

招商蛇口 (001979.SZ)

一季报点评：加速推盘，平滑拿地

 评级：**买入** 前次：**买入**

 目标价(元)：**28.00**

分析师 罗文波 联系人 倪一琛

S0740514030001

021-20315202

luowb@r.qlzq.com.cn niyc@r.qlzq.com.cn

2016年04月28日

基本状况

总股本(百万股)	7,904
流通股本(百万股)	1,899
市价(元)	14.25
市值(百万元)	112,633
流通市值(百万元)	27,067

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	45,485.	49,222.	66,666.	84,279.	101,342
营业收入增速	—	8.21%	35.44%	26.42%	20.25%
净利润增长率	6.37%	6.37%	68.47%	22.95%	10.79%
摊薄每股收益(元)	1.43	0.60	1.02	1.25	1.38
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	34.57	13.95	11.34	10.24
PEG	0.00	5.43	0.20	0.49	0.95
每股净资产(元)	7.45	5.82	6.50	7.75	9.13
每股现金流量	-2.21	0.26	7.07	2.59	3.83
净资产收益率	19.24%	10.54%	15.65%	16.14%	15.16%
市净率	0.00	3.58	2.18	1.83	1.55
总股本(百万股)	2,236.0	8,037.0	8,037.0	8,037.0	8,037.0

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

■ 因结转节奏营业收入下降，销售额大幅增长：

招商蛇口 2016 年 1 季度营业收入 45.24 亿元，占全年营业收入目标的 7%，同比减少 29.68%，主要由于结转节奏影响。我们认为公司实现全年 650 亿营业收入的目标并无压力。公司目前维持规划的推货节奏，一季度 132 亿，二季度 258 亿，三季度 227 亿，四季度 297 亿。2016 年 1 季度公司累计签约销售面积 77.66 万平方米，同比增长 31.7%；签约销售金额 132.02 亿元，同比增长 87.3%。2016 年全年公司可推货值预计达 1380 亿元，目标去化率 47%。

■ 利润率有所提高，资金充裕，平滑拿地：

一季度毛利率 36.84%，增加了 4.22 个百分点，主要由于深圳房价快速上涨所致。财务费用同比减少 45.27%，一季度负债率 71%，上升了 0.5 个百分点，净负债率从 12% 上升到 17%，仍处于比较低的水平，预计中期票据发行成功后全年财务成本将进一步降低。公司净利率从 16.3% 上升到 17.3%，一季度归母净利润同比增长 51.53%，归母净利率从 9.9% 上升到 17.7%，主要由于蛇口控股吸收合并招商地产后少数股东权益下降所致。公司一季度销售商品收到的现金/营业收入达到 306，较 2015 年大幅提高，现金回笼状况良好。

公司 2016 年以来共获取三处地块，分别位于苏州，南京、南宁，彰显出公司在可开发资源多的优势下平滑、精细拿地的战略，坚持深耕一二线重点核心城市。

■ 三元驱动，邮轮产业初露头角：

吸收合并上市后，招商蛇口的业务板块分为三个方向，分别为社区开发运营、园区开发运营和邮轮产业运营。邮轮业务是招商蛇口园区开发和社区开发业务的补充和延伸。过去几年出入境邮轮旅客年复合增长率达5.4%，目前北美市场渗透率达3.5%，而中国长三角地区只有0.5%的渗透率，发展空间巨大。2015年招商系参与的邮轮港口城市分别有天津、青岛、上海、厦门、深圳。其中前四个城市接待邮轮旅客人数约为228.3万人次，占我国2015年总接待邮轮旅客人次的约92%。集团拥有垄断性的邮轮资源。

