

结转周期影响业绩 不改“资源为王”逻辑

——招商蛇口（001979）2016年半年报点评

2017年08月22日

强烈推荐/维持

招商蛇口

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

8月21日公司公布2017年半年报,报告期内,公司实现营业收入总额193.96亿元,较2016年上半年的212.48亿元同比降低8.72%,实现归属于上市公司股东净利润34.7亿元,较2016年上半年的38.3亿元同比下降9.49%。基本每股收益0.44元/股,同比降低8.33%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	23710	4523.71	16724.48	15483.82	26840.82	6939.74	12455.92
增长率(%)	-	-29.68%	32.04%	141.45%	13.20%	53.41%	-25.52%
毛利率(%)	40.39%	47.91%	30.05%	38.43%	32.83%	23.15%	27.23%
期间费用率(%)	5.96%	13.72%	4.46%	6.21%	4.90%	7.52%	4.63%
营业利润率(%)	23.61%	25.18%	27.55%	23.51%	25.90%	46.57%	18.52%
净利润(百万元)	4718.16	784.67	3624.13	2719.03	5059.06	2474.69	1648.45
增长率(%)	-	-17.26%	67.86%	1130.01%	07.23%	215.38%	-54.51%
每股盈利(季度,元)	0.40	0.10	0.38	0.23	0.50	0.27	0.17
资产负债率(%)	70.52%	71.00%	71.33%	71.92%	69.53%	69.37%	72.28%
净资产收益率(%)	7.59%	1.25%	5.64%	4.00%	6.50%	3.09%	2.14%
总资产收益率(%)	2.24%	0.36%	1.62%	1.12%	1.98%	0.95%	0.59%

观点:

- **营业收入和净利润同比均有所下降。**报告期内,公司实现营业收入总额193.96亿元,同比下降8.72%,实现归属于上市公司股东净利润34.7亿元,同比下降9.49%。基本每股收益0.44元/股,同比下降8.33%。受结转周期影响,公司营收和净利润总额大幅降低,但前期销售已经奠定公司年内营收大增基础,同时短期业绩下行不改公司“资源为王”核心逻辑。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

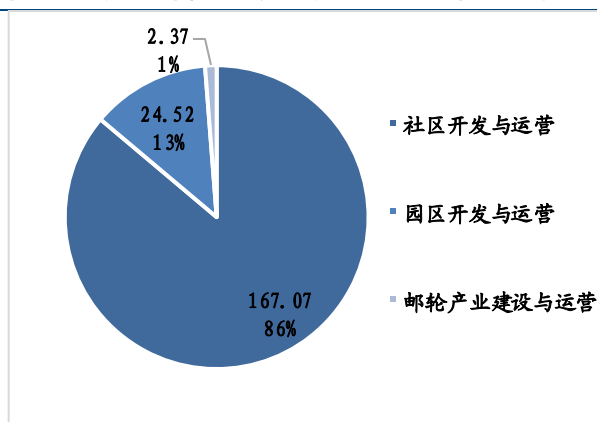
项目	2017 年 H	2016 年 H	同比变动	原因分析
净利润	34.7	38.3	-9.40%	园区和邮轮业务扩张期成本投入增加
营业收入	193.96	212.48	-8.72%	结算周期导致
资产负债率 (%)	68.54	71.33	-2.79	得益于资产大幅增长
费用比率 (%)	5.66	6.43	-0.77	控费效应显著
加权 ROE (%)	6.20	7.94	-1.74	净利润降低
总资产	2782.65	2241.88	24.12%	资产规模快速扩张
货币资金	441.23	344.69	28.01%	本期销售回款大幅增长
预收账款	682.00	613.75	11.12%	本期销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	113.56	89.91	26.30%	一年内到期长期借款增加
经营活动净现金流	-117.09	-62.72	-86.70%	房地产项目开发投入增加
稀释 EPS	0.44	0.48	-8.33%	净利润有所降低

