

# 招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2017年11月02日

## 结算结构拖累短期业绩、借力粤港澳大湾区增长可期

**事件:** 公司 2017 年前三季度实现营业收入 264.86 亿元, 同比下滑 27.89%; 归属于上市公司股东的净利润 37.18 亿元, 比去年同期减少 33.73%; 每股收益 0.47 元, 同比低 33.80%。

**结算进度和结构拖累短期业绩, 全年大概率完成业绩承诺:** 受公司房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影响, 报告期公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润同比均有所下降, 毛利率从去年同期的 35.8% 下降到 26.6%, 净利率从去年同期的 19.4% 下降到 17.4%。公司目前账面预收账款 810 亿元, 可结算资源充足, 随着第四季度结转量的提升, 我们认为全年完成业绩承诺是大概率事件。

**销售量价齐升, 拿地节奏稳健:** 前三季度公司累计实现签约销售面积 410.01 万平方米, 同比增加 39.1%; 签约销售金额 780.12 亿元, 同比增加 65.5%; 销售均价 19027 元/平米, 同比增长 19.0%, 销售呈现量价齐升态势。前三季度公司共新增 37 个项目, 土地总价 632 亿元, 其中权益地价 413 亿元, 占销售额的 52.9%, 拿地节奏较为稳健。

**坐拥前海核心土地资源, 产权问题解决, 明年有望进入实质开发阶段:** 公司与前海管理局合作开发前海核心片区 2.9 平方公里土地资源, 该片区有望成为粤港澳大湾区对外开放的门户枢纽。2016 年 9 月, 双方正式合资成立“深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司”, 其中招商局集团通过招商蛇口持有 82.5% 股份的招商前海投资控股有限公司出资 50%。2017 年 8 月, 公司从南方中集手中收回太子湾片区三宗土地的使用权。公司前海蛇口区域土地资源的历史遗留问题陆续解决, 明年有望进入实质开发阶段。

**产业园区开发经验丰富, 有望深度参与雄安新区建设:** 4 月 11 日招商局集团董事长李建红亲自率队赴雄安新区考察调研, 并专程拜会许勤。10 月 30 日公司公告拟与招商局集团及其他非关联方组成联合体, 参与投标雄安市民服务中心项目。我们认为, 凭借丰富的产业园区开发经验, 公司有望深度参与到雄安新区的建设进程中, 蛇口模式有望加速异地复制。

**投资建议:** 我们认为公司在粤港澳大湾区核心片区拥有大量土地资源, 有望受益于粤港澳大湾区城市群发展规划; 同时凭借其深厚的产业园区开发经验有望深度参与到雄安新区的建设中来。公司未来业绩有望实现稳健增长, 我们预计公司 2017-2019 年净利润约为 105.71 亿、134.53 亿、183.52 亿, 对应 EPS 为 1.34、1.70 和 2.32 元, 对应 PE 为 13.6X、10.7X 和 7.8X, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 六个月目标价 24.00 元。

**风险提示:** 前海开发不及预期, 房地产调控政策超预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,222.41	63,572.83	73,108.75	92,848.11	116,060.14
增长率(%)	8.21	29.15	15.00	27.00	25.00
EBITDA(百万元)	12,187.72	18,426.45	18,862.97	23,351.62	31,262.35
净利润(百万元)	4,850.33	9,581.42	10,571.14	13,453.16	18,352.09
增长率(%)	51.36	97.54	10.33	27.26	36.41
EPS(元/股)	0.61	1.21	1.34	1.70	2.32
市盈率(P/E)	29.76	15.06	13.65	10.73	7.86
市净率(P/B)	3.10	2.56	2.34	2.07	1.79
市销率(P/S)	2.93	2.27	1.97	1.55	1.24
EV/EBITDA	13.83	7.17	8.05	5.80	4.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	18.17 元
目标价格	24.00 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	7,904.09
流通 A 股股本(百万股)	1,899.65
A 股总市值(百万元)	143,617.36
流通 A 股市值(百万元)	34,516.64
每股净资产(元)	7.08
资产负债率(%)	74.01
一年内最高/最低(元)	22.29/15.58

### 作者

王茜	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
徐超	联系人
xuchao@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

## 1. 结算进度和结构拖累短期业绩，全年大概率完成业绩承诺

受公司房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影响，报告期公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润同比均有所下降，毛利率从去年同期的 35.8% 下降到 26.6%，净利率从去年同期的 19.4% 下降到 17.4%。根据招商局集团与公司签订的《盈利预测补偿协议》，若公司 17 年全年扣非净利润达不到 103 亿的业绩目标，招商局集团将以现金方式进行差额补足。公司目前账面预收账款 810 亿元，可结算资源充足，随着第四季度结转量的提升，我们认为全年完成业绩承诺是大概率事件。