2016年4月9日，招商蛇口与云顶香港有限公司签署了《战略合作框架协议》，以深圳蛇口太子湾邮轮母港为基地，开发以太子湾为母港的国际邮轮航线，加大华南地区邮轮旅游市场的宣传和推广，将太子湾打造为国内主要邮轮母港和国际知名邮轮母港。云顶香港末总资产65.09亿美元，是全球休闲、娱乐和旅游及酒店服务业的领导企业。该合作为招商蛇口邮轮业务的第一步奠定基础。

■ 投资建议

公司15年业绩快速增长，16年一季度业绩继续平稳增长符合预期，公司项目布局将持续受益于热点一二线城市的火爆市场，具有较强的安全边际，根据公司合并方案中的盈利预测，公司16年、17年的每股收益为1.05元/股、1.27元/股，分别按照当前股价进行估值，则公司16年和17年的PE倍数分别为13.9倍和11.3倍。与目前市值相当的地产企业比较，招商蛇口的P/E偏低。我们认为无论从绝对估值水平还是相对估值水平角度看，股价已向下大幅偏离估值中枢。除此之外，未来自贸区建设、邮轮产业和配套增值服务将成为一大看点，向上弹性充足，维持“买入”评级。

图表 1: 招商蛇口盈利预测

损益表 (人民币万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	4,548,595	4,922,241	6,666,646	8,427,938	10,134,230
增长率	—	8.2%	35.4%	26.4%	20.2%
营业成本	-2,749,181	-3,067,691	-4,416,348	-5,418,978	-6,538,123
% 销售收入	60.4%	62.3%	66.2%	64.3%	64.5%
毛利	1,799,413	1,854,550	2,250,298	3,008,960	3,596,107
% 销售收入	39.6%	37.7%	33.8%	35.7%	35.5%
营业税金及附加	-570,928	-520,379	-748,032	-889,523	-1,114,765
% 销售收入	12.6%	10.6%	11.2%	10.6%	11.0%
营业费用	-104,263	-112,430	-156,515	-176,932	-212,819
% 销售收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%
管理费用	-93,216	-122,673	-124,725	-143,671	-174,309
% 销售收入	2.0%	2.5%	1.9%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,031,006	1,099,069	1,221,026	1,798,834	2,094,214
% 销售收入	22.7%	22.3%	18.3%	21.3%	20.7%
财务费用	-92,137	-154,857	-221,466	-271,613	-266,453
% 销售收入	2.0%	3.1%	3.3%	3.2%	2.6%
资产减值损失	-57,236	-693	-15	0	0
公允价值变动收益	0	698	0	0	0
投资收益	83,369	58,509	371,834	214,769	32,487
% 税前利润	8.6%	5.6%	27.1%	12.3%	1.7%
营业利润	965,002	1,002,727	1,371,379	1,741,990	1,860,248
营业利润率	21.2%	20.4%	20.6%	20.7%	18.4%
营业外收支	4,536	38,307	1,143	248	248
税前利润	969,538	1,041,034	1,372,522	1,742,238	1,860,496
利润率	21.3%	21.1%	20.6%	20.7%	18.4%
所得税	-310,961	-236,377	-406,193	-537,933	-537,933
所得税率	32.1%	22.7%	29.6%	30.9%	28.9%
净利润	658,577	804,657	966,329	1,204,305	1,322,563
少数股东损益	338,120	319,624	149,217	199,625	209,528
归属于母公司的净利润	320,458	485,033	817,112	1,004,680	1,113,035
净利率	7.0%	9.9%	12.3%	11.9%	11.0%

