

2016年8月23日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

18.7

公司基本資訊

產業別	房地產		
A 股價(2016/8/22)	16.07		
深證成指(2016/8/22)	10731.40		
股價 12 個月高/低	23.18/13.7		
總發行股數(百萬)	7904.09		
A 股數(百萬)	1899.45		
A 市值(億元)	305.24		
主要股東	招商局集團有限公司(66.10%)		
每股淨值(元)	6.13		
股價/賬面淨值	2.62		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	6.2	15.4	N/A

近期評等

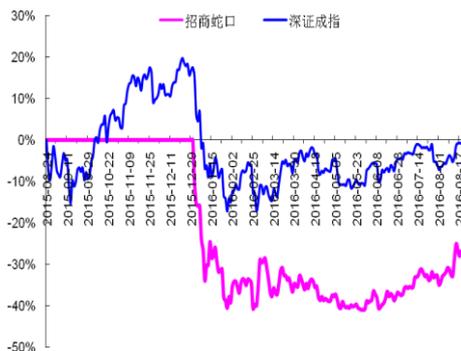
出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

產品組合

小區開發與運營	9.03%
園區開發與運營	90.29%
郵輪產業建設與運營	0.68%

機構投資者占流通 A 股比例

股價相對大盤走勢



招商蛇口 (001979.SZ)

BUY 買入

公司 2016H1 淨利潤同比增長 113%，業績符合預期，維持“買入”建議
結論與建議：

- **公司業績：**公司發布 2016 年中報，2016H1 實現營業收入 212.5 億元，YOY+11.25%，實現淨利潤 38.3 億，YOY+113.33%，折合 EPS 為 0.48 元，符合業績預告預期。分季度來看，公司 2016Q2 實現營業收入 167.2 億元，YOY+32%，實現淨利潤 30.3 億元，YOY+139%。
- **業績分析：**公司業績大幅增長主要是由於（1）是由於公司 2016 年并表招商地產，去年基期較低；（2）公司報告期內子公司對深圳蛇口“南海意庫夢工廠”項目的整體銷售錄入稅後收益約 9 億元。公司上半年毛利率率同比下降 1.6 個百分點（3）園區開發與運營業務營收 41 億元，YOY+84%，毛利率達 57.1%，YOY 提高 22.6 個百分點。
- **銷售向好：**從銷售情況來看，公司上半年實現銷售面積 195 萬平米，同比增長 30%，實現簽約銷售金額 308 億，同比增長 59%，均達同期最高水準。公司立足前海自貿區，土地儲備充足，通過去年的整合重組，公司擁有房地產一級開發、二級開發銷售、運營管理、物業服務、仲介代理等全周期業務鏈，產品綫齊全。隨著前海自貿區註冊企業的快速增長，將為公司未來的業績提升帶來更大的空間。預計公司 2016 年全年銷售規模將達到 700 億。截至 H1 末公司擁有預收款 614 億元，同比增長 38%，加上半年預計的銷售額 392 億元，公司共有 1006 億左右的可結轉金額，可結轉資源充足，將有效保證全年的業績增長。
- **聚焦一、二綫核心城市，前海土地整備進展順利：**上半年公司在北京、南京等核心城市獲取 10 宗優質專案，土地面積 226 萬平方，總地價 237 億元，權益地價 153 億元，土地儲備策略穩健。同時與前海管理局下屬前海開發投資控股有限公司組建股權比例為 50:50 的合資公司，通過合資公司加快推進前海 2.9 平方公里的土地整備和開發，探索“小政府+大企業”的企業化管理、市場化運作的新模式。
- **盈利預測：**公司立足前海自貿區，土地儲備充足，通過去年的整合重組，公司擁有房地產一級開發、二級開發銷售、運營管理、物業服務、仲介代理等全周期業務鏈，產品綫齊全。隨著前海自貿區註冊企業的快速增長，將為公司未來的業績提升打開更大的空間。我們預計公司 2016、2017 年銷售額 700 億、760 億元，營收 632 億、730 億，同比增長 28.4%、15.6%，淨利潤分別為 87 億、102 億，分別同比增長 78.6%、17.5%。EPS 分別為 1.10 元、1.29 元。目前公司 A 股對應的 PE 分別為 14.7 倍、12.5 倍，PB 分別 2.6 倍。公司目前估值合理，業績增長空間廣闊，維持“買入”的投資建議。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	2786	5256	4850	8665	10183
同比增減	%	0.23%	88.63%	51.36%	78.64%	17.53%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.44	0.53	0.61	1.10	1.29
同比增減	%	2.33%	20.45%	15.78%	78.64%	17.53%
A 股市盈率 (P/E)	X	44.6	37.0	26.3	14.6	12.5
股利 (DPS)	RMB 元	-	-	0.26	0.44	0.52
股息率 (Yield)	%	-	-	1.82%	3.08%	3.62%

預期報酬 (Expected Return ; ER) 為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2013A	2014A	2015	2016E	2017E
營業額	34782	45486	49222	63202	73029
經營成本	26594	36670	39787	48160	54470
主營業務利潤	19967	27492	30677	38546	43746
營業費用	881	1043	1124	1484	1533
管理費用	955	932	1227	1182	1245
財務費用	565	921	1549	1406	2129
營業利潤	8780	9650	10027	15042	18559
稅前利潤	8876	9695	10410	15367	18884
所得稅	2685	3110	2364	4706	5707
少數股東權益	3405	1330	1331	1996	2995
淨利潤	2786	5256	4850	8665	10183

附二：合并資產負債表

百萬元	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
貨幣資金	27451	26133	40644	60000	75851
存貨淨額	81527	100676	121381	123000	124000
應收帳款淨額	110	92	97	100	100
流動資產合計	130289	144181	186573	205465	222626
長期投資淨額	2036	2092	2100	2000	2000
固定資產合計	2690	2367	2544	2500	2400
無形資產及其他資產合計	721	525	507	520	520
資產總計	152485	168264	210899	228431	245492
流動負債合計	84428	87815	102894	104952	111691
長期負債合計	27986	35049	45842	53000	55000
負債合計	112414	122864	148736	157952	166691
少數股東權益	26008	28587	15535	17531	19627
股東權益合計	14064	16812	46628	52948	59175
負債和股東權益總計	152485	168264	210899	228431	245492

附三：合并現金流量表

百萬元	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	2619	-4941	-8066	16256	13052
投資活動產生的現金流量淨額	-1683	-414	874	-1600	-1800
籌資活動產生的現金流量淨額	5871	3989	9152	4700	4600
現金及現金等價物淨增加額	6808	-1349	1966	19356	15852

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。