

招商蛇口 (001979.SZ)

销售维持稳健，加快太子湾建设

核心观点:

- **销售强度略有回落，同比增速稳定**

2017年7月，招商蛇口实现签约销售面积31.34万平方米，同比增长11.53%；签约销售金额76.21亿元，同比增长39.83%，增速与上月相比下降31个百分点，环比下降27.0%，月均销售强度略有下降。1-7月签约销售金额613.16亿元，同比增加68.93%，1-7月已完成全年1000亿目标的61.3%，平均销售均价19177元/平米，与16年相比上升22.80%。公司上下半年推货节奏均衡，下半年计划新推货值900亿，集中在一二线城市，确保全年的销售规模增长。

- **大举提升储备，多线拓展市场**

17年7月公司新增7个开发项目，占地面积46.0万方，规划建筑面积99.5万方，土地投资总价格为85.6亿元。1-7月累计获取项目规划建筑面积150.7万方，土地投资总额438.7亿元，占销售金额比例72%，维持了较高的投资力度。本月，公司战略性地进入了中山、无锡以及济南三个新城市，逐步加强在三大片区内的三线城市的布局力度，完善二线城市的覆盖范围。

- **预计17、18EPS分别为1.40、1.61元/股，维持“买入”评级。**

7月中旬前海蛇口自贸区规划草案出炉，标志着项目的进一步落地。公司在7月底获得证监会批准公开发行公司债券150亿元，将有效改善资金流并降低融资成本。8月初公司对于三宗出租土地使用权的回收，将推动太子湾项目的快速建设和价值提升。关注17年公司整体开工业务的进展。

- **风险提示**

房地产市场进入调控期，深圳市场储备占比过高，流动性折价大。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,222	63,573	80,600	95,655	109,745
增长率(%)	8.21%	29.15%	26.78%	18.68%	14.73%
EBITDA(百万元)	11,603	14,229	20,031	23,637	26,751
净利润(百万元)	4,850	9,581	11,046	12,708	14,657
增长率(%)	51.36%	97.54%	15.29%	15.05%	15.33%
EPS(元/股)	0.61	1.21	1.40	1.61	1.85
市盈率(P/E)	31.39	15.89	13.78	11.98	10.39
市净率(P/B)	3.26	2.70	2.29	1.92	1.62
EV/EBITDA	13.94	10.11	9.55	7.91	6.22

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

18.82元

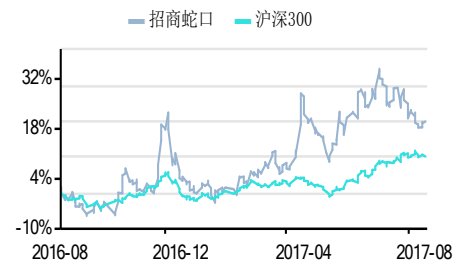
前次评级

买入

报告日期

2017-08-16

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

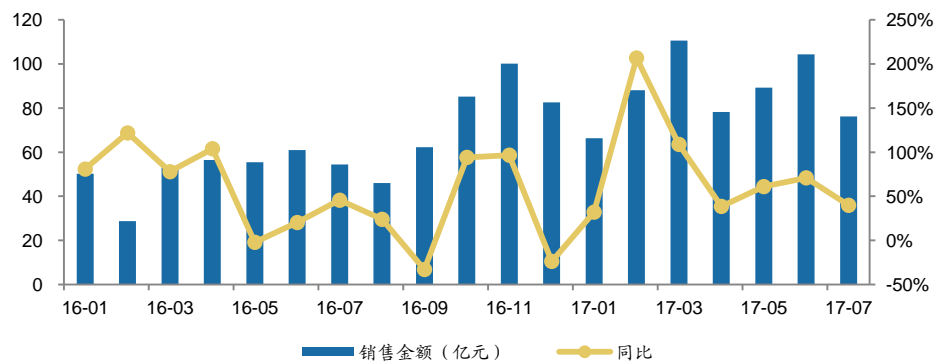
相关研究:

销售增速维持稳定，推出项目跟投计划	2017-06-14
业绩超预期增长，核心资源优势进一步加强	2017-04-10
携手武钢，“大”体量资源获取能力加强	2017-03-21