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

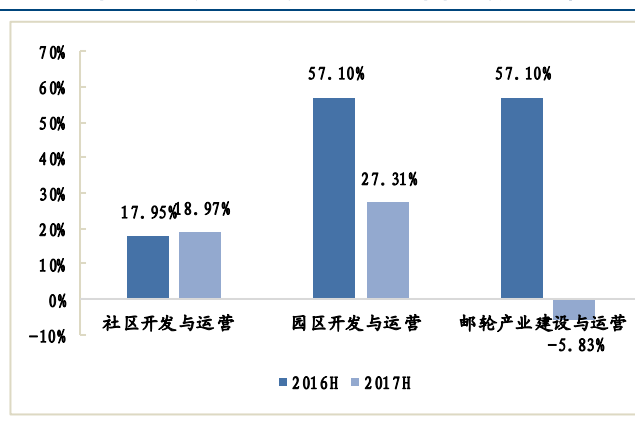
公司上半年营收的 86% 来源于社区开发与运营, 该业务毛利率为 18.97%, 相比去年同期略微上升 1.32 个百分点, 贡献的毛利润总额约为 23.64 亿元; 第二大业务园区开发与运营营收总额为 24.52 亿元, 毛利率为 27.31%, 尽管依旧高于社区业务, 但相比去年同期的 57.1% 同比大幅下降 29.79 个百分点, 贡献毛利润总额仅 4.61 亿元, 园区业务毛利率大幅下降深的原因是上年同期为盘活资产, 出售了部分在深圳蛇口持有多年零散物业, 本期未有此类安排。剔除该影响后园区板块的收入以及毛利率水平同比基本持平; 邮轮业务营收总额为 2.37 亿元, 同比大幅增长 37.50%, 然而毛利率却为 -5.83%, 同比大幅降低 62.93 个百分点。究其原因是深圳太子湾邮轮母港自 2016 年 11 月开港以后, 报告期内邮轮航线逐渐增多。但由于邮轮旅游业务处于拓展期, 营业成本的增加大于营业收入, 使得该板块毛利率降幅较大。

图 1: 公司上半年营收业务构成

(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司 2017 与 2016 上半年各业务毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 销售金额和面积同比大增为未来业绩提供保障。报告期内, 招商蛇口实现签约销售额 537 亿元, 完成全年销售目标 1000 亿元的 53.7%, 签约销售面积 288 万平米, 分别同比增长 74% 和 48%, 为未来业绩快速增长奠定坚实基础。

- **大量储备项目资源为未来业绩增长奠基。**上半年公司在北京、上海、广州、南京等重要城市获得 16 宗优质项目, 扩充项目资源 227 万平米, 总地价 353 亿元。**除通过招拍挂市场获取资源外, 公司着力推进招商局集团内外的资源整合。**公司启动自中外运长航并入集团以来地产资源协同合作的首个项目——南通市港闸区住宅项目; 与武钢集团、昆钢集团分别签署战略合作协议, 通过成立合资公司的方式合作, 共同改造、开发前述公司所在城市的土地资源, 以提升土地价值。

表 2: 公司上半年新增土地储备情况

城市	编号	规划用途	占地面积 (万 m ²)	规划建面 (万 m ²)	成交额 (亿元)	权益(%)
合肥	合肥新站 XZQTD213 地块	住宅	6.22	11.2	8.58	100
合肥	合肥新站 XZQTD214 地块	住宅	4.97	9.0	7.21	100
合肥	合肥市滨湖 BH2016-19 地块项目 A 地块	商业/住宅	10.33	25.0	30.23	100
佛山	佛山市高明河 TD2016 (GM)WG0038 地块	住宅	6.01	9.0	1.35	100
南京	南京秦淮区越城天地 G98 地块	商业/办公	19.93	21.7	98.10	34
北京	北京市朝阳区金盏 603 地块	综合	4.62	9.2	22.50	33
广州	广州市增城章坡项目	住宅	8.64	31.2	43.50	100
杭州	杭州市半山田园 C2-05 地块项目	综合	2.07	3.1	2.92	100
珠海	珠海高新区 2017-19 地块	住宅	1.15	3.4	6.87	100
佛山	佛山九江沙龙路项目	综合	8.14	23.2	20.15	100
嘉兴	嘉兴桐乡市宏晖路项目	综合	5.19	10.4	10.85	100
杭州	杭州艮北新城商业核心区东地块	商业/住宅	10.84	23.3	60.10	40.02
济南	济南长清区 2017-G054 地块	住宅	2.03	3.0	1.78	100
上海	上海长宁区程家桥项目	综合	4.00	8.0	16.06	51
佛山	佛山三水区建设路项目	综合	7.05	22.6	16.14	100
郑州	郑州新郑市新区 17 号地	住宅	2.37	4.7	1.04	100
重庆	重庆南坪正街地块	住宅	1.13	8.9	5.81	100

