

房地产

2017年09月05日

招商蛇口 (001979)

——土地资源获取提速，产业园、租赁、游轮业务齐头并进

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年09月04日

收盘价(元)	18.61
一年内最高/最低(元)	22.29/14.91
市净率	2.6
息率(分红/股价)	2.69
流通A股市值(百万元)	35352
上证指数/深证成指	3379.58 / 10962.85

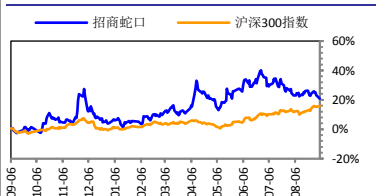
注：“息率”以最近一年已公布分红计算

所致

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	7.07
资产负债率%	72.28
总股本/流通A股(百万)	7904/1900
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《招商蛇口(001979)点评：前海蛇口规划雏形初现，城市运营商借力加速前行》
2017/07/19

《马太效应：地产龙头，16倍见！——2017下半年房地产行业投资策略》 2017/07/12

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

龚正欢 A0230117070004
gongzh@swsresearch.com
曹一凡 A0230116090003
caoyf@swsresearch.com
彭子恒 A0230117060001
pengzh@swsresearch.com

联系人

龚正欢
(8621)23297818×7457
gongzh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司2017年上半年业绩低于预期，归母净利润负增长。公司2017H1实现营业收入194亿元，同比增长-8.7%；归母净利润为34.7亿元，同比增长-9.5%；扣非后归母净利润33.6亿元，同比增长-6.0%。少数股东损益占比升至15.9%，同比增加2.8pct；归母净利率为17.9%，同比基本持平；摊薄ROE为6.2%，同比减少1.7pct。公司销售毛利率降至25.8%，同比下降8.1pct，主要系上期出售于蛇口持有多年零售物业令园区业务毛利率基数较高，以及邮轮业务航线增多前期投入成本较高所致，预计全年毛利率将恢复正常，略高于行业平均水平。归母净利率未下滑主要系本期转让长诚、高立股权确认投资收益24.65亿增厚业绩所致。
- 公司2017H1销售额达到537亿元，同比增速74%，全年目标1000亿元。2017H1公司实现签约销售面积288万平方米，同比增速48%，销售均价1.86万元/平米。2017年下半年预计推出可售货值1300亿，距离完成全年千亿销售目标尚存有463亿的距离。从可结算资源看，目前公司拥有预收账款682亿，较年初增加157亿，全年结算收入增长基本有保障。
- 资产负债率与融资成本均低于行业平均水平。2017H1公司资产负债率为72.3%，剔除预收账款后的资产负债率为63.3%，低于行业平均水平。2017H1公司顺利获授50亿元中期票据额度、150亿元公司债发行权，上半年综合资金成本4.6%，较2017H1上升0.1个pc，在全行业融资难度提升的情况下依然保持较低的资金成本与较高的融资额度。
- 招拍挂+整合集团内外资源，双管齐下获取优质土地储备。公司于2017H1在北京、上海、广州、南京等一二线城市通过公开市场招拍挂获取16宗土地，总地价353亿元，土地购置面积227万平方米，平均楼面价1.56万元/平米。此外，公司启动自中外运长航并入集团以来首个地产合作项目——南通市港闸区住宅项目，并积极参与国企改革，与武钢、昆钢分别签署战略合作协议，共同对社区与园区进行开发运营，园区方面将对旧厂房进行升级改造，引入相关产业，提升土地价值。
- 产业园业务全面铺开，龙头企业强强联手。公司与多地政府合作，积极发挥城市运营商的功能，公司拟于湖北蕲春、北京通州台湖镇、深圳光明新区等地开展产业园区业务，目前在全国共有十余个产业新城项目正在跟进中。同时公司与各行业的龙头企业牵手，布局高科技、健康养老、文化教育等产业。公司与华为的联合创新中心落地蛇口网谷，以助力园区沉淀技术成果；与力宝集团成立招商力宝医疗合资平台，参与“一带一路”领域的医疗合作发展。
- 聚焦中高端租赁市场，响应国家发展租赁市场号召。公司目前在深圳拥有约50万平方米、1.3万套长租公寓产品，已形成“壹栈/壹间/壹棠”三大核心产品线。北京、天津、武汉、重庆等城市的多个自有物业改造成公寓的项目正在推进，公司计划以三年的时间实现全国布局，总规模达到300万方。
- 维持盈利预测，维持增持评级。考虑到公司上半年销售业绩增速亮眼，土地资源获取提速，同时产业园业务与租赁业务具有较好的发展前景，同时公司推出了项目跟投机制，有利于提高公司经营效率，因此维持盈利预测，给与增持评级。我们预计公司2017-19年归母净利润分别为112.2/133.4/162.7亿元，同比增速分别为17.1%/18.9%/22.0%，EPS分别为1.42/1.69/2.06元。

