

2017年07月11日

招商蛇口 (001979.SZ)

稳步完成目标，政企合作再下一城

——招商蛇口建6月销售情况点评

■事件:公司公布6月销售简报,6月公司实现签约销售面积51.5万方,同比增加21.14%;销售金额104.33亿,同比增加70.97%。

■看好超额完成千亿销售目标。1) 单月销售均价大增,再次突破两万:6月公司实现销售面积51.5万方,同比+21.14%,环比+7.3%(上月分别为+33.9%和-7.1%);签约金额104.33亿,同比+70.97%,环比+16.9%(上月分别为+61.1%和+13.9%),6月销售均价达到20,258元/平方米,同比+41.1%。2) 累计完成年度目标54%,排名略有上升:1-6月累计签约面积288.40万方,同比+47.83%(上月为56.2%);签约金额536.95亿元,克而瑞排名上升至14位,同比+74.07%(上月为77.4%)。1-6月累计销售均价18,618元/平方米,同比+17.7%。

■土地投资不温不火,政企合作再下一城。1) 投资不温不火,增加三线布局。公司6月单月拿地43万方,与上月相当。1-6月拿地权益地价款229.45亿,同比+42%,但只占销售的43%。公司年初至今基本聚焦核心二线城市(合肥、重庆、杭州等),一线城市中仅在北京和上海有两个合作拿地项目。另外公司今年增加了一些在环核心的强三线城市布局(珠海、嘉兴和佛山)。2) 上半年未在深圳拿地,下半年有望加大投资力度。公司年初预计2017新增货值1490亿,其中深圳占比为24%,但上半年未在深圳直接拿地,下半年有望加大投资力度。3) 政企合作再下一城。公司7月5日公告,已经与深圳市光明新区管委会签署了战略合作的框架协议,计划在当地投资建设招商局集团智慧城项目。公司将参与慧城项目及周边片区开发建设和规划,包括空地的开发与建设、茶林村与凤凰村旧村落片区、旧工业区的城市更新与改造等。

■并购又有斩获,集团储备资源不可估量。公司有大量从国资体系中获取超大型项目资源的机会,据公司公告其中包括2017年获取的武钢、昆钢、中外运长航旗下的资源,估算获取体量惊人。集团层面储备项目包括厦门漳州工业区(56平方公里)、太子湾离岸岛(2.6平方公里)人工填海等。7月份,公司公告披露以合计23.6亿元的总代价收购上海汤臣持有的天津汤臣100%的股权,获取了天津和平区汤臣津湾一品项目,并购又有斩获。

■投资逻辑:公司具有非市场获取资源的独特优势,集团储备的资源不可估量。同时,公司也是央企体制中激励力度最大的上市公司之一,兼具激励市场化的优势。公司5月份继续实施员工持股计划、股权激励计划后,推出项目跟投机制,员工上下对做强业绩的诉求将更强烈。我们预计公司2017-2019年EPS为1.35、1.73和2.36,给予“买入-A”评级,6个月目标价25.6元。

■风险提示:区域建设低于预期、前海蛇口开发进度低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	49,222.4	63,572.8	84,049.6	107,844.1	134,815.2
净利润	4,850.3	9,581.4	10,643.8	13,684.6	18,625.2
每股收益(元)	0.61	1.21	1.35	1.73	2.36
每股净资产(元)	5.90	7.14	7.96	9.17	10.69
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	29.6	15.0	13.5	10.5	7.7
市净率(倍)	3.1	2.5	2.3	2.0	1.7
净利润率	9.9%	15.1%	12.7%	12.7%	13.8%
净资产收益率	10.4%	17.0%	16.9%	18.9%	22.0%
股息收益率	1.4%	0.0%	2.2%	3.2%	4.4%
ROIC	20.0%	26.1%	26.8%	28.9%	61.3%

数据来源:Wind资讯,安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

园区

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **25.6元**
股价(2017-07-10) **20.64元**

交易数据

总市值(百万元)	163,140.47
流通市值(百万元)	39,204.22
总股本(百万股)	7,904.09
流通股本(百万股)	1,899.43
12个月价格区间	14.70/22.08元

股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.87	10.82	44.78
绝对收益	-2.27	5.68	39.47

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

杨臻

报告联系人

yangzhen@essence.com.cn

相关报告

招商蛇口: 建立项目跟投制度、央企激励机制突破/陈天诚	2017-06-01
招商蛇口: 招商蛇口17年一季报点评/陈天诚	2017-04-21
招商蛇口: 2016招商蛇口年报点评/陈天诚	2017-04-10
招商蛇口: 成长性地产龙头,业绩持续兑现/陈天诚	2017-01-17
招商蛇口: 业绩放量,前海出蛟龙——公司三季报点评/陈天诚	2016-11-01