## 2. 销售量价齐升，拿地节奏稳健

前三季度公司累计实现签约销售面积 410.01 万平方米，同比增加 39.1%；签约销售金额 780.12 亿元，同比增加 65.5%；销售均价 19027 元/平米，同比增长 19.0%，销售呈现量价齐升态势。前三季度公司共新增 37 个项目，土地总价 632 亿元，其中权益地价 413 亿元，占销售额的 52.9%，拿地节奏较为稳健。区域布局上集中于长三角和珠三角，分别新增了 11 个和 8 个项目，合计占项目总数的一半。此外，公司在北京拿到 2 个项目，分别位于东城区和朝阳区，地理位置极佳，属于稀缺资源。

## 3. 坐拥前海核心土地资源，产权问题解决，明年有望进入实质开发阶段

公司与前海管理局合作开发前海核心片区 2.9 平方公里土地资源，该片区有望成为粤港澳大湾区对外开放的门户枢纽。2016 年 9 月，双方正式合资成立“深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司”，其中招商局集团通过招商蛇口持有 82.5% 股份的招商前海投资控股有限公司出资 50%。2017 年 8 月，公司从南方中集手中收回太子湾片区三宗土地的使用权。公司前海蛇口区域土地资源的历史遗留问题陆续解决，明年有望进入实质开发阶段。

## 4. 产业园区开发经验丰富，有望深度参与雄安新区建设

2017 年 4 月 1 日，中共中央、国务院决定设立雄安新区，同时前深圳市委书记许勤调任河北省代省长。4 月 11 日招商局集团董事长李建红亲自率队赴雄安新区考察调研，并专程拜会许勤。10 月 30 日公司公告拟与招商局集团及其他非关联方组成联合体，参与投标雄安市民服务中心项目。我们认为，凭借丰富的产业园区开发经验，公司有望深度参与到雄安新区的建设进程中，蛇口模式有望加速异地复制。

