

推荐 (维持)

## 招商蛇口 (001979) 深度报告

风险评级: 中风险

受益大湾区发展红利 股权回购彰显价值

2019年2月28日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

电话: 0769-23320072

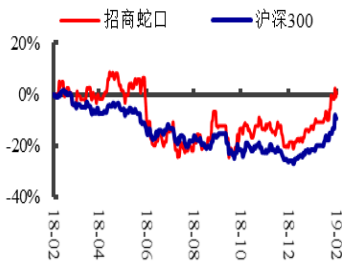
邮箱: hmy@dgzq.com.cn

**整体观点:** 公司15年底吸收合并招商地产上市后, 聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势, 形成三大业务板块互相协同发展格局。同时背靠大股东优质资源禀赋, 在资源获取及资金成本上竞争优势凸显。公司具备丰富的城区和产业园区综合开发运营经验和独特的“前港—中区—后城”综合发展模式, 异地复制逐步推开。在前海蛇口自贸区的土地及物业价值量大, 享受粤港澳大湾区及前海自贸区发展的红利, 项目价值重估将提升公司整体价值。当前股份回购积极推进, 未来进一步回购预期高, 将提升公司每股收益; 同时持续的高分红比例慷慨回报投资者, 公司股票投资价值凸显。

### 主要数据 2019年2月27日

收盘价(元)	21.51
总市值(亿元)	1,700.23
总股本(亿股)	7,904.37
流通股本(亿股)	2,402.33
ROE(TTM)	25.05%
12月最高价(元)	23.56
12月最低价(元)	15.92

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

- **销售理想 业绩持续较快增长。** 公司15年—17年实现归属净利润分别为48.50亿元、95.81亿元、122.20亿元, 复合增长率为58.73%。18年前三季度公司实现营业收入总额337.8亿元, 同比增长25.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润82.8亿元, 同比大幅增长114.4%。18年全年公司累计实现房地产签约销售面积827.35万平方米, 同比增加45.15%; 累计实现签约销售金额1705.84亿元, 同比大幅增加51.26%。预计18年全年实现归属上市公司股东净利润145亿—155亿, 同比上升19%—27%; 基本每股收益1.79元—1.92元, 业绩增长理想符合预期。
- **深耕大湾区 价值提升值得期待。** 公司近年全力推进招商前海湾、太子湾、会展湾等大型综合项目开发建设; 前海蛇口自贸区综合规划获批, 土地整备及合资合作方案明确; 妈湾片区的大开发序幕开启等等。大湾区提速建设发展, 将给公司带来巨大的发展机遇广阔的发展前景。
- **股份回购积极推进 价值进一步彰显。** 公司近日以集中竞价方式回购公司股份24,814,900股, 占公司总股本的0.31%; 最高成交价为21.56元/股, 最低为20.18元/股, 已支付的总金额为5.23亿元。回购股份金额占拟用于回购股份金额的22.5%—13%; 未来进一步增持值得期待。彰显大股东对公司价值的认可, 回购也将进一步促使公司每股盈利的提升。
- **盈利预测:** 预测公司18年—19年EPS分别为1.90元和2.35元, 对应当前股价估值分别为11倍和9倍, 估值便宜, 维持公司“推荐”投资评级。
- **风险提示。** 房地产销售低于预期, 政策调控风险

### 主要财务指标预测表

单位(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	75,454	99,600	127,986	161,902
增长率(%)	18.69	32.00	28.50	26.50
归属净利润(百万)	12,220.31	14,982.78	18,567.10	23,137.78
增长率(%)	27.54	22.61	23.92	24.62
毛利率(%)	37.66	37.60	37.00	36.80
净利率(%)	16.2	15.04	14.51	14.29
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益(元)	1.55	1.90	2.35	2.93

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

本报告的信息均来自已公开信息, 关于信息的准确性与完整性, 建议投资者谨慎判断, 据此入市, 风险自担。请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 公司简介 .....	3
2. 销售理想 业绩持续较快增长 .....	3
3. 深耕大湾区 价值提升值得期待 .....	5
4. 拿地方式多样 彰显央企优势 .....	6
5. 融资成本低极具优势 .....	7
6. 股份回购积极推进 价值进一步彰显 .....	8
7. 总结与投资建议 .....	8