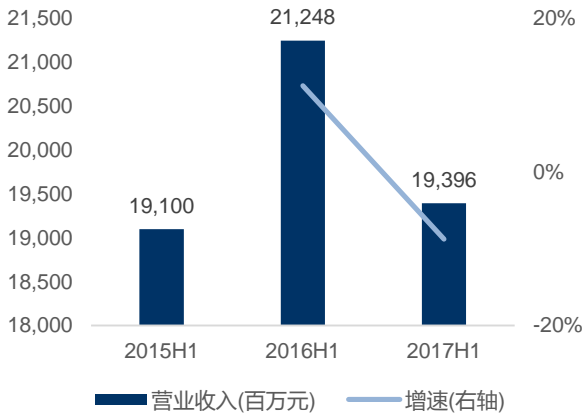
财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	63,573	19,396	78,881	100,532	129,928
同比增长率(%)	29.15	-8.72	24.10	27.40	29.20
净利润(百万元)	9,581	3,466	11,216	13,336	16,268
同比增长率(%)	97.54	-9.49	17.10	18.90	22.00
每股收益(元/股)	1.21	0.44	1.42	1.69	2.06
毛利率(%)	34.5	25.8	34.1	33.9	35.4
ROE(%)	17.0	6.2	17.5	18.0	18.8
市盈率	15		13	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

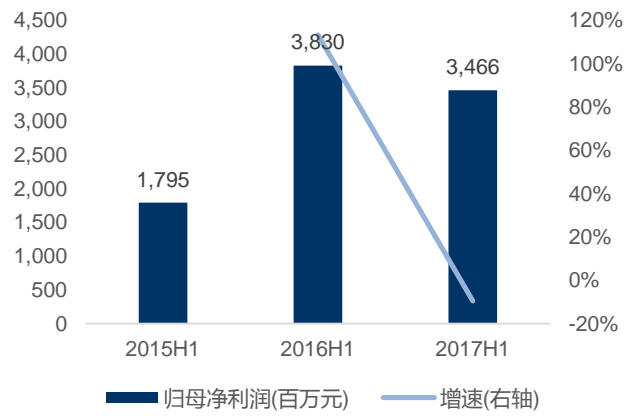
附表

图 1: 2017H1 公司营业收入 194 亿元, 同比增长-9%



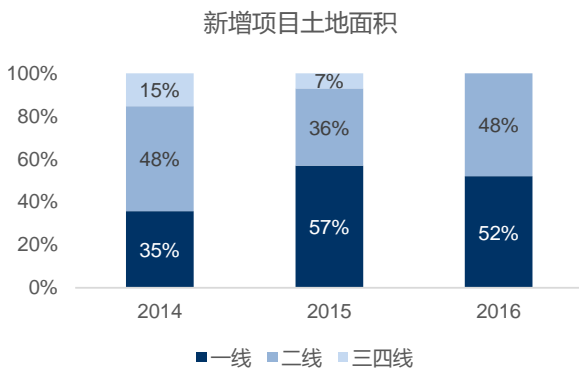
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2017H1 公司归母净利润 34.7 亿元, 同比增长-9%



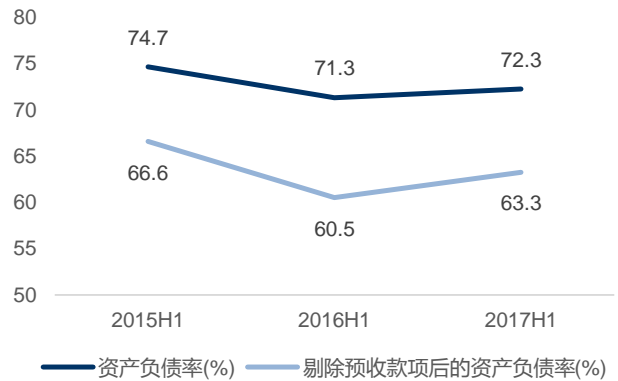
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 公司投资中心逐渐回归一二线