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,222.4	63,572.8	84,049.6	107,844.1	134,815.2	成长性					
减:营业成本	30,676.9	41,617.1	53,732.9	68,362.4	81,482.3	营业收入增长率	8.2%	29.2%	32.2%	28.3%	25.0%
营业税费	5,203.8	6,171.1	8,514.2	10,191.3	12,470.4	营业利润增长率	3.9%	62.9%	15.2%	36.3%	41.5%
销售费用	1,124.3	1,159.9	1,689.4	1,984.3	2,642.4	净利润增长率	51.4%	97.5%	11.1%	28.6%	36.1%
管理费用	1,226.7	1,066.1	1,689.4	2,210.8	2,709.8	EBITDA 增长率	8.8%	51.2%	14.0%	30.2%	38.1%
财务费用	1,548.6	1,417.7	1,481.9	943.6	679.5	EBIT 增长率	9.5%	53.4%	14.4%	31.0%	39.1%
资产减值损失	6.9	-51.3	-214.9	-145.0	-137.0	NOPLAT 增长率	24.6%	46.8%	20.6%	32.2%	38.4%
加:公允价值变动收益	7.0	-56.5	-12.1	3.5	4.1	投资资本增长率	12.3%	17.3%	23.0%	-34.8%	69.5%
投资和汇兑收益	585.1	4,202.6	1,683.5	1,367.0	1,354.0	净资产增长率	36.9%	25.2%	13.9%	18.5%	21.0%
营业利润	10,027.3	16,338.2	18,828.0	25,667.2	36,326.0	利润率					
加:营业外净收支	383.1	141.6	448.4	324.4	304.8	毛利率	37.7%	34.5%	36.1%	36.6%	39.6%
利润总额	10,410.3	16,479.8	19,276.4	25,991.6	36,630.8	营业利润率	20.4%	25.7%	22.4%	23.8%	26.9%
减:所得税	2,363.8	4,293.0	4,242.7	5,536.2	7,932.4	净利润率	9.9%	15.1%	12.7%	12.7%	13.8%
净利润	4,850.3	9,581.4	10,643.8	13,684.6	18,625.2	EBITDA/营业收入	24.8%	29.0%	25.0%	25.4%	28.0%
						EBIT/营业收入	23.5%	27.9%	24.2%	24.7%	27.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	18	15	10	6	3
						流动营业资本周转天数	337	307	276	193	166
						流动资产周转天数	1,210	1,126	998	924	862
						应收帐款周转天数	100	142	138	129	135
						存货周转天数	812	667	599	527	462
						总资产周转天数	1,387	1,307	1,173	1,071	995
						投资资本周转天数	348	310	282	200	170
						投资回报率					
						ROE	10.4%	17.0%	16.9%	18.9%	22.0%
						ROA	3.8%	4.9%	5.1%	5.9%	7.2%
						ROIC	20.0%	26.1%	26.8%	28.9%	61.3%
						费用率					
						销售费用率	2.3%	1.8%	2.0%	1.8%	2.0%
						管理费用率	2.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%
						财务费用率	3.1%	2.2%	1.8%	0.9%	0.5%
						三费/营业收入	7.9%	5.7%	5.8%	4.8%	4.5%
						偿债能力					
						资产负债率	70.5%	69.0%	70.1%	69.5%	68.3%
						负债权益比	239.3%	222.2%	234.9%	228.1%	215.3%
						流动比率	1.81	1.75	1.71	1.64	1.72
						速动比率	0.63	0.80	0.60	0.81	0.75
						利息保障倍数	7.48	12.52	13.71	28.20	54.46
						分红指标					
						DPS(元)	0.26	-	0.41	0.57	0.80
						分红比率	42.4%	0.0%	30.1%	33.2%	34.1%
						股息收益率	1.4%	0.0%	2.2%	3.2%	4.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8,046.6	12,186.9	10,643.8	13,684.6	18,625.2	EPS(元)	0.61	1.21	1.35	1.73	2.36
加:折旧和摊销	693.5	799.3	704.9	743.6	778.2	BVPS(元)	5.90	7.14	7.96	9.17	10.69
资产减值准备	6.9	-51.3	-	-	-	PE(X)	29.6	15.0	13.5	10.5	7.7
公允价值变动损失	-7.0	56.5	-12.1	3.5	4.1	PB(X)	3.1	2.5	2.3	2.0	1.7
财务费用	1,254.8	1,740.0	1,481.9	943.6	679.5	P/FCF	46.2	11.2	29.3	3.9	26.1
投资损失	-585.1	-4,202.6	-1,683.5	-1,367.0	-1,354.0	P/S	2.9	2.3	1.7	1.3	1.1
少数股东损益	3,196.2	2,605.5	4,389.8	6,770.7	10,073.1	EV/EBITDA	13.8	7.2	7.3	4.3	3.7
营运资金的变动	-7,377.1	-22,975.0	-13,252.7	26,402.8	-33,992.4	CAGR(%)	36.5%	33.0%	31.7%	36.5%	33.0%
经营活动产生现金流量	2,084.3	-12,714.7	2,272.2	47,181.9	-5,186.2	PEG	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-2,042.6	5,482.7	-1,692.2	-5,344.0	-6,173.8	ROIC/WACC	2.6	3.4	3.5	3.8	8.0
融资活动产生现金流量	14,273.3	11,755.7	2,103.9	-6,964.7	12,459.9	REP	1.3	0.7	0.6	0.7	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034