## 插图目录

图 1：销售面积同比增长 .....	4
图 2：销售额同比增长 .....	4
图 3：销售均价变化 .....	4
图 4：销售毛利率、净利率变化 .....	4
图 5：公司历年负债水平变化 .....	7

## 表格目录

表 1：公司盈利预测（截至 2019/2/27） .....	9
--------------------------------	---

## 1. 公司简介

招商蛇口是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务协同平台。

招商蛇口创立于 1979 年。40 年前建设开发运营的深圳蛇口片区是中国改革开放的发源地，为中国经济发展做出了重要的历史贡献，孵化并培育了以招商银行、平安保险、中集集团、招商地产等为代表的知名企业。2015 年底公司吸收合并招商地产上市后，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势。公司以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为业务愿景，聚焦**园区开发与运营**、**社区开发与运营**和**邮轮产业建设与运营**三大业务板块，以独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。公司实际控制人为招商局集团，直接及间接持有公司股权达 71.28%，股权结构稳定。

上市以来，招商蛇口经营业绩实现了跨越式增长，并在深圳前海蛇口自贸区、太子湾邮轮母港、深圳国际会展中心一期、湖北蕲春产业园等重大项目，以及在产融互动、产网结合等领域取得重大突破。公司持续较快成长，为股东创造价值值得期待。

截至 2018 年末，招商蛇口总资产规模达到 4200 亿元，实现归母净利润达到 145-155 亿元之间，同比增幅在 15%-22%之间；实现全口径签约销售金额 1706 亿元，同比增 51%。公司业务覆盖全球近 60 个城市和地区，开发精品项目超 400 个，服务百万客户。

## 2. 销售理想 业绩持续较快增长

公司 15 年年底整合上市以来，业绩及销售均录得理想的增长，超额兑现上市承若。公司 2015 年度至 2017 年度营业收入分别为 492.22 亿元、635.73 亿元、754.55 亿元，复合增长率为 23.81%；2015 年度至 2017 年度归母净利润分别为 48.50 亿元、95.81 亿元、122.20 亿元，复合增长率为 58.73%；2015 年度至 2017 年度归母净资产分别为 466.28 亿元、564.30 亿元、683.68 亿元，复合增长率为 21.09%。18 年前三季度公司实现营业收入总额 337.8 亿元，同比增长 25.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 82.8 亿元，同比大幅增长 114.4%。

18 年全年公司累计实现房地产签约销售面积 827.35 万平米，同比增加 45.15%；累计实现签约销售金额 1705.84 亿元，同比大幅增加 51.26%。整体看，在楼市调控持续从严及全国销售增速回落背景下，公司能超额完成年初定下的全年 1500 亿销售目标，同时销售增幅超五成领跑行业，凸显其执行能力及竞争力。

截至三季末，公司账上预收账款达 842 亿，为 17 年全年结算的 111.67%，结算资源充裕，业绩保障度高。公司近日发布业绩快报，预计 18 年全年实现归属上市公司股东净利润 145 亿—155 亿，同比上升 19%—27%；追溯调整后同比增幅为 15%—22%；基本每股收益 1.79 元—1.92 元，业绩增长理想符合预期。公司经营业绩同比增长主要系社区开发业

务毛利同比增加约 33 亿元，园区开发业务毛利同比增加约 10 亿元。

图1：销售面积同比增长



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图2：销售额同比增长



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

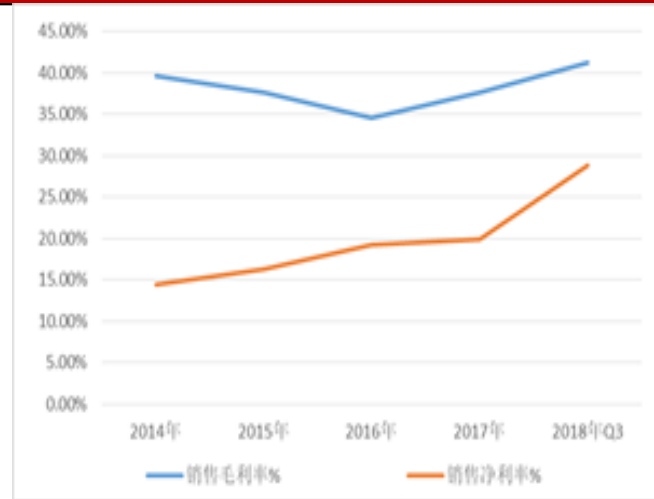
图3：销售均价变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

