毛利率(%)	39.5%	39.4%	40.4%	41.1%
					净利率(%)	4.6%	17.3%	14.4%	14.1%
					ROE(%)	20.1%	19.0%	19.8%	20.6%
					ROIC(%)	21.1%	15.7%	14.9%	14.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	74.3%	73.3%	74.1%	74.0%
					净负债比率(%)	31.77%	38.28%	40.60%	41.46%
					流动比率	1.54	1.61	1.58	1.57
					速动比率	0.62	0.61	0.57	0.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.23	0.26	0.28	0.29
					应收账款周转率	9183	2774	2017	2584
					应付账款周转率	2.16	2.31	2.24	2.23
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.93	2.07	2.47	2.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	-5.01	-2.49	-1.70
					每股净资产(最新摊薄)	9.60	10.88	12.51	14.50
					估值比率				
					P/E	9.02	8.41	7.03	5.81
					P/B	1.81	1.60	1.39	1.20
					EV/EBITDA	5	5	4	3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	10478	-39572	-19718	-13425
净利润	19461	20526	24564	29816
折旧摊销	1125	1126	1224	1273
财务费用	2448	6491	9225	11502
投资损失	-6548	-4946	-5141	-5310
营运资金变动	-8154	-61275	-50295	-51117
其他经营现金流	2146	-1494	704	411
投资活动现金流	2955	15868	2541	4419
资本支出	2770	0	0	0
长期投资	3807	-11513	2388	725
其他投资现金流	9533	4355	4929	5144
	851	13030	18958	9894
筹资活动现金流				
短期借款	-127	26002	25415	22285
长期借款	-1587	8392	7681	6373
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-8461	0	0	0
其他筹资现金流	11026	-21365	-14137	-18764
现金净增加额	14484	-10673	1781	888

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857