销售强度略有回落，同比增速稳定

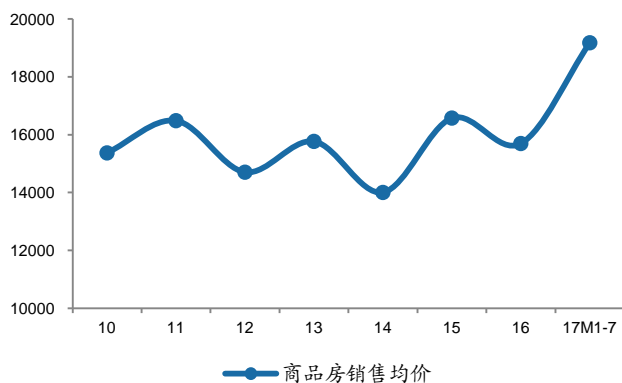
2017年7月，招商蛇口实现签约销售面积31.34万平方米，同比增长11.53%，增速收窄9.6个百分点，环比下降39.1%；签约销售金额76.21亿元，同比增长39.83%，增速与上月相比下降31个百分点，环比下降27.0%，月均销售强度略有下降。1-7月，公司累计实现签约销售面积319.74万平方米，同比增加43.26%；签约销售金额613.16亿元，同比增加68.93%，1-7月已完成全年1000亿目标的61.3%。7月销售单价24317元/平米，1-7月平均销售均价19177元/平米，与16年相比上升22.80%。

图1：招商蛇口月度销售金额（亿元）及增速



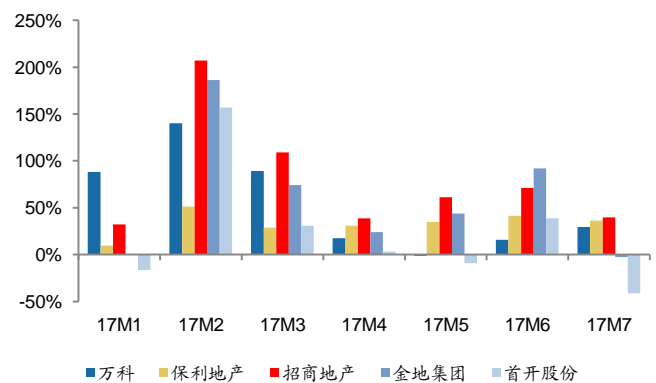
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：招商蛇口销售均价表现（元/平米）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：主流地产公司单月销售增速对比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

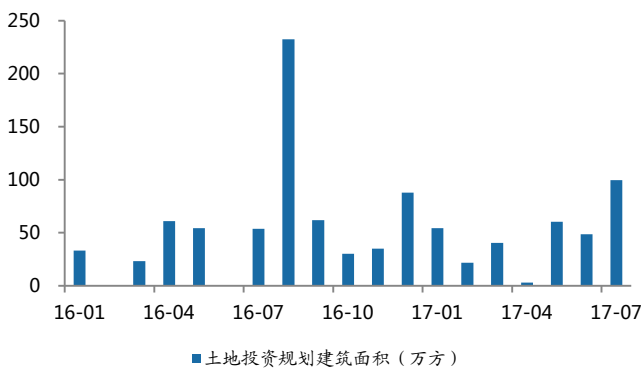
17年7月份主流地产公司整体销售强度以及增速有所下降，招商蛇口销售规模环比降幅较大，但累计同比增速下降在10个百分点以内。推盘规模的下降是造成公司销售增速回落的主要原因，5、6月份强势的销售以及较高的推盘去化率，使销售规模增速变化较为陡峭。公司上下半年推货节奏均衡，下半年计划新推货值900亿，主要集中在一二线城市，深圳的双玺、上海中环等核心项目都有推盘计划，确保全年的