在快速成长的同时，绩效提升也相当明显。公司 2017 年度毛利率、净利率分别达 37.66%、19.89%；18 年三季报显示毛利率、净利率则分别提升至 41.17%、28.79%，明显高于大部分龙头房企及高于行业平均水平。

图4：销售毛利率、净利率变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3. 深耕大湾区 价值提升值得期待

#### 3.1 世界级湾区加速冒起 区域土地价值提升不言而喻

2月18日，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。粤港澳大湾区包括包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市等珠三角9个城市，总面积5.6万平方公里，2017年末总人口约7000万人，经济总量约10万亿元，是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。

作为国家级的战略部署，粤港澳大湾区城市群加强联合，提速建设发展全面启动。湾区区位优势明显，本身经济实力雄厚、体量巨大，同时创新要素得以集聚，国际化水平领先凸出，区域内合作共融基础良好。持续带动区域经济快速发展，持续吸引更多优秀人才流入，发展成为国际一流湾区及世界级城市群呼之如出，区域内土地价值进一步提升不言而喻。

#### 3.2 发源蛇口 深耕深圳布局湾区

公司发源于蛇口，以深圳为“大本营”，而经过40年发展，形成独特的“前港—中区—后城”片区综合开发运营模式。即以港区的人流、物流、信息流带动园区的产业落地、产业发展和产业创新，进而推动人口的不断流入、城市配套的不断完善、城市环境不断优化，实现城市持续繁荣发展。公司发展高端契合大湾区发展规划，同时凭借丰富的开发运营经验，能为湾区发展提供鲜活的样本案例。

公司近年全力推进招商前海湾、太子湾、会展湾等大型综合项目的开发建设；前海蛇口自贸区的综合规划获批，土地整备及合资合作方案也已明确；妈湾片区的大开发序幕开启等等。大湾区提速建设发展，将给公司带来巨大的发展机遇广阔的发展前景。目前在大湾区11个城市中公司已经深度布局的包括香港、深圳、广州、珠海、佛山、东莞

等 8 大城市，未来进一步加大布局预期很高。

2014 年底，经中央批准蛇口与前海共 28.2 平方公里土地成为广东省自贸区一部分，公司成为前海蛇口自贸区最大的企业建设主体。公司近期发布《关于签署前海土地整备协议的公告》，随后签署了相关合作协议。整体看，前海片区土地的土地整备实施方式、补偿价值、土地使用权置换方案以及后续合资合作实施方案得到明确，有助于加快前海土地的开发建设流转，形成盈利。

公司近年全力推进大型综合开发运营项目——招商前海湾、蛇口太子湾、深圳会展湾，公司“前港—中区——后城”的片区综合开发运营模式得到进一步体现。同时三大项目均布局大湾区内，与国家发展战略相契合，前景值得期待。

**招商前海湾：**前海管理局与招商局集团联合打造妈湾片区，区域统一开发运营探索政企合作的新路径。项目占据前海妈湾约 2.9 平方公里土地，规划 7 大单元板块，建筑面积超过 500 万平，集办公、居住、商业、酒店、文化娱乐配套设施于一体的巨型综合体。

**前海蛇口自贸区太子湾项目，**是“再造新蛇口”的重点项目。该项目计划在太子湾片区内共 10 个地块建成办公、商业、邮轮母港、高端住宅、会展中心等建筑或设施，形成一体化核心商务区。规划总建筑面积约 170 万平米，以 22 万吨级邮轮母港为依托，同时涵盖商业、办公、商务公寓、住宅、酒店、文化艺术、国际学校、国际医院、交通核心枢纽等多元业态，将打造成为粤港澳大湾区的核心引擎。在自贸区战略和深港合作深化的背景下，依托蛇口片区成熟腹地，太子湾片区将建成深圳重要的海上门户。

