

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2018年03月30日

超额完成业绩承诺，利润率不断提升

事件：公司披露 2017 年年报，全年实现营业收入总额 754.55 亿元，同比增长 18.69%，实现归属于上市公司股东的净利润 122.20 亿元，同比增长 27.54%，基本每股收益为 1.55 元，同比增长 28.10%。公司全年实现签约销售面积 570.01 万平方米，同比增长 20.98%，签约销售额 1127.79 亿元，同比增长 52.54%。销售均价 19785 元/平米，同比增长 26.09%。

超额完成业绩承诺，利润率不断提升

公司此前业绩快报预告归母净利润为 122.14 亿元，年报披露业绩为 122.20 亿元，误差不到 0.05%，符合市场预期。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。公司最终超额完成了业绩承诺。截止到 2017 年底，公司账面预收账款 550.6 亿元，预收款/营业收入比例约 73%。公司自 14 年以来净利润率逐年提高，17 年达到 19.9%；ROE 也从 16 年的 16.98% 提高到了 17 年的 17.87%。公司综合毛利率 37.7%，较 16 年提高了 3.1 个百分点；地产结算毛利率 38.4%，较 16 年提高 10.9 个百分点。毛利率提升的主要原因是本期结转了一批高毛利项目，除深圳区域毛利率同比基本持平外，其他区域的毛利率同比均增长。

销售首次破千亿，多元化拿地稳健扩张

2017 年，公司新进入了南通、昆山、嘉兴、无锡等城市，全年在国内近 50 个城市以及香港、新西兰等地约 200 个项目在售，实现签约销售面积 570.01 万平方米，同比增长 20.98%，签约销售额 1127.79 亿元，同比增长 52.54%，首次迈上千亿台阶。

2017 年公司稳健扩张，通过招拍挂、合资合作、兼并收购等多元化拿地方式在一线、核心二线及周边重要城市拿地建面 1023 万平方米，其中权益建面 594 万平方米。并购拿地实现突破式增长，落地昆钢，天津汤臣，南通中外运等项目。根据克而瑞统计的数据，招商蛇口 2017 年全年拿地金额 804 亿元，占全年销售额的 71.3%。

土地储备充足，核心一二线城市占比近 80%

公司土地储备充足，根据我们测算，公司未结算项目建筑面积 3373 万平米，未结货值 8817 亿元。从未结建面分布来看，二线城市占比超过一半（57%），一线城市占比 22%，两者合计占比近 80%。公司前瞻性战略布局粤港澳大湾区，目前已高度渗透该区域 11 个重点城市中的 6 个，粤港澳大湾区未结货值占比达 35%，受益于粤港澳大湾区城市群发展规划，片区价值有望快速提升。根据我们测算，公司每股 RNAV25.83 元，当前股价较 RNAV 折价 14.29%。优质的土地储备为公司未来业绩的持续增长奠定了坚实的基础。

多元化融资齐头并进，融资成本虽略有上升但优势依然明显

在融资成本不断走高的大背景下，公司充分利用多元化融资手段，控制好了资金综合成本。报告期内，公司顺利完成 50 亿元中期票据的注册发行，获批 150 亿元公司债额度并完成首期 24 亿元发行。同时公司有效运用金融工具盘活存量资产，获批交易所市场首单储架式长租公寓 CMBS 发行额度 60 亿元，以及银行间市场首单长租公寓 ABN 产品注册额度 200 亿元。报告期内公司平均融资成本 4.8%，虽然较 2016 年提高了 0.3 个百分点，但在行业内仍保持较大的资金成本优势。随着公司在土地市场不断扩张，公司净负债率也有所提升，从 2016 年的 18.4% 提升到 2017 年的 58.4%，长期借款和短期借款增长均较为明显。

投资建议：我们认为公司储备货值充足，拿地扩张积极，销售有望维持高速增长。同时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。可结算资源充足，未来业绩有望继续高速增长。我们预计公司 2018-2020 年净利润约为 149.9 亿、184.7 亿、226 亿，对应 EPS 为 1.90、2.34 和 2.86 元，对应 PE 为 11.67X、9.48X 和 7.74X，给予“买入”评级，六个月目标价 27.58 元。