## 5. 投资建议

我们认为公司在粤港澳大湾区核心片区拥有大量土地资源，有望受益于粤港澳大湾区城市群发展规划；同时凭借其深厚的产业园区开发经验有望深度参与到雄安新区的建设中来。公司未来业绩有望实现稳健增长，我们预计公司 2017-2019 年净利润约为 105.71 亿、134.53 亿、183.52 亿，对应 EPS 为 1.34、1.70 和 2.32 元，对应 PE 为 13.6X、10.7X 和 7.8X，首次覆盖，给予“买入”评级，六个月目标价 24.00 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	40,643.51	45,602.73	37,173.46	64,775.90	69,304.05
应收账款	17,625.37	32,686.99	32,298.57	40,432.45	43,388.76
预付账款	865.81	12,468.08	5,808.54	8,748.21	11,088.91
存货	121,380.50	114,186.87	133,542.13	160,218.98	175,065.87
其他	6,057.62	6,007.35	5,334.79	847.73	4,086.41
<b>流动资产合计</b>	<b>186,572.82</b>	<b>210,952.01</b>	<b>214,157.50</b>	<b>275,023.27</b>	<b>302,934.01</b>
长期股权投资	2,100.30	2,951.95	2,951.95	2,951.95	2,951.95
固定资产	2,544.16	2,624.33	2,661.31	2,654.38	2,608.09
在建工程	525.73	372.08	259.25	203.55	152.13
无形资产	507.33	494.17	477.75	461.33	444.91
其他	18,648.90	33,337.14	32,031.37	25,915.75	30,138.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>24,326.41</b>	<b>39,779.67</b>	<b>38,381.63</b>	<b>32,186.96</b>	<b>36,295.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>210,899.23</b>	<b>250,731.68</b>	<b>252,539.14</b>	<b>307,210.23</b>	<b>339,229.27</b>
短期借款	2,580.00	4,443.60	3,013.00	3,247.00	3,346.00
应付账款	33,851.39	43,191.96	45,549.20	62,877.83	68,993.85
其他	66,462.48	73,152.39	70,683.44	94,349.51	104,424.20
<b>流动负债合计</b>	<b>102,893.87</b>	<b>120,787.95</b>	<b>119,245.64</b>	<b>160,474.34</b>	<b>176,764.05</b>
长期借款	32,199.83	38,285.29	35,049.00	36,512.00	37,129.00
应付债券	7,725.94	8,133.22	7,932.00	8,051.00	8,152.00
其他	5,916.29	5,699.54	4,636.26	5,417.36	5,251.05
<b>非流动负债合计</b>	<b>45,842.07</b>	<b>52,118.05</b>	<b>47,617.26</b>	<b>49,980.36</b>	<b>50,532.05</b>
<b>负债合计</b>	<b>148,735.93</b>	<b>172,906.00</b>	<b>166,862.89</b>	<b>210,454.70</b>	<b>227,296.11</b>
少数股东权益	15,534.97	21,395.39	23,879.87	27,049.44	31,365.85
股本	7,904.09	7,904.09	7,904.09	7,904.09	7,904.09
资本公积	17,671.18	19,753.86	19,753.86	19,753.86	19,753.86
留存收益	37,940.57	47,549.60	53,892.28	61,802.00	72,663.23
其他	(16,887.51)	(18,777.26)	(19,753.86)	(19,753.86)	(19,753.86)
<b>股东权益合计</b>	<b>62,163.29</b>	<b>77,825.68</b>	<b>85,676.25</b>	<b>96,755.53</b>	<b>111,933.17</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>210,899.23</b>	<b>250,731.68</b>	<b>252,539.14</b>	<b>307,210.23</b>	<b>339,229.27</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8,046.57	12,186.88	10,571.14	13,453.16	18,352.09
折旧摊销	693.53	799.29	152.27	159.05	164.13
财务费用	1,254.79	1,740.00	1,220.44	969.01	726.04
投资损失	(585.09)	(4,202.61)	(4,988.00)	(4,593.00)	(5,809.00)
营运资金变动	(7,377.10)	(22,974.97)	(9,216.08)	14,560.00	(12,297.85)
其它	51.57	(263.33)	2,642.78	3,363.29	4,588.02
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,084.27</b>	<b>(12,714.74)</b>	<b>382.55</b>	<b>27,911.52</b>	<b>5,723.43</b>
资本支出	(2,533.28)	1,652.25	1,123.28	(701.11)	216.31
长期投资	8.38	851.65	0.00	0.00	0.00
其他	482.28	2,978.82	3,556.12	5,131.24	5,680.80
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,042.61)</b>	<b>5,482.73</b>	<b>4,679.40</b>	<b>4,430.13</b>	<b>5,897.11</b>
债权融资	48,007.74	59,946.73	52,964.50	54,995.70	56,373.94
股权融资	20,788.73	905.62	(2,074.48)	(910.67)	(649.83)
其他	(54,523.16)	(49,096.63)	(64,381.24)	(58,824.23)	(62,816.51)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>14,273.31</b>	<b>11,755.72</b>	<b>(13,491.21)</b>	<b>(4,739.21)</b>	<b>(7,092.39)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>14,314.97</b>	<b>4,523.72</b>	<b>(8,429.26)</b>	<b>27,602.44</b>	<b>4,528.15</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>49,222.41</b>	<b>63,572.83</b>	<b>73,108.75</b>	<b>92,848.11</b>	<b>116,060.14</b>
营业成本	30,676.91	41,617.14	49,545.80	62,208.24	75,439.09
营业税金及附加	5,203.79	6,171.06	7,274.32	8,783.43	11,264.44
营业费用	1,124.30	1,159.89	1,333.87	1,694.02	2,117.52
管理费用	1,226.73	1,066.14	1,226.06	1,557.10	1,946.38
财务费用	1,548.57	1,417.74	1,220.44	969.01	726.04
资产减值损失	6.93	(51.28)	5.99	5.76	3.49
公允价值变动收益	6.98	(56.52)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	585.09	4,202.61	4,988.00	4,593.00	5,809.00
其他	(1,184.14)	(8,292.17)	(9,976.00)	(9,186.00)	(11,618.00)
<b>营业利润</b>	<b>10,027.27</b>	<b>16,338.22</b>	<b>17,490.26</b>	<b>22,223.56</b>	<b>30,372.18</b>
营业外收入	445.46	219.37	254.00	287.00	312.00
营业外支出	62.38	77.76	125.70	88.62	97.36
<b>利润总额</b>	<b>10,410.34</b>	<b>16,479.84</b>	<b>17,618.56</b>	<b>22,421.94</b>	<b>30,586.82</b>
所得税	2,363.77	4,292.95	4,404.64	5,605.48	7,646.71
<b>净利润</b>	<b>8,046.57</b>	<b>12,186.88</b>	<b>13,213.92</b>	<b>16,816.45</b>	<b>22,940.12</b>
少数股东损益	3,196.24	2,605.47	2,642.78	3,363.29	4,588.02
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,850.33</b>	<b>9,581.42</b>	<b>10,571.14</b>	<b>13,453.16</b>	<b>18,352.09</b>
每股收益(元)	0.61	1.21	1.34	1.70	2.32

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.21%	29.15%	15.00%	27.00%	25.00%
营业利润	3.91%	62.94%	7.05%	27.06%	36.67%
归属于母公司净利润	51.36%	97.54%	10.33%	27.26%	36.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.68%	34.54%	32.23%	33.00%	35.00%
净利率	9.85%	15.07%	14.46%	14.49%	15.81%
ROE	10.40%	16.98%	17.11%	19.30%	22.78%
ROIC	19.96%	26.09%	23.78%	25.07%	38.29%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.52%	68.96%	66.07%	68.51%	67.00%
净负债率	84.42%	77.20%	78.62%	79.30%	81.02%
流动比率	1.81	1.75	1.80	1.71	1.71
速动比率	0.63	0.80	0.68	0.72	0.72
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.58	2.53	2.25	2.55	2.77
存货周转率	0.44	0.54	0.59	0.63	0.69
总资产周转率	0.26	0.28	0.29	0.33	0.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	1.21	1.34	1.70	2.32
每股经营现金流	0.26	-1.61	0.05	3.53	0.72
每股净资产	5.90	7.14	7.82	8.82	10.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	29.76	15.06	13.65	10.73	7.86
市净率	3.10	2.56	2.34	2.07	1.79
EV/EBITDA	13.83	7.17	8.05	5.80	4.24
EV/EBIT	14.56	7.44	8.12	5.84	4.26

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com