

业绩全年预增、前海资源蓄势待发

——招商蛇口 2017 半年报点评

■ **事件:** 公司公布 2017 半年报, 公司上半年实现营业收入 193.96 亿, 同比-8.72%; 实现归属上市公司股东净利润 34.66 亿, 同比-9.49%; 扣非后净利润约为 33.62 亿, 同比减少 5.95%; 基本 EPS 0.44 元, 同比-8.33%。

■ **项目结转不均致营收下滑、预计全年同比增长:** 公司上半年营收同比下降 8.72%, 其中三大业务中社区开发与运营收入下降 1.57% (除税毛利率+1.32pct)、园区开发与运营收入降 40.23% (除税毛利率-29.8pct)、邮轮产业建设与运营收入升 37.5% (除税毛利率-62.9)。上半年收入减少主要由于地产项目结转时间在年度内分布不均衡以及结转项目产品类型不同的因素影响。

■ **净负债率提升但仍处低位, 融资成本低:** 公司 6 月末净负债率 40.8%, 而 2016 年末为 19.2%, 上年为 27.1%, 公司在 2017 年上半年相比 16 年底新增 116 亿短期借款, 主要以信用借款为主, 成本仅有 3.83%-5%。上半年融资成本 4.6%, 获 200 亿直接融资额度: 公司上半年顺利获授 50 亿元中期票据额度及 150 亿元公司债发行权, 公司上半年整体融资成本 4.6% 继续行业领跑。

■ **土储继续深耕一二线、独享招商局集团内外资源整合优势:** 1-7 月公司拿地权益地价款 258.7 亿, 同比+49%, 权益拿地建面 225.7 万方, 同比+63%, 分别占今年累计销售的 71% 和 42%。一线城市中在北京和上海有两个合作拿地项目, 二线核心城市合肥、重庆、杭州等地有所分布, 环核心强三线城市 (珠海、嘉兴和佛山) 也有布局。

■ **背靠招商局集团、集团储备资源逐渐涌现:** 公司从国资体系中获取超大型项目资源的机会较多, 包括 2017 年获取的武钢、昆钢、中外运长航旗下的资源。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。

■ **打造产业地产生态链、聚焦中高端长租公寓市场:** 2017 年二季度以来国家陆续出台政策对租赁市场进行多方面扶持, 拟建立调控房价稳定市场长效机制。公司定位中高端租赁市场, 拟三年实现长租公寓品牌全国布局, 目前在深圳布局约 50 万平米、1.3 万套长租公寓产品, 已形成“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠”高端服务式公寓三大核心产品线, 并已全面形成产品与服务、运营管理、品牌等细分标准化体系, 并计划三年把品牌公寓输出至全国。

■ **投资建议:** 公司上半年营收略有下降是项目结转不均所致, 大量高毛利项目预计下半年进入结算全年业绩有保障。大股东招商局集团资源整合优势及自身固有前海、蛇口、太子湾等独厚优质资源让公司业绩长期增长稳定可期。此外, 公司财务健康稳健, 产业地产多元布局, 前海自贸区资源释放可期, 股权激励及员工持股对业绩也有诉求, 公司目前 RNAV 估值 2200 亿, 折价仍明显。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.35 元、1.73 元和 2.36 元, 维持“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

投资评级 **买入-A**

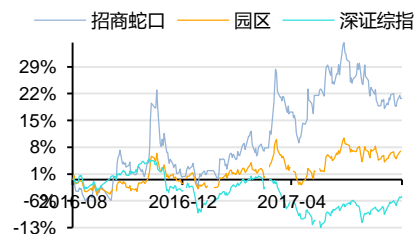
维持评级

6 个月目标价: **25.6 元**
 股价 (2017-08-30) **19.24 元**

交易数据

总市值 (百万元)	152,074.74
流通市值 (百万元)	36,549.26
总股本 (百万股)	7,904.09
流通股本 (百万股)	1,899.65
12 个月价格区间	15.34/22.08 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.7	-7.74	26.68
绝对收益	-0.93	-0.63	22.33

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: 单月金额同比增 40%, 环比调整不足虑/ 陈天诚 2017-08-10
- 招商蛇口: 稳步完成目标, 政企合作再下一城/ 陈天诚 2017-07-11
- 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