风险提示：销售不及预期，融资成本上升超预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	63,572.83	75,454.68	100,010.18	127,351.44	163,790.40
增长率(%)	29.15	18.69	32.54	27.34	28.61
EBITDA(百万元)	18,426.45	22,378.15	26,390.30	32,289.05	38,935.41
净利润(百万元)	9,581.42	12,220.31	14,990.54	18,467.65	22,604.17
增长率(%)	97.54	27.54	22.67	23.20	22.40
EPS(元/股)	1.21	1.55	1.90	2.34	2.86
市盈率(P/E)	17.98	14.10	11.49	9.33	7.62
市净率(P/B)	3.05	2.52	2.23	1.95	1.55
市销率(P/S)	2.71	2.28	1.72	1.35	1.05
EV/EBITDA	7.17	8.85	7.40	6.22	4.02

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（维持评级）
当前价格	22.14 元
目标价格	27.58 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)	174,996.61
流通 A 股市值(百万元)	42,058.25
每股净资产(元)	8.14
资产负债率(%)	72.11
一年内最高/最低(元)	27.40/17.28

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@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

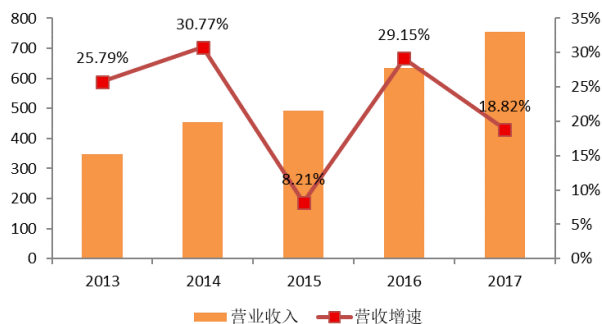
- 《招商蛇口-公司点评:销售增速符合预期,加大拿地扩张力度》2018-03-13
- 《招商蛇口-公司点评:2017 业绩快报点评:销售首破千亿,业绩超预期》2018-01-26
- 《招商蛇口-首次覆盖报告:结算结构拖累短期业绩、借力粤港澳大湾区增长可期》2017-11-02



1. 超额完成业绩承诺，利润率不断提升

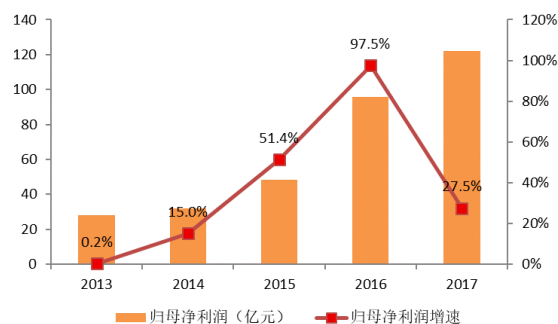
公司披露 2017 年年报，全年实现营业收入总额 754.55 亿元，同比增长 18.69%，实现归属于上市公司股东的净利润 122.20 亿元，同比增长 27.54%，基本每股收益为 1.55 元，同比增长 28.10%。

图 1：公司历年营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润

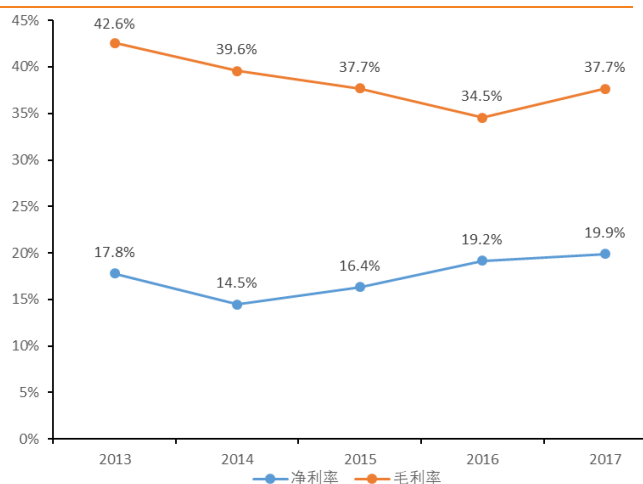


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司此前业绩快报预告归母净利润为 122.14 亿元，年报披露业绩为 122.20 亿元，误差不到 0.05%，符合市场预期。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。公司最终超额完成了业绩承诺。截止到 2017 年底，公司账面预收账款 550.6 亿元，预收款/营业收入比例约 73%。