**深圳会展湾：**项目总建筑面积超 300 万平米，创新性地采用“建设、运营加综合开发（BO+D）”一体化运作模式，综合体包括总建筑面积约 157 万平全球最大会展展馆深圳国际会展中心和总建筑面积约 154 万平米的会展综合配套，实现“会展+配套”的紧密互动，资源共享，将成为深圳融入大湾区的重要引擎和平台。

#### 4. 拿地方式多样 彰显央企优势

公司近年通过股权收购获取项目体量较大，并且获取成本上具备优势，彰显国企竞争性。前三季度公司累计新增项目 58 个，扩充项目资源 1000 万平方米，总地价约 820 亿元，其中权益地价略超 500 亿，同比分别增长 81%、29%和 21.5%，增幅较大。12 月份公司分别在杭州、南京、成都、十堰、武汉等地获取 7 块土地，总建筑面积达 154.08 万平米，拿地金额为 46.8 亿。全年来看，公司共新增获取土地建面 1300 万平，同比增长达 65%，创拿地历史新高；总拿地成本约 930 亿，为销售收入的 54.8%。公司年内总体补充资源积极，为后续持续较快增长打下基础。

公司通过股权收购，获取了东风汽车下属公司东风房地产 80%的股权以及浙江润和房产集团有限公司 100%股权及相关债权，进一步提升公司在相关区域的市场竞争力。18 年也完成了对招商漳州的股权收购，增加了丰富的园区资源储备。

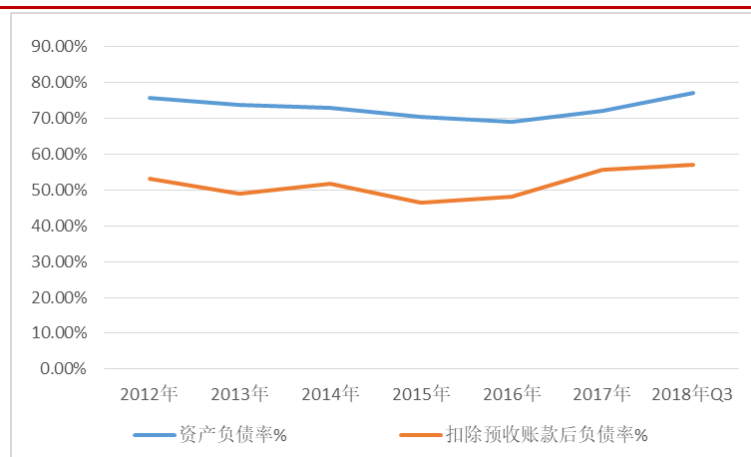
招商漳州及其控股子公司拥有产权的、正在进行一级开发或已经完成一级开发尚待实现收益的土地面积为 1.16 万亩（其中双鱼岛 3376 亩）。通过招商漳州与公司在厦门、漳州已有布局的战略协同，公司可以分享漳厦同城政策区位优势，提前锁定海西板块未来发展红利，进一步增强公司园区开发运营能力、区域综合发展能力，预计项目未来利润可观。

## 5. 融资成本低极具优势

截止 18 年三季度末，公司资产负债率为 77.17%，较 17 年末上升 5 个百分点。其中账上预收账款 842.74 亿，较 17 年末上升 292.13 亿。扣除预收账款后，资产负债率为 57.08%，整体负债水平适当。公司账上货币资金 511.11 亿，为短期借款和一年内到期长债总和的 117.63%，资金保障度较高。而公司近两年整体负债水平有所提升，与融资渠道扩大及业务增长有关，负债水平仍维持合适区间。

公司继续保持 AAA 的主体信用等级和债项信用等级，顺利发行了公司债券 70 亿元；于近期陆续发行了两期超短期融资券（270 天和 180 天），总额合计 40 亿元，票面利率分别为 3.74%、3.55%；联合招商资本、平安银行东莞分行共同签署了成立招商澎湃系列投资基金的协议，引入稳定的基金合作伙伴；联合招商启航等多家公司设立招商局薪春薪艾产业投资基金，创新探索“房东+股东”的产融结合模式。先后与中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、招商银行等金融机构签署借款合同，截至报告期末，合同授信额度总额折合人民币 1529 亿元，借款总额折合人民币 971 亿元。公司的综合资金成本为 4.87%，在行业内继续保持较大的融资优势。