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%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	18	15	10	6	3
货币资金	40,643.5	45,602.7	48,286.5	83,159.7	84,259.5	流动营业资本周转天数	337	307	276	193	166
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,210	1,126	998	924	862
应收帐款	17,625.4	32,687.0	31,751.1	45,537.2	55,574.2	应收帐款周转天数	100	142	138	129	135
应收票据	35.9	4.4	51.6	24.5	65.6	存货周转天数	812	667	599	527	462
预付帐款	865.8	12,468.1	4,373.3	14,236.5	5,681.4	总资产周转天数	1,387	1,307	1,173	1,071	995
存货	121,380.5	114,186.9	165,522.9	150,083.4	196,216.6	投资资本周转天数	348	310	282	200	170
其他流动资产	6,021.7	6,002.9	5,052.7	5,444.2	5,500.5	投资回报率					
可供出售金融资产	91.9	98.3	82.1	578.1	312.0	ROE	10.4%	17.0%	16.9%	18.9%	22.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	4.9%	5.1%	5.9%	7.2%
长期股权投资	2,100.3	2,952.0	3,257.4	3,645.9	4,161.1	ROIC	20.0%	26.1%	26.8%	28.9%	61.3%
投资性房地产	11,720.2	25,409.4	28,423.4	34,341.9	41,882.5	费用率					
固定资产	2,544.2	2,624.3	2,112.8	1,538.7	913.6	销售费用率	2.3%	1.8%	2.0%	1.8%	2.0%
在建工程	525.7	372.1	583.1	724.1	836.1	管理费用率	2.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%
无形资产	507.3	494.2	477.8	461.3	444.9	财务费用率	3.1%	2.2%	1.8%	0.9%	0.5%
其他非流动资产	6,836.8	7,829.4	6,937.7	4,955.1	5,021.4	三费/营业收入	7.9%	5.7%	5.8%	4.8%	4.5%
资产总额	210,899.2	250,731.7	296,912.3	344,730.6	400,869.4	偿债能力					
短期债务	2,580.0	4,443.6	6,426.1	3,742.4	5,039.2	资产负债率	70.5%	69.0%	70.1%	69.5%	68.3%
应付帐款	33,851.4	43,192.0	39,795.6	62,748.0	49,063.9	负债权益比	239.3%	222.2%	234.9%	228.1%	215.3%
应付票据	959.4	576.4	1,390.8	568.9	1,603.9	流动比率	1.81	1.75	1.71	1.64	1.72
其他流动负债	65,503.0	72,576.0	101,620.5	115,056.0	145,901.8	速动比率	0.63	0.80	0.60	0.81	0.75
长期借款	32,199.8	38,285.3	40,347.1	32,000.0	44,459.9	利息保障倍数	7.48	12.52	13.71	28.20	54.46
其他非流动负债	13,642.2	13,832.8	18,669.5	25,544.5	27,648.9	分红指标					
负债总额	148,735.9	172,906.0	208,249.5	239,659.8	273,717.6	DPS(元)	0.26	-	0.41	0.57	0.80
少数股东权益	15,535.0	21,395.4	25,785.2	32,555.9	42,629.1	分红比率	42.4%	0.0%	30.1%	33.2%	34.1%
股本	7,904.1	7,904.1	7,904.1	7,904.1	7,904.1	股息收益率	1.4%	0.0%	2.2%	3.2%	4.4%
留存收益	37,940.6	47,549.6	54,973.4	64,610.7	76,618.7						
股东权益	62,163.3	77,825.7	88,662.7	105,070.8	127,151.8						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.61	1.21	1.35	1.73	2.36
净利润	8,046.6	12,186.9	10,643.8	13,684.6	18,625.2	BVPS(元)	5.90	7.14	7.96	9.17	10.69
加:折旧和摊销	693.5	799.3	704.9	743.6	778.2	PE(X)	29.6	15.0	13.5	10.5	7.7
资产减值准备	6.9	-51.3	-	-	-	PB(X)	3.1	2.5	2.3	2.0	1.7
公允价值变动损失	-7.0	56.5	-12.1	3.5	4.1	P/FCF	46.2	11.2	29.3	3.9	26.1
财务费用	1,254.8	1,740.0	1,481.9	943.6	679.5	P/S	2.9	2.3	1.7	1.3	1.1
投资损失	-585.1	-4,202.6	-1,683.5	-1,367.0	-1,354.0	EV/EBITDA	13.8	7.2	7.3	4.3	3.7
少数股东损益	3,196.2	2,605.5	4,389.8	6,770.7	10,073.1	CAGR(%)	36.5%	33.0%	31.7%	36.5%	33.0%
营运资金的变动	-7,377.1	-22,975.0	-13,252.7	26,402.8	-33,992.4	PEG	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2
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	ROIC/WACC	2.6	3.4	3.5	3.8	8.0
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	REP	1.3	0.7	0.6	0.7	0.2
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						

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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