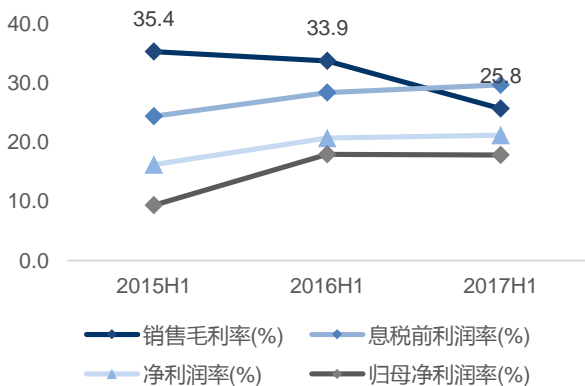
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2017H1 真实资产负债率为 63.3%, 同比提高 2.8 个百分点



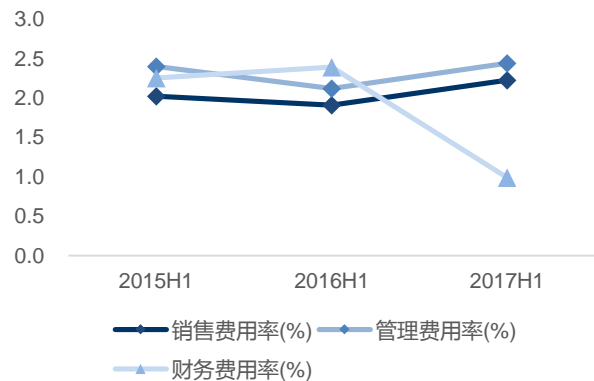
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 5: 2017H1 公司销售毛利率为 25.8%, 同比下降 8.1 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 2017H1 公司财务费用率为 1.0%, 同比下降 1.4 个百分点, 三费率为 5.7%, 同比下降 0.7 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1: RNAV 为 27.28 元/股

RNAV 估值 (百万)	
开发项目净现值	159,791
归属于母公司净资产	55,868
重估净资产合计	215,658
总股本	7,904
每股净资产值(元/股)	27.28
2017/8/22	19.44
P/RNAV	71%
Wacc	4.93%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 2: 公司 2017H1 销售面积 471 万方, 同比增长 36%; 销售金额 739 亿元, 同比增长 28%; 销售均价 1.57 万元/平米, 同比增长-5%

	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1
销售面积(万平方米)	274	364	347	195	471	288
YoY		33%	-5%		36%	48%
销售金额(亿元)	432	510	576	308	739	537
YoY		18%	13%		28%	74%
销售均价(元/平方米)	15766	14014	16572	15795	15690	18646
YoY		-11%	18%		-5%	18%
结算面积(万平方米)	206	282	308	-	429	
YoY		37%	9%		39%	
结算金额(亿元)	302	406	442	-	634	
YoY		34%	9%		43%	
结算均价(元/平方米)	14679	14403	14376	-	14779	
YoY		-2%	0%		3%	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	45,486	49,222	63,573	78,881	100,532	129,928
营业收入同比增长率 (yoy)	31%	8%	29%	24%	27%	29%
减: 营业成本	27,492	30,677	41,617	52,011	66,402	83,882
毛利率(%)	40%	38%	35%	34%	34%	35%
减: 营业税金及附加	5,709	5,204	6,171	7,099	9,048	11,694
主营业务利润	12,285	13,342	15,785	19,771	25,082	34,353
主营业务利润率(%)	27%	27%	25%	25%	25%	26%
减: 销售费用	1,043	1,124	1,160	1,683	2,092	2,615
减: 管理费用	932	1,227	1,066	1,635	2,092	2,525
减: 财务费用	921	1,549	1,418	1,744	1,856	1,852
经营性利润	9,389	9,442	12,141	14,708	19,042	27,361
经营性利润率(%)	21%	19%	19%	19%	19%	21%
减: 资产减值损失	572	7	-51	-700	5	7
加: 公允价值变动收益	0	7	-57	-17	-22	-32
加: 投资收益	834	585	4,203	3,651	3,645	2,462
营业利润	9,650	10,027	16,338	19,043	22,661	29,784
加: 营业外净收入	45	383	142	190	238	190
利润总额	9,695	10,410	16,480	19,233	22,899	29,974
减: 所得税	3,110	2,364	4,293	4,888	5,802	8,847
净利润	6,586	8,047	12,187	14,345	17,098	21,127
少数股东损益	3,381	3,196	2,605	3,129	3,761	4,859
归属于母公司所有者的净利润	3,205	4,850	9,581	11,216	13,336	16,268
每股收益(元)	0.41	0.61	1.21	1.42	1.69	2.06
归属于母公司所有者的净利润率(%)	7%	10%	15%	14%	13%	13%

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。