销售规模增长。

大举提升储备，多线拓展市场

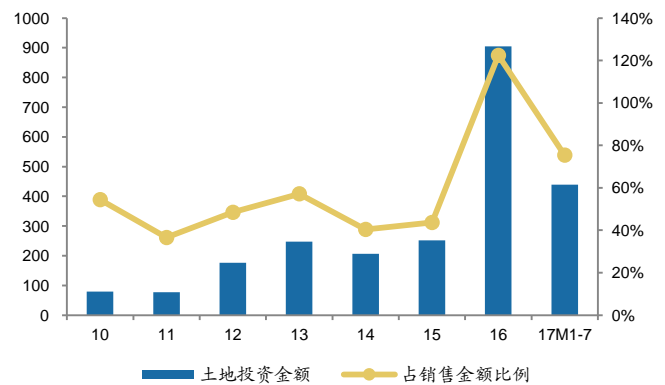
17年7月公司新增7个地产开发项目，占地面积46.0万方，规划建筑面积99.5万方，土地投资总价格为85.6亿元，大约为7月份单月销售规模的1.1倍。公司17年1-7月累计获取项目占地面积150.7万方，规划建筑面积328.0万方，土地投资总额462.4亿元，占销售金额比例75.4%，维持了较高的投资力度。

图4：招商蛇口月度土地获取规模（万方）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：招商蛇口土地投资金额（亿元）占销售比例



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1：招商蛇口 17 年拿地明细

时间	项目/土地	股权比例	项目用途	土地面积	建筑面积	总地价	楼面价	可比售价
				(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(元/平米)	(元/平米)
2017年1月	合肥新站 XZQTD213 地块项目	100%	住宅	6.2	11.2	8.6	7665	14500
2017年1月	合肥新站 XZQTD214 地块项目	100%	住宅	5.0	9.0	7.2	8048	14500
2017年1月	合肥市滨湖 BH2016-19 地块	100%	商住	10.3	25.0	30.2	12095	20000
2017年1月	佛山市高明河 TD2016 (GM)	100%	住宅零售	6.0	9.0	1.4	1500	8500
2017年2月	南京秦淮区越城天地 G98 地块项目	34%	商住	19.9	21.7	98.1	45151	75000
2017年3月	广州市增城章坡项目	74%	住宅	8.6	31.2	43.5	13944	19000
2017年3月	北京市朝阳区金盏 603 地块项目	33%	商办用地	4.6	9.2	22.5	24369	48000
2017年4月	杭州市半山田园 C2-05 地块项目	100%	商业	2.1	3.1	2.9	9418	20000
2017年5月	珠海高新区 2017-19 地块项目	100%	住宅	1.1	3.4	6.9	20000	20000
2017年5月	佛山九江沙龙路项目	100%	商住	8.1	23.2	20.2	8691	8500
2017年5月	嘉兴桐乡市宏晖路项目	100%	商住	5.2	10.4	10.9	10454	16000
2017年5月	杭州良北新城商业核心区东地块项目	40%	商住	10.8	23.3	60.1	25787	35000
2017年6月	济南长清区 2017-G054 地块项目	100%	住宅	2.0	4.5	1.8	3979	10000
2017年6月	上海长宁区程家桥项目	51%	商办用地	4.0	8.0	16.1	20071	38500
2017年6月	佛山三水建设路项目	100%	商住	7.1	22.6	16.1	7154	9000
2017年6月	郑州新郑市新区 17 号地项目	100%	住宅	2.4	4.7	1.0	2208	5500

2017年6月	重庆南坪正街地块项目	100%	商住	1.1	8.9	5.8	6500	13500
2017年6月	收购天津汤臣建设有限公司100%股权	100%	商住	2.4	10.0	23.6	23600	42000
2017年7月	佛山三水建设路地块项目	50%	商住	4.7	16.5	10.4	6276	9000
2017年7月	广州市南沙区金岭北路地块项目	15%	商住	3.1	9.4	6.2	6580	19000
2017年7月	中山市南头镇地块项目	50%	商住	3.6	10.9	5.0	4580	10000
2017年7月	苏州市香溪源项目	50%	商住	4.0	4.2	1.9	4514	18500
2017年7月	无锡市渔港项目	25%	商住	17.4	20.9	31.9	15300	20000
2017年7月	漳州市2017P09地块项目	13%	商住	4.4	11.5	9.2	8014	18500
2017年7月	武汉市江夏区梁山头村项目	51%	住宅	8.7	26.1	21.0	8029	10300
17年合计				152.99	337.92	462.36	13682	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