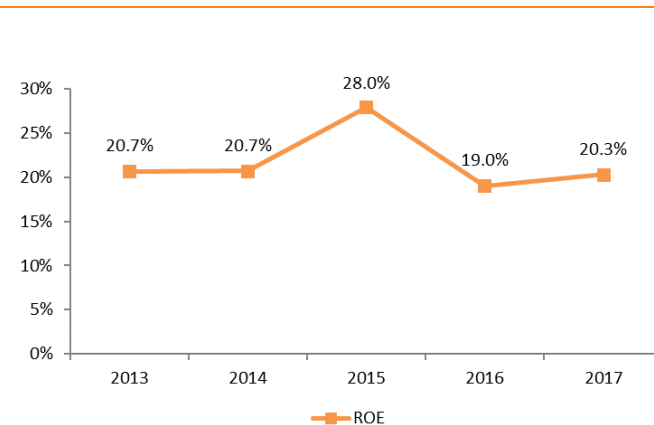
公司自 14 年以来净利润率逐年提高，17 年达到 19.9%，较 16 年提高了 0.7 个百分点；ROE 也从 16 年的 19.0% 提高到了 17 年的 20.3%。公司综合毛利率 37.7%，较 16 年提高了 3.1 个百分点；地产结算毛利率 38.4%，较 16 年提高 10.9 个百分点。毛利率提升的主要原因是本期结转了一批高毛利项目，除深圳区域毛利率同比基本持平外，其他区域的毛利率同比均增长。

图 3：公司历年利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司历年 ROE

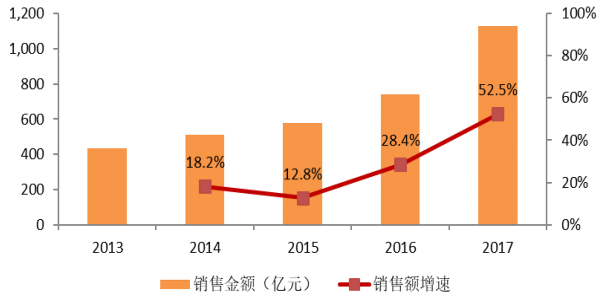


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 销售首次破千亿，多元化拿地稳健扩张

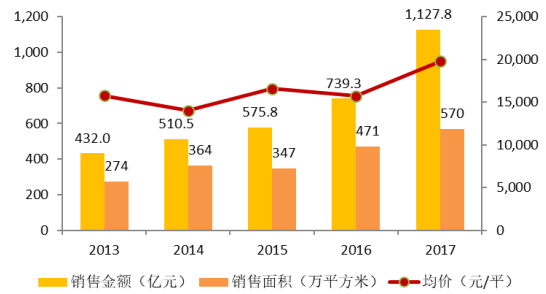
公司全年实现签约销售面积 570.01 万平方米，同比增长 20.98%，签约销售额 1127.79 亿元，同比增长 52.54%。销售均价 19785 元/平米，同比增长 26.09%。

图 5：公司历年销售金额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司历年销售金额、面积及均价



资料来源：Wind，天风证券研究所

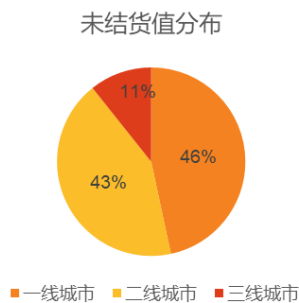
2017 年，公司新进入了南通、昆山、嘉兴、无锡等城市，全年在国内近 50 个城市以及香港、新西兰等地约 200 个项目在售，实现签约销售面积 570.01 万平方米，同比增长 20.98%，签约销售额 1127.79 亿元，同比增长 52.54%，首次迈上千亿台阶。