图5：公司历年负债水平变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 6. 股份回购积极推进 价值进一步彰显

公司于 2019 年 2 月 20 日首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式回购公司股份 24,814,900 股，占公司总股本的 0.31%；本次回购股份最高成交价为 21.56 元/股，最低为 20.18 元/股，已支付的总金额为 5.23 亿元。公司拟用于回购股份的资金总额不低于人民币 23.25 亿元（含）、不超过人民币 40 亿元（含），回购股份的资金中，公司自有资金的比例不低于 20%，其余资金来源于银行贷款等其他合法资金。

按照回购价格上限 23.12 元/股测算，回购股份数量约占公司目前总股本的 1.27%—2.19%，公司基本每股收益将得以提升。回购股份用途包括股权激励、员工持股计划、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券，有利于公司优化资本结构，降低融资成本，提高公司竞争力。公司当前回购股份金额占拟用于回购股份金额的 22.5%—13%；未来进一步增持值得期待。同时这彰显大股东对公司价值的认可，回购也将进一步促使公司每股盈利的提升。

公司在 2015—2017 年度利润分配中，现金分红占当期可分配利润的比例均高于 40%，以现金形式向股东分配利润金额约 109.08 亿元，分红率跑赢其他龙头房企。公司未来持续保持较高分红率，积极回报投资者预期高。

## 7. 总结与投资建议

公司 15 年底吸收合并招商地产上市后，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势，形成三大业务板块互相协同发展格局。同时背靠大股东优质资源禀赋，在资源获取及资金成本上竞争优势凸显。公司具备丰富的城区和产业园区综合开发运营经验和独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，异地复制逐步推开。在前海蛇口自贸区的土地及物业价值量大，享受粤港澳大湾区及前海自贸区发展的红利，项目价值重估将提升公司整体价值。当前股份回购积极推进，未来进一步回购预期高，将提升公司每股收益；同时持续的高分红比例慷慨回报投资者，公司股票投资价值凸显。预测公司 18 年—19 年 EPS 分别为 1.90 元和 2.35 元，对应当前股价估值分别为 11 倍和 9 倍，估值便宜，维持公司“推荐”投资评级。



表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	<b>75454.68</b>	<b>99600.18</b>	<b>127986.23</b>	<b>161902.58</b>
营业总成本	<b>57628.68</b>	<b>76499.74</b>	<b>98877.56</b>	<b>125026.91</b>
营业成本	47039.33	62150.51	80631.33	102322.43
营业税金及附加	6672.90	8864.42	11518.76	14571.23
销售费用	1467.70	1992.00	2559.72	3238.05
管理费用	1281.63	1792.80	2367.75	2995.20
财务费用	835.73	1700.00	1800.00	1900.00
其他经营收益	<b>2896.07</b>	<b>2500.00</b>	<b>3000.00</b>	<b>3500.00</b>
公允价值变动净收益	-13.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2910.05	2500.00	3000.00	3500.00
<b>营业利润</b>	<b>20722.07</b>	<b>25600.44</b>	<b>32108.68</b>	<b>40375.67</b>
加营业外收入	157.89	100.00	120.00	150.00
减营业外支出	175.92	45.00	50.00	75.00
<b>利润总额</b>	<b>20704.05</b>	<b>25655.44</b>	<b>32178.68</b>	<b>40450.67</b>
减所得税	5724.60	7080.90	8945.67	11245.29
<b>净利润</b>	<b>14979.45</b>	<b>18574.54</b>	<b>23233.00</b>	<b>29205.38</b>
减少数股东损益	2789.05	3591.76	4665.91	6067.60
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>12220.31</b>	<b>14982.78</b>	<b>18567.10</b>	<b>23137.78</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>1.55</b>	<b>1.90</b>	<b>2.35</b>	<b>2.93</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn