

招商蛇口 (001979)

结算进度拖累业绩，销售表现远超行业

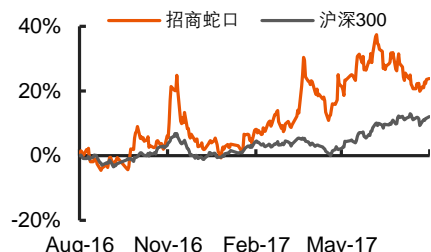
强烈推荐 (维持)

现价: 19.44 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.cmsk1979.com
大股东/持股	招商局集团/66.10%
实际控制人/持股	国资委/%
总股本(百万股)	7,904
流通 A 股(百万股)	1,899
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,536.56
流通 A 股市值(亿元)	369.25
每股净资产(元)	7.07
资产负债率(%)	72.30

行情走势图



相关研究报告

- 《招商蛇口*001979*业绩扎实，销售靓丽》
2017-04-20
- 《招商蛇口*001979*业绩靓丽，跨步前行》
2017-03-28

证券分析师

杨侃
投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

李孟泉
一般从业资格编号
S1060116070095
021-38640650
LIMENGXIAO698@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公布2017年半年报，上半年实现营收194亿，同比下降8.7%，净利润34.7亿，同比下降9.5%，对应EPS0.44元，略低于市场预期。

平安观点:

- **结算下滑拖累业绩表现，预收款充足。**受地产项目结转时间分布不均衡以及结转项目结构影响，公司上半年营收同比下降 8.7%，净利润同比下降 9.5%。考虑公司主要项目集中在下半年结算，我们对公司全年业绩增长仍充满信心。分业务来看，期内社区开发及运营由于结算规模下降，营收同比下降 1.6%；园区开发及运营由于 2016 年同期出售部分深圳蛇口物业导致的高基数，营收同比下降 40.2%，剔除该影响后营收基本持平；受 2016 年 11 月深圳太子湾邮轮母港开港影响，邮轮营收同比增长 37.2%，但由于业务处于拓展期，运营成本上升导致毛利率为-5.8%。受园区和邮轮业务毛利率下滑影响，整体毛利率同比降 8.1 个百分点至 25.8%；期间费用率 5.7%，仍处于低位；预收账款由于销售大增较期初上升 30%至 682 亿。
- **销售增速远超行业，试水中高端租赁市场。**报告期内公司实现销售面积 288.4 万平方米，同比增长 47.8%；销售额 537 亿元，同比增长 74.1%，增速远超行业，完成全年千亿目标的 54%。受产品结构影响，销售均价较 2016 年全年上升 18.6%至 1.86 万/平米。公司下半年可售充足，预计新推货值 900 亿，全年超额完成千亿销售为大概率事件。公司积极试水中高端租赁市场，目前在深圳拥有 1.3 万套长租公寓产品，已形成“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠”高端服务式公寓三大核心产品线，未来公司将以“中国中长租公寓领导品牌”为发展目标，以三年的时间实现品牌全国布局。
- **拿地渠道多样，实施跟投提升激励。**公司投资聚焦一二线核心城市，重点拓展战略重镇土地储备。期内公司斩获了 16 宗土地，计容建筑面积 227

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49222	63,573	82,105	93,603	105,263
YoY(%)	8.2	29.2	29.2	14.0	12.5
净利润(百万元)	4850	9,581	11,684	13,913	16,883
YoY(%)	51.4	97.5	21.9	19.1	21.3
毛利率(%)	37.7	34.5	36.6	37.5	39.4
净利率(%)	9.9	15.1	14.2	14.9	16.0
ROE(%)	12.9	15.7	15.8	15.9	16.3
EPS(摊薄/元)	0.61	1.21	1.48	1.76	2.14
P/E(倍)	31.7	16.0	13.2	11.0	9.1
P/B(倍)	3.3	2.7	2.3	1.9	1.6

万平米，同比基本持平；平均楼面地价 15551 元/平，较 2016 年全年上升 20.6%。相比竞争对手频频高价抢地，公司拥有深圳前海片区、蛇口片区等核心资源禀赋，且均位于前海蛇口自贸区内，该区域深港合作、“一带一路”、自贸试验区三大国家战略于一身，具有独特的政策优势和改革开放战略优势。同时公司背靠招商局集团，集团内资源的协同（中外运南通项目）和产业新城的拓展（与武钢、昆钢合作）也正成为公司获取优质储备的重要途径。同时继员工持股和股权激励后，期内公司推出跟投制度，已形成了全面、立体的激励机制，利于控制项目投资风险、进一步提高资产收益。

- **园区开发加快异地复制，邮轮业务稳步发展。**公司深耕园区开发与运营，聚焦空间规划、产业聚集、生态圈服务，积累了丰富的城市开发与运营经验。在立足蛇口样板园区的升级改造上，积极将蛇口模式对外复制，报告期内公司相继与湖北省黄冈市蕲春县政府、深圳光明新区政府签署战略合作协议，同时正式成立北京通州合资公司，未来统筹开发建设台湖镇产业新城项目。报告期内，深圳太子湾邮轮母港相继接待处女星号、银影号、海洋航行者号、大西洋号、云顶梦号等多艘国际邮轮靠泊，累计邮轮旅客 5.96 万人次。未来公司将在全国邮轮港口进行网络化布局及商业模式复制，实现“船、港、城、游、购、娱”一体化联动管理，构建集旅游地产、母港经济、邮轮产业于一体的高端旅游服务生态圈。
- **财务状况稳健，融资成本维持低位。**期末公司在手现金 441 亿，为一年到期负债的 161%。由于土地投资大幅增加，净负债率和剔除预收款后的资产负债率分别为 40.8%和 47.8%，较期初分别上升 21.6 个百分点和持平。报告期内公司获授 50 亿中票额度，150 亿公司债发行权，上半年公司综合资金成本约为 4.6%，较 2016 年上升 0.1 个百分点。公司整体财务状况稳健，融资成本及负债率仍处于低位。
- **投资建议：**预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.48 元和 1.76 元，对应 PE 为 13.2 倍和 11.0 倍。公司汇聚原招商地产和蛇口工业区优质资源，短期深圳大量地产优质资源集中释放，奠定业绩增长基础，中长期园区开发及邮轮业务值得期待，且持续受益前海自贸区政策春风。股权激励及员工持股绑定利益，上下一心跨步迈向千亿销售。测算公司 NAV24.2 元，目前股价折价 20%，且低于员工持股价 18%，安全边际突出，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**业绩低于预期风险；基本面大幅恶化风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	210952	250197	269662	290081
现金	45603	47483	66526	56780
应收账款	227	191	286	251
其他应收款	32460	32101	41501	41270
预付账款	12468	4753	14880	7199
存货	114187	159618	140456	178524
其他流动资产	6007	6051	6015	6058
非流动资产	39780	41832	43567	45316
长期投资	2952	3929	4938	5894
固定资产	2624	2592	2647	3021
无形资产	494	568	657	764
其他非流动资产	33709	34742	35325	35637
资产总计	250732	292028	313230	335396
流动负债	120788	156763	170371	177683
短期借款	4444	4444	4444	4444
应付账款	18130	25628	23591	30071
其他流动负债	98214	126692	142337	143168
非流动负债	52118	42834	33551	27945
长期借款	46419	37135	27851	22245
其他非流动负债	5700	5700	5700	5700
负债合计	172906	199598	203921	205627
少数股东权益	21395	24316	27795	32015
股本	7904	7904	7904	7904
资本公积	19754	19754	19754	19754
留存收益	27796	36413	46674	59124
归属母公司股东权益	56430	68114	81514	97754
负债和股东权益	250732	292028	313230	335396

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-12715	13175	30892	-2614
净利润	12187	14605	17391	21103
折旧摊销	799	490	569	691
财务费用	1418	1073	1503	1352
投资损失	-4203	-1405	-1757	-1987
营运资金变动	-23109	-1588	13184	-23772
其他经营现金流	193	0	0	0
投资活动现金流	5483	-1137	-548	-452
资本支出	1317	1075	727	792
长期投资	-1088	-977	-948	-956
其他投资现金流	5712	-1039	-769	-617
筹资活动现金流	11756	-10157	-11301	-6680
短期借款	1864	0	0	0
长期借款	6493	-9284	-9284	-5606
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2083	0	0	0
其他筹资现金流	1317	-874	-2017	-1074
现金净增加额	4952	1880	19043	-9746

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	63573	82105	93603	105263
营业成本	41617	52023	58514	63796
营业税金及附加	6171	7800	8892	10337
营业费用	1160	1642	1872	2105
管理费用	1066	1642	1872	2105
财务费用	1418	1073	1503	1352
资产减值损失	-51	0	0	0
公允价值变动收益	-57	0	0	0
投资净收益	4203	1405	1757	1987
营业利润	16338	19331	22705	27556
营业外收入	219	237	296	299
营业外支出	78	78	118	88
利润总额	16480	19473	22883	27767
所得税	4293	4868	5492	6664
净利润	12187	14605	17391	21103
少数股东损益	2605	2921	3478	4221
归属母公司净利润	9581	11684	13913	16883
EBITDA	19244	20215	23084	27705
EPS (元)	1.21	1.48	1.76	2.14

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	29.2	29.2	14.0	12.5
营业利润(%)	62.9	18.3	17.5	21.4
归属于母公司净利润(%)	97.5	21.9	19.1	21.3
获利能力				
毛利率(%)	34.5	36.6	37.5	39.4
净利率(%)	15.1	14.2	14.9	16.0
ROE(%)	15.7	15.8	15.9	16.3
ROIC(%)	11.2	11.9	13.3	14.7
偿债能力				
资产负债率(%)	69.0	68.3	65.1	61.3
净负债比率(%)	18.4	3.7	-22.8	-15.3
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.8	0.6	0.8	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	392.5	392.5	392.5	392.5
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.21	1.48	1.76	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	1.67	3.91	-0.33
每股净资产(最新摊薄)	7.14	8.62	10.31	12.37
估值比率				
P/E	16.0	13.2	11.0	9.1
P/B	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.1	9.2	7.0	6.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033