2017 年公司稳健扩张，通过招拍挂、合资合作、兼并收购等多元化拿地方式在一线、核心二线及周边重要城市拿地建面 1023 万平方米，其中权益建面 594 万平方米。并购拿地实现突破式增长，落地昆钢，天津汤臣，南通中外运等项目。根据克而瑞统计的数据，招商蛇口 2017 年全年拿地金额 804 亿元，占全年销售额的 71.3%。充足的土地储备为公司未来业绩持续增长奠定了坚实的基础。

3. 土地储备充足，核心一二线城市占比近 80%

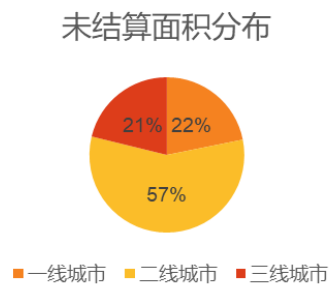
公司土地储备充足，根据我们测算，公司未结算项目建筑面积 3373 万平米，未结货值 8817 亿元。从未结建面分布来看，二线城市占比超过一半（57%），一线城市占比 22%，两者合计占比近 80%。公司前瞻性战略布局粤港澳大湾区，目前已高度渗透该区域 11 个重点城市中的 6 个，粤港澳大湾区未结货值占比达 35%，受益于粤港澳大湾区城市群发展规划，片区价值有望快速提升。根据我们测算，公司每股 RNAV25.83 元，当前股价较 RNAV 折价 14.29%。优质的土地储备为公司未来业绩的持续增长奠定了坚实的基础。

图 7：公司未结货值分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司未结算建面分布

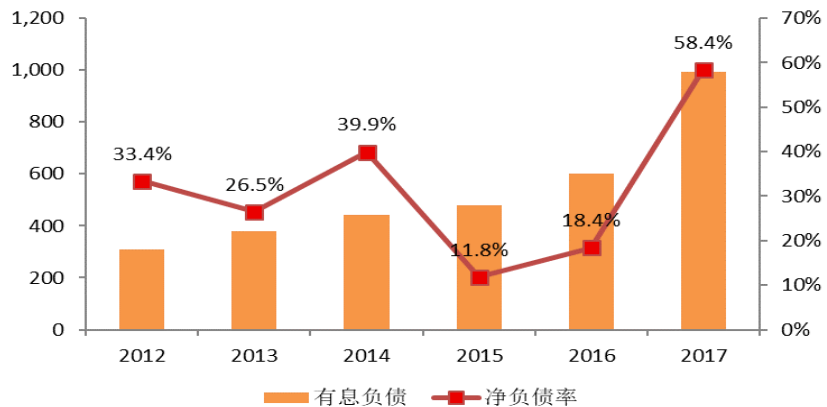


资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 多元化融资齐头并进，融资成本虽略有上升但优势依然明显

在融资成本不断走高的大背景下，公司充分利用多元化融资手段，控制好了资金综合成本。报告期内，公司顺利完成 50 亿元中期票据的注册发行，获批 150 亿元公司债额度并完成首期 24 亿元发行。同时公司有效运用金融工具盘活存量资产，获批交易所市场首单储架式长租公寓 CMBS 发行额度 60 亿元，以及银行间市场首单长租公寓 ABN 产品注册额度 200 亿元。报告期内公司平均融资成本 4.8%，虽然较 2016 年提高了 0.3 个百分点，但在行业内仍保持较大的资金成本优势。随着公司在土地市场不断扩张，公司净负债率也有所提升，从 2016 年的 18.4% 提升到 2017 年的 58.4%，长期借款和短期借款增长均较为明显。

图 9：公司历年有息负债和净负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：我们认为公司储备货值充足，拿地扩张积极，销售有望维持高速增长。同时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。可结算资源充足，未来业绩有望继续高增长。我们预计公司 2018-2020 年净利润约为 149.9 亿、184.7 亿、226 亿，对应 EPS 为 1.90、2.34 和 2.86 元，对应 PE 为 11.67X、9.48X 和 7.74X，给予“买入”评级，六个月目标价 27.58 元。