17年7月公司新增1个代建项目，代建费中标价为7,500万元，该项目位于深圳市南山区西丽片区，用地面积4.4万平方米，容积率为7.28，规划建筑面积32.0万方，规划用途为产业研发用房、单身公寓及商业。

7月份公司的拿地布局重点依旧围绕在长三角和珠三角区域，继续17年初以来的土地投资策略，核心还是在一二线城市补充土地储备。本月，公司战略性地进入了中山、无锡以及济南三个新城市，逐步加强在三大片区内的三线城市的布局力度，同时完善在全国省会级二线城市的覆盖范围。

收回三宗土地使用权，加快太子湾项目开发

公司在17年8月4日发布关联交易公告，为加速深圳市太子湾片区项目的开发建设，进一步提升该片区的商业价值，公司计划收回位于深圳市蛇口工业区港湾大道以北的SKS201-01、SKS201-04、SKS201-08号（蛇口地块编号）三宗土地的使用权。

上述三宗用地面积合计为61,005.5平方米（以下简称“出租用地”）。公司自1980年起陆续将出租用地的土地使用权出租给深圳南方中集集装箱制造有限公司（以下简称“南方中集”）及其前身，南方中集在该三宗用地上自行投资建设了厂房、办公楼等建筑物。

2011年，公司在深圳市土地房产交易中心受让了深圳市太子湾片区K202-0014号宗地（以下简称“太子湾项目用地”）。公司作为土地使用权人对太子湾项目用地进行分宗及开发建设工作，上述出租用地位于太子湾项目用地范围内。

鉴于前述情况，经双方协商一致，南方中集同意按出租用地面积及出租用地相关协议确定的2010年租金标准向公司支付2011年1月1日至2017年7月31日之间的土地租金（或使用费），一次性支付总金额为人民币3053万元。

同时，南方中集同意搬迁撤场并将出租用地退还给公司，公司拟根据国众联资产评估土地房地产估价有限公司出具的《资产评估报告》（国众联评报字（2017）第2-0657号）给予南方中集相应补偿款人民币4.94亿元，主要包括固定资产搬迁损失（房屋建筑物、机器设备）、设备搬迁费、停产停业损失等。

南方中集母公司中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司董事长为公司实际控制人招商局集团的高级管理人员,按照深圳证券交易所《股票上市规则》等相关规定,本次交易构成关联交易。本次交易未构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

公司太子湾项目建设已进入关键阶段,本次出租用地的收回,有利于加快推进太子湾片区项目开发建设、改善片区交通环境、丰富片区及周边配套,进一步提升片区形象、提高并实现公司太子湾项目商业价值。

盈利预测与投资评级

16年和17年我们认为招商蛇口是储备年,储备资源,协调资金,业绩稳定增长和过渡,为太子湾和前海片区的全面开发做好准备。17年前7月公司销售表现量价齐升,而且随着公司对于优质资源锁定能力的逐步加强,未来的业绩以及销售规模增长将更具弹性。关注17年公司整体开工以及融资业务的进展。预计17、18EPS分别为1.40、1.61元/股,维持“买入”评级。

风险提示

房地产市场进入调控期,深圳市场储备占比过高,流动性折价大。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	186,573	210,952	256,043	320,097	398,233
货币资金	40,644	45,603	25,000	32,500	42,500
应收及预付	18,553	45,186	42,561	41,893	47,326
存货	121,380	114,187	182,506	239,728	302,431
其他流动资产	5,996	5,976	5,976	5,976	5,976
非流动资产	24,326	39,780	41,366	43,024	45,014
长期股权投资	2,100	2,952	3,690	4,336	5,094
固定资产	2,544	2,624	2,756	2,921	3,096
在建工程	526	372	886	1,382	1,863
无形资产	1,015	1,120	1,120	1,120	1,120
其他长期资产	18,141	32,712	32,915	33,266	33,841
资产总计	210,899	250,732	297,409	363,121	443,246
流动负债	102,894	120,788	154,989	201,997	269,248
短期借款	2,580	4,444	7,021	8,706	3,725
应付及预收	90,326	102,036	131,259	176,868	248,543
其他流动负债	9,988	14,308	16,709	16,423	16,981
非流动负债	45,842	52,118	51,589	54,000	48,553
长期借款	32,200	38,285	37,331	39,190	33,020
应付债券	7,726	8,133	8,133	8,133	8,133
其他非流动负债	5,916	5,700	6,125	6,677	7,400
负债合计	148,736	172,906	206,578	255,997	317,801
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
资本公积	17,671	19,754	21,963	24,505	27,436
留存收益	20,269	27,796	36,633	46,799	58,525
归属母公司股东权益	46,628	56,430	66,500	79,208	93,865
少数股东权益	15,535	21,395	24,332	27,916	31,580
负债和股东权益	210,899	250,732	297,409	363,121	443,246

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,222	63,573	80,600	95,655	109,745
营业成本	30,677	41,617	51,687	61,439	70,351
营业税金及附加	5,204	6,171	6,533	7,543	8,624
销售费用	1,124	1,160	1,339	1,719	2,223
管理费用	1,227	1,066	1,231	1,580	2,043
财务费用	1,549	1,418	1,574	1,738	2,107
资产减值损失	7	-51	0	0	0
公允价值变动收益	7	-57	0	0	0
投资净收益	585	4,203	590	369	434
营业利润	10,027	16,338	18,827	22,004	24,830
营业外收入	445	219	0	0	0
营业外支出	62	78	0	0	0
利润总额	10,410	16,480	18,827	22,004	24,830
所得税	2,364	4,293	4,845	5,712	6,508
净利润	8,047	12,187	13,982	16,293	18,321
少数股东损益	3,196	2,605	2,936	3,584	3,664
归属母公司净利润	4,850	9,581	11,046	12,708	14,657
EBITDA	11,603	14,229	20,031	23,637	26,751
EPS (元)	0.61	1.21	1.40	1.61	1.85

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2,084	-12,715	-19,845	9,506	25,644
净利润	8,047	12,187	13,982	16,293	18,321
折旧摊销	612	670	220	263	248
营运资金变动	-7,574	-7,773	-36,471	-10,945	3,539
其它	1,000	-17,800	2,424	3,895	3,536
投资活动现金流	-2,043	5,483	-1,044	-1,293	-1,338
资本支出	-1,484	-1,317	-777	-953	-935
投资变动	1,066	7,369	-268	-340	-403
其他	-1,625	-570	0	0	0
筹资活动现金流	14,273	11,756	286	-713	-14,306
银行借款	24,443	33,105	17,552	21,764	9,312
债券融资	-21,167	-21,112	-13,528	-18,506	-19,905
股权融资	12,465	5,918	0	0	0
其他	-1,468	-6,155	-3,738	-3,971	-3,713
现金净增加额	14,514	4,952	-20,603	7,500	10,000
期初现金余额	26,097	40,611	45,563	24,961	32,461
期末现金余额	40,611	45,563	24,961	32,461	42,461

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	8.2%	29.2%	26.8%	18.7%	14.7%
营业利润增长	3.9%	62.9%	15.2%	16.9%	12.8%
归属母公司净利润增长	51.4%	97.5%	15.3%	15.0%	15.3%
获利能力(%)					
毛利率	37.7%	34.5%	35.9%	35.8%	35.9%
净利率	16.3%	19.2%	17.3%	17.0%	16.7%
ROE	10.4%	17.0%	16.6%	16.0%	15.6%
ROIC	12.5%	11.2%	11.6%	12.5%	14.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	70.5%	69.0%	69.5%	70.5%	71.7%
净负债比率	11.8%	18.4%	42.9%	32.4%	11.3%
流动比率	1.81	1.75	1.65	1.58	1.48
速动比率	0.63	0.70	0.41	0.35	0.30
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.28	0.29	0.29	0.27
应收账款周转率	521.38	392.53	246.47	171.73	128.06
存货周转率	0.28	0.35	0.35	0.29	0.26
每股指标(元)					
每股收益	0.61	1.21	1.40	1.61	1.85
每股经营现金流	0.26	-1.61	-2.51	1.20	3.24
每股净资产	5.90	7.14	8.41	10.02	11.88
估值比率					
P/E	31.4	15.9	13.8	12.0	10.4
P/B	3.3	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.9	10.1	9.5	7.9	6.2

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 九年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 五年房地产研究经验, 2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 四年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。