中国平安 保险·银行·投资
平安证券 PING AN SECURITIES

地产
2018 年 04 月 23 日

招商蛇口 (001979)

业绩高增，拓展进取

强烈推荐（维持）

现价：21.16 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.cmsk1979.com
大股东/持股	招商局集团/66.10%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	7,904
流通 A 股(百万股)	1,900
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	1,672.51
流通 A 股市值(亿元)	401.97
每股净资产(元)	9.43
资产负债率(%)	72.10

行情走势图

相关研究报告

《招商蛇口*001979*业绩靓丽，扩张积极》 2018-04-12
《招商蛇口*001979*成长与价值兼备，业绩持续兑现》 2018-03-27
《招商蛇口*001979*扩张积极，业绩超预期兑现》 2018-01-15

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号 S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：公司公布 2018 年一季报，实现营收 91.6 亿，同比增长 32.0%，归母净利润 57.8 亿元，同比增长 172.3%，对应 EPS 为 0.73 元，略高于此前业绩预告区间。

平安观点：

- **毛利率提升叠加资产整体转让带动业绩高增。**公司一季度归母净利润大幅增长主要因:1）双玺等高毛利率项目结算，带动毛利率同比提升 26.3 个百分点至 49.5%；2）期内交割上年末向地产基金转让的上海招商局大厦、招商局广场和北京招商局大厦，导致投资收益同比增长 53.9%至 38.4 亿；3）少数股东损益占比下降 13.3 个百分点至 0.9%。2018 年一季度末预收账款较上年末增长 28%至 705.1 亿，为 2017 年实际营收的 93.4%，加上 30.8%的竣工高增长计划，奠定 2018 年业绩高增长基础。

- **销售平稳增长，全年可售充足。**公司一季度实现签约销售面积 148.9 万平，同比增加 8.4%；签约销售金额 313.1 亿元，同比增加 18.1%；销售均价 21033 元/平米，较 2017 年全年均价增长 6.3%。公司全年货值 2650 亿（新增 2090 亿），其中一季度新增占比仅 13%，随着二季度推盘高峰来临，预计销售增速将逐步回升。公司 2018 年目标 1500 亿，同比增长 33%，考虑充足货量，超额完成目标概率大（仅需 57%去化率）。

- **拿地延续积极，扩规模意图明显。**公司贯彻投资聚焦一二线核心城市，重点拓展战略重镇的土地储备，一季度在杭州、天津、佛山等地新增建面 361 万平，同比增长 211%，远超同期销售。总地价 294 亿，占同期销售金额比重 94%；平均地价 8147 元/平米.，仅为同期销售均价的 38.7%；权益建面 210 万平，权益占比 58%。公司目前总土储超 2500 万平，近 60%位于长三角、珠三角及京津冀三大都市圈，优质土储保障销售有质量增长。

- **财务状况稳健，负债率略有上升。**期末公司在手现金 437.7 亿，为短期负债（短借+一年内到期长债）的 135.4%，短期偿债压力较小。期末净负债率为 66.3%，较期初分别上升 7.9 个百分点。由于公司持续加大开工和拿地，期内经营性净现金流净流出 91.5 亿元。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	63573	75,455	99,977	129,881	166,130
YoY(%)	29.2	18.7	32.5	29.9	27.9
净利润(百万元)	9581.4	12,220	15,774	20,343	25,474
YoY(%)	97.5	27.5	29.1	29.0	25.2
毛利率(%)	34.5	37.7	37.2	37.0	36.8
净利率(%)	15.1	16.2	15.8	15.7	15.3
ROE(%)	15.7	16.2	18.3	19.5	20.1
EPS(摊薄/元)	1.21	1.55	2.00	2.57	3.22
P/E(倍)	17.46	13.7	10.6	8.2	6.6
P/B(倍)	2.96	2.4	2.1	1.7	1.4