表 1：公司各主营业务收入预测拆分

核心假设-利润表/百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
住宅销售	56,139	69,046	93,212	120,243	156,316
增长率		23.0%	35.0%	29.0%	30.0%
结算成本	27,296	38,024	61,520	79,360	103,169
结算毛利	28,843	31,022	31,692	40,883	53,147
结算毛利率	51.38%	44.93%	34.00%	34.00%	34.00%
其他收入	7,434	6,409	6,729	7,066	7,419
增长率		-13.8%	5.00%	5.00%	5.00%
结算成本	3,381	3,593	3,196	3,356	3,524
结算毛利	4,053	2,816	3,533	3,710	3,895
结算毛利率	54.52%	43.93%	52.50%	52.50%	52.50%
营业收入合计	63,573	75,455	99,941	127,309	163,735
增长率		18.7%	32.5%	27.4%	28.6%
营业成本合计	27,296	41,617	64,716	82,717	106,693
整体毛利率	57.1%	44.8%	35.2%	35.0%	34.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	45,602.73	45,277.68	55,005.60	63,675.72	73,705.68
应收账款	32,686.99	62,516.91	65,273.88	62,077.56	65,314.97
预付账款	12,468.08	5,792.21	11,917.24	10,751.04	12,612.58
存货	114,186.87	164,232.90	168,704.76	193,987.83	203,193.75
其他	6,007.35	8,765.56	8,764.56	8,764.56	8,764.56
流动资产合计	210,952.01	286,585.26	309,666.03	339,256.71	363,591.54
长期股权投资	2,951.95	8,263.94	13,575.93	14,831.93	16,230.93
固定资产	2,624.33	2,838.86	2,814.28	2,771.83	2,705.66
在建工程	372.08	220.62	168.37	149.02	119.41
无形资产	494.17	465.43	446.75	428.07	409.39
其他	33,337.14	34,246.81	34,985.29	35,880.21	36,881.13
非流动资产合计	39,779.67	46,035.66	51,990.61	54,061.06	56,346.52
资产总计	250,731.68	332,620.92	361,656.64	393,317.77	419,938.06
短期借款	4,443.60	16,768.08	24,280.51	37,385.45	20,619.21
应付账款	43,191.96	67,417.75	68,945.01	71,598.37	80,265.18
其他	73,152.39	83,123.69	111,834.86	108,992.08	137,489.78
流动负债合计	120,787.95	167,309.52	205,060.38	217,975.89	238,374.17
长期借款	38,285.29	60,696.56	40,091.00	42,541.14	20,000.00
应付债券	8,133.22	8,397.75	8,000.00	9,000.00	10,000.00
其他	5,699.54	3,434.37	3,434.37	3,434.37	3,434.37
非流动负债合计	52,118.05	72,528.69	51,525.37	54,975.51	33,434.37
负债合计	172,906.00	239,838.21	256,585.75	272,951.40	271,808.55
少数股东权益	21,395.39	24,414.68	27,835.99	32,050.88	37,209.85
股本	7,904.09	7,904.09	7,904.09	7,904.09	7,904.09
资本公积	19,753.86	19,714.41	19,586.96	19,586.96	19,586.96
留存收益	27,795.74	36,064.00	45,058.32	56,138.91	78,743.08
其他	976.60	4,685.52	4,685.52	4,685.52	4,685.52
股东权益合计	77,825.68	92,782.71	105,070.89	120,366.37	148,129.51
负债和股东权益总	250,731.68	332,620.92	361,656.64	393,317.77	419,938.06