现金流量表 (人民币万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	658,577	804,657	966,329	1,204,305	1,322,563
少数股东损益	0	0	149,217	199,625	209,528
非现金支出	127,918	70,046	385,986	1,045,971	1,705,971
非经营收益	-150,151	61,912	-151,511	56,596	233,718
营运资金变动	-1,130,479	-728,188	4,484,750	-223,348	-180,096
经营活动现金净流	-494,134	208,427	5,834,771	2,283,149	3,291,685
资本开支	99,966	148,287	2,948,057	2,999,752	2,999,752
投资	55,475	-8,433	0	0	0
其他	3,114	-47,541	371,834	214,769	32,487
投资活动现金净流	-41,378	-204,261	-2,576,223	-2,784,983	-2,967,265
股权募资	159,605	1,246,495	580,100	0	0
债权募资	615,032	327,586	2,005,880	0	-258,000
其他	-373,990	-126,865	-221,935	-480,575	-266,453
筹资活动现金净流	400,647	1,447,216	2,364,045	-480,575	-524,453
现金净流量	-134,865	1,451,382	5,622,592	-982,409	-200,033

资产负债表 (人民币万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,613,302	4,064,351	9,537,727	8,355,693	7,946,132
应收款项	985,210	1,766,124	753,176	954,470	1,147,708
存货	10,067,564	12,138,050	8,469,708	10,689,491	12,897,119
其他流动资产	752,071	688,756	1,198,382	1,333,737	1,484,821
流动资产	14,418,147	18,657,282	19,958,993	21,333,391	23,475,781
% 总资产	85.7%	88.5%	80.0%	75.4%	74.0%
长期投资	1,587,325	1,543,240	1,543,240	1,543,240	1,543,240
固定资产	258,235	306,988	2,921,017	4,875,046	6,169,074
% 总资产	1.5%	1.5%	11.7%	17.2%	19.4%
无形资产	101,866	101,532	50,733	50,733	50,733
非流动资产	2,408,219	2,432,641	4,995,870	6,949,898	8,243,927
% 总资产	14.3%	11.5%	20.0%	24.6%	26.0%
资产总计	16,826,365	21,089,923	24,954,863	28,283,289	31,719,708
短期借款	1,149,405	808,197	808,197	808,197	550,197
应付款项	6,640,579	8,580,200	8,540,284	10,682,605	12,862,568
其他流动负债	991,505	900,990	1,462,484	1,444,285	1,636,178
流动负债	8,781,489	10,289,387	10,810,965	12,935,086	15,048,943
长期贷款	2,973,822	3,219,983	5,225,863	5,225,863	5,225,863
其他长期负债	337,651	1,034,489	1,034,489	1,034,489	1,034,489
负债	12,092,962	14,543,858	17,071,317	19,195,438	21,309,294
普通股股东权益	1,665,206	4,600,538	5,221,993	6,226,673	7,339,708
少数股东权益	2,858,742	1,553,497	1,702,714	1,902,339	2,111,867
负债股东权益合计	16,616,910	20,697,893	23,996,024	27,324,450	30,760,869

比率分析					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标					
每股收益(元)	1.433	0.614	1.017	1.250	1.385
每股净资产(元)	7.447	5.820	6.497	7.748	9.132
每股经营现金净流(元)	-2.210	0.264	7.074	2.592	3.835
每股股利(元)	0.000	0.260	0.260	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	19.24%	10.54%	15.65%	16.14%	15.16%
总资产收益率	1.93%	2.34%	3.41%	3.68%	3.62%
投入资本收益率	14.69%	15.74%	31.83%	24.44%	22.69%
增长率					
营业总收入增长率	30.77%	8.21%	35.44%	26.42%	20.25%
EBIT增长率	9.91%	9.91%	11.10%	47.32%	16.42%
净利润增长率	6.37%	6.37%	68.47%	22.95%	10.79%
总资产增长率	—	24.56%	18.33%	13.34%	12.15%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.4	0.7	1.2	1.3	1.3
存货周转天数	668.3	1,321.0	700.0	720.0	720.0
应付账款周转天数	105.1	194.6	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	9.5	18.2	85.5	166.5	197.0
偿债能力					
净负债/股东权益	40.05%	11.97%	-39.44%	-19.06%	-14.79%
EBIT利息保障倍数	11.2	7.1	5.5	6.6	7.9
资产负债率	72.78%	70.27%	71.14%	70.25%	69.27%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。