- **投资建议：**维持 2018-2019 年 EPS 预测分别为 2.0 元和 2.57 元，当前股价对应 PE 分别为 10.6 倍和 8.2 倍。公司汇聚原招商地产和蛇口工业区优质资源，短期深圳大量地产优质资源集中释放，奠定业绩增长基础，中长期园区开发及邮轮业务值得期待，且持续受益前海自贸区及粤港澳大湾区政策春风，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**1）目前按揭利率连续 15 个月上行，置业成本上升或带来购买力恶化风险进而影响公司销售和业绩表现；2）公司规模化与融资能力需匹配。随着货币政策的变化和金融市场的不断收紧，公司融资也面临较大压力。而公司经营模式的转变和经营规模的扩大有要求公司的融资在一定时间内需进一步增加；3）产业新城建设开发进度存在不确定性。产业新城资源的获取不会一蹴而就，涉及的规模大，合作方式复杂，需有一定的谈判周期，项目开发建设的时间存在不确定性。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	286585	365327	524951	638386
现金	45278	79982	129881	166130
应收账款	220	372	397	587
其他应收款	62297	63256	99850	108779
预付账款	5792	18403	13029	27175
存货	164233	194543	273027	326941
其他流动资产	8766	8771	8768	8773
非流动资产	46036	53143	61110	68801
长期投资	8264	13760	19212	24664
固定资产	2839	2798	3980	5217
无形资产	465	536	621	622
其他非流动资产	34467	36048	37298	38298
资产总计	332621	418470	586062	707186
流动负债	167310	252185	392648	487231
短期借款	16768	41814	115036	154960
应付账款	21769	31487	37918	51139
其他流动负债	128773	178885	239694	281132
非流动负债	72529	58710	63138	61246
长期借款	69094	55275	59703	57811
其他非流动负债	3434	3434	3434	3434
负债合计	239838	310895	455786	548477
少数股东权益	24415	28334	33419	39788
股本	7904	7904	7904	7904
资本公积	19714	19714	19714	19714
留存收益	36064	47683	62685	81472
归属母公司股东权益	68368	79241	96857	118922
负债和股东权益	332621	418470	586062	707186

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-4709	33683	-22758	4315
净利润	15009	19693	25428	31842
折旧摊销	943	640	856	1207
财务费用	836	948	1294	1360
投资损失	-2910	-3185	-3289	-3447
营运资金变动	-19446	15586	-47047	-26648
其他经营现金流	860	0	0	0
投资活动现金流	-32657	-4562	-5534	-5451
资本支出	2491	1611	2516	2239
长期投资	-5394	-5497	-5487	-5452
其他投资现金流	-35560	-8448	-8505	-8663
筹资活动现金流	33783	-34230	4969	-2539
短期借款	12324	-14768	0	0
长期借款	22676	-13819	4428	(1892)
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-39	0	0	0
其他筹资现金流	-1178	-5643	541	-647
现金净增加额	-3881	-5109	-23323	-3675

利润表 单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	75455	99977	129881	166130
营业成本	47039	62786	81825	104994
营业税金及附加	6673	9498	12209	15616
营业费用	1468	1800	2338	2990
管理费用	1282	1800	2208	2824
财务费用	836	948	1294	1360
资产减值损失	331	0	0	0
公允价值变动收益	-14	0	0	0
投资净收益	2910	3185	3289	3447
营业利润	20752	26331	33297	41792
营业外收入	158	276	275	232
营业外支出	176	176	114	126
利润总额	20734	26469	33458	41898
所得税	5725	6776	8030	10055
净利润	15009	19693	25428	31842
少数股东损益	2789	3919	5086	6368
归属母公司净利润	12220	15774	20343	25474
EBITDA	25895	29057	37816	48785
EPS（元）	1.55	2.00	2.57	3.22

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	18.7	32.5	29.9	27.9
营业利润(%)	27.0	26.9	26.5	25.5
归属于母公司净利润(%)	27.5	29.1	29.0	25.2
获利能力				
毛利率(%)	37.7	37.2	37.0	36.8
净利率(%)	16.2	15.8	15.7	15.3
ROE(%)	16.2	18.3	19.5	20.1
ROIC(%)	10.6	10.9	9.6	10.1
偿债能力				
资产负债率(%)	72.1	74.3	77.8	77.6
净负债比率(%)	58.4	28.7	48.5	43.6
流动比率	1.7	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	337.6	337.6	337.6	337.6
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.55	2.00	2.57	3.22
每股经营现金流(最新摊薄)	-4.08	4.26	-2.88	0.55
每股净资产(最新摊薄)	8.65	10.03	12.25	15.05
估值比率				
P/E	13.7	10.6	8.2	6.6
P/B	2.4	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.6	7.9	7.1	5.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033