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **粤港澳大湾区规划开启, 前海自贸区土地优势明显。**2017年3月, 粤港澳大湾区概念正式落地广州、深圳、珠海、东莞、惠州、中山、佛山、肇庆和江门等九个内地省市以及港、澳两个特别行政区。作为珠三角经济圈的升级版, 粤港澳大湾区在“前厂后店”的旧贸易模式的基础上结合“一带一路”政策进行产业升级, 建设研发及科技成果转化、国际教育培训、金融服务、专业服务、商贸服务、休闲旅游及健康服务、航运物流服务、资讯科技等八大产业为一体的国际一流湾区和世界级城市群。**预期粤港澳大湾区产业建设将为招商蛇口这样有丰富园区运营经验的专业园区运营服务商带来发展的新机遇, 与此同时, 公司近些年在邮轮业务上前瞻性的布局也将使其在行业中建立起先入优势。**

图 3:粤港澳大湾区综合规划概况



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 4:前海自贸区综合规划概况



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

其中,前海自贸区作为粤港澳大湾区中有机连接港澳和内地的关键部分,占地面积仅有 15 平方公里,2017 年前海计划出让 28 块土地,出让面积合计 27 万平方米。土地资源的有限性和地理位置的关键性使得前海地区的土地价值有望得到进一步提升。招商局集团在前海区域拥有 3.9 平方公里的土地,其中权属于招商蛇口的土地为 2.42 平方公里,位居首位,甚至超过第二和第三持有土地总和。凭借大量稀缺土地资源,公司价值将得到进一步提升,无论土地自持建设还是变现获资都存在大量利润空间。

- **“多元化”加速,“蛇口模式”持续推进。**公司在 2015 年重组完成后形成了社区开发与运营、园区和邮轮三大业务板块。尽管目前社区业务收入仍占主营业务收入 86%,但随国家房地产调控政策的推进,社区业务的毛利率正在逐年下滑,园区和邮轮业务的利润仍旧可期。公司计划在未来的三到五年内将房地产收入降至 60%。目前,公司正在积极拓建与江西省、湛江市、汕头市、雄安新区等地政府的合作,参与产业园区改造与开发、区域综合开发等领域,为招商蛇口的“前港-中区-后城”开发模式的异地复制创造新条件。与此同时,国家“一带一路”的政策也为公司“蛇口模式 4.0”在海外的复制升级带来利好。
- **风险提示: 房地产政策和市场行情影响销售、融资政策以及环境的变化增加公司融资压力**

结论:

公司报告期内业绩下行是结转周期所致。公司重组后以“城市综合开发和运营服务商”作为公司新的发展目标,加速“多元化”,逐渐将业务重点转移到利润更高、前景更好的园区和邮轮业务上来。同时,公司享受“一带一路”政策红利有望将“蛇口模式”向海外扩张。粤港澳大湾区建设开启后,公司在深圳及周边持有的大量优质稀缺土地资源将面临价值提升,公司资产变现能力提升的同时价值也将有进一步的增长。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 868 亿元、1129 元和 1415 亿元,每股收益分别为 1.64 元、1.88 元和 2.04 元,对应 PE 分别为 11.88、10.36 和 9.55,维持公司“强烈推荐”评级。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	186573	210952	272135	349595	434854	营业收入	49222	63573	86777	112897	141573
货币资金	40644	45603	60744	79028	99101	营业成本	30677	41617	53802	69996	87775
应收账款	97	227	178	232	291	营业税金及附加	5204	6171	8504	11064	13874
其他应收款	17528	32460	44308	57645	72286	营业费用	1124	1160	1562	2032	2548
预付款项	866	12468	13544	14944	16700	管理费用	1227	1066	1475	1919	2407
存货	121380	114284	147402	191770	240479	财务费用	1549	1418	1654	2716	3421
其他流动资产	5203	5900	5900	5900	5900	资产减值损失	6.93	-51.28	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	24326	39780	32290	31884	31479	公允价值变动收益	6.98	-56.52	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2100	2952	2952	2952	2952	投资净收益	585.09	4202.61	2000.00	2000.00	2000.00
固定资产	2544.16	2624.33	2640.12	2283.83	1927.54	营业利润	10027	16338	21729	27120	33498
无形资产	507	494	445	395	346	营业外收入	445.46	219.37	350.00	350.00	350.00
其他非流动资产	169	0	0	0	0	营业外支出	62.38	77.76	120.00	120.00	120.00
资产总计	210899	250732	304425	381480	466332	利润总额	10410	16480	21959	27350	33728
流动负债合计	102894	120788	170494	229007	290948	所得税	2364	4293	5709	7111	8769
短期借款	2580	4444	76208	110866	143972	净利润	8047	12187	16250	20239	24959
应付账款	16875	18130	22110	28765	36072	少数股东损益	3196	2605	3314	5412	8865
预收款项	50991	52485	65502	82436	103672	归属母公司净利润	4850	9581	12936	14827	16094
一年内到期的非	5502	9085	0	0	0	EBITDA	12675	18904	23790	30241	37324
非流动负债合计	45842	52118	44792	50508	56508	EPS (元)	0.88	1.21	1.64	1.88	2.04
长期借款	32200	38285	44285	50285	56285	主要财务比率					
应付债券	7726	8133	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	148736	172906	215287	279516	347457	成长能力					
少数股东权益	15535	21395	24709	30121	38986	营业收入增长	8.21%	29.15%	36.50%	30.10%	25.40%
实收资本(或股	7904	7904	7904	7904	7904	营业利润增长	3.91%	62.94%	33.00%	24.81%	23.52%
资本公积	17671	19754	19754	19754	19754	归属于母公司净利	51.36%	97.54%	35.01%	14.62%	8.55%
未分配利润	18574	27642	28935	30418	32027	获利能力					
归属母公司股东	46628	56430	64429	71843	79890	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	210899	250732	304425	381480	466332	净利率(%)	16.35%	19.17%	18.73%	17.93%	17.63%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.30%	3.82%	4.25%	3.89%	3.45%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.40%	16.98%	20.08%	20.64%	20.15%
经营活动现金流	2084	-12715	-37357	-14194	-9516	偿债能力					
净利润	8047	12187	16250	20239	24959	资产负债率(%)	71%	69%	71%	73%	75%
折旧摊销	1099.48	1148.01	0.00	405.71	405.71	流动比率	1.81	1.75	1.60	1.53	1.49
财务费用	1549	1418	1654	2716	3421	速动比率	0.63	0.80	0.73	0.69	0.67
应收账款减少	0	0	49	-54	-59	营运能力					
预收帐款增加	0	0	13017	16935	21236	总资产周转率	0.26	0.28	0.31	0.33	0.33
投资活动现金流	-2043	5483	4576	1950	1950	应收账款周转率	521	393	428	550	542
公允价值变动收	7	-57	0	0	0	应付账款周转率	3.01	3.63	4.31	4.44	4.37
长期股权投资减	0	0	2523	0	0	每股指标(元)					
投资收益	585	4203	2000	2000	2000	每股收益(最新摊	0.88	1.21	1.64	1.88	2.04
筹资活动现金流	14273	11756	47923	30528	27639	每股净现金流(最新	1.81	0.57	1.92	2.31	2.54
应付债券增加	0	0	-8133	0	0	每股净资产(最新摊	5.90	7.14	8.15	9.09	10.11
长期借款增加	0	0	6000	6000	6000	估值比率					
普通股增加	5668	0	0	0	0	P/E	22.09	16.07	11.88	10.36	9.55
资本公积增加	16042	2083	0	0	0	P/B	3.30	2.72	2.38	2.14	1.92
现金净增加额	14315	4524	15141	18284	20073	EV/EBITDA	12.70	8.89	8.97	7.80	6.83

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。