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	12,186.88	15,009.36	14,990.54	18,467.65	22,604.17
折旧摊销	799.29	943.23	155.51	160.48	164.46
财务费用	1,740.00	1,210.23	904.64	832.88	598.90
投资损失	(4,202.61)	(2,910.05)	(3,500.00)	(3,700.00)	(3,700.00)
营运资金变动	(22,974.97)	(19,908.82)	17,106.03	(15,363.15)	22,993.73
其它	(263.33)	947.37	3,401.31	4,217.65	5,161.64
经营活动现金流	(12,714.74)	(4,708.69)	33,058.02	4,615.50	47,822.90
资本支出	1,652.25	8,431.83	5,371.99	1,336.00	1,449.00
长期投资	851.65	5,311.99	5,311.99	1,256.00	1,399.00
其他	2,978.82	(46,400.70)	(13,408.51)	(1,259.76)	(1,734.67)
投资活动现金流	5,482.73	(32,656.88)	(2,724.54)	1,332.24	1,113.33
债权融资	59,946.73	99,475.15	85,984.27	96,926.58	58,619.21
股权融资	905.62	2,920.12	(1,032.08)	(832.88)	(598.90)
其他	(49,096.63)	(68,612.37)	(105,557.75)	(93,371.33)	(96,926.58)
筹资活动现金流	11,755.72	33,782.91	(20,605.56)	2,722.38	(38,906.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,523.72	(3,582.66)	9,727.92	8,670.12	10,029.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	63,572.83	75,454.68	100,010.18	127,351.44	163,790.40
营业成本	41,617.14	47,039.33	63,754.02	81,605.83	105,136.30
营业税金及附加	6,171.06	6,672.90	10,001.02	12,735.14	16,379.04
营业费用	1,159.89	1,467.70	1,900.19	2,292.33	3,603.39
管理费用	1,066.14	1,281.63	1,600.16	2,292.33	3,603.39
财务费用	1,417.74	835.73	904.64	832.88	598.90
资产减值损失	(51.28)	331.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(56.52)	(13.98)	(20.00)	2.76	2.67
投资净收益	4,202.61	2,910.05	3,500.00	3,700.00	3,700.00
其他	(8,292.17)	(5,822.05)	(6,960.00)	(7,405.52)	(7,405.34)
营业利润	16,338.22	20,751.98	25,330.15	31,295.70	38,172.05
营业外收入	219.37	157.89	204.00	158.00	280.00
营业外支出	77.76	175.92	100.00	120.00	100.00
利润总额	16,479.84	20,733.96	25,434.15	31,333.70	38,352.05
所得税	4,292.95	5,724.60	7,022.31	8,651.16	10,588.91
净利润	12,186.88	15,009.36	18,411.84	22,682.54	27,763.14
少数股东损益	2,605.47	2,789.05	3,421.31	4,214.89	5,158.97
归属于母公司净利润	9,581.42	12,220.31	14,990.54	18,467.65	22,604.17
每股收益(元)	1.21	1.55	1.90	2.34	2.86

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	29.15%	18.69%	32.54%	27.34%	28.61%
营业利润	62.94%	27.01%	22.06%	23.55%	21.97%
归属于母公司净利润	97.54%	27.54%	22.67%	23.20%	22.40%
获利能力					
毛利率	34.54%	37.66%	36.25%	35.92%	35.81%
净利率	15.07%	16.20%	14.99%	14.50%	13.80%
ROE	16.98%	17.87%	19.41%	20.91%	20.38%
ROIC	26.09%	26.48%	16.99%	23.22%	24.03%
偿债能力					
资产负债率	68.96%	72.11%	70.95%	69.40%	64.73%
净负债率	77.20%	72.60%	90.50%	96.04%	75.85%
流动比率	1.75	1.71	1.51	1.56	1.53
速动比率	0.80	0.73	0.69	0.67	0.67
营运能力					
应收账款周转率	2.53	1.59	1.57	2.00	2.57
存货周转率	0.54	0.54	0.60	0.70	0.82
总资产周转率	0.28	0.26	0.29	0.34	0.40
每股指标(元)					
每股收益	1.21	1.55	1.90	2.34	2.86
每股经营现金流	-1.61	-0.60	4.18	0.58	6.05
每股净资产	7.14	8.65	9.77	11.17	14.03
估值比率					
市盈率	17.98	14.10	11.49	9.33	7.62
市净率	3.05	2.52	2.23	1.95	1.55
EV/EBITDA	7.17	8.85	7.40	6.22	4.02
EV/EBIT	7.44	9.19	7.44	6.25	4.04

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com