

2018年04月24日

姜以宁

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 24元

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2018/4/23)	21.16		
深证成指(2018/4/23)	10330.63		
股价 12 个月高/低	27.4/17.32		
总发行股数(百万)	7904.09		
A 股数(百万)	1899.65		
A 市值(亿元)	401.97		
主要股东	招商局集团有限公司(66.10%)		
每股净值(元)	8.80		
股价/账面净值	2.40		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.3	-17.6	13.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-06-12	20.69	买入

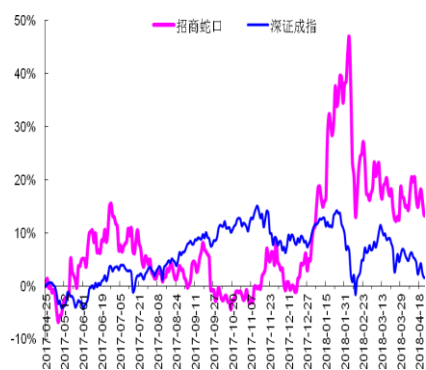
产品组合

社区开发与运营	88.3%
园区开发与运营	11.2%
邮轮产业建设与运营	0.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.4%
一般法人	15.4%

股价相对大盘走势



招商蛇口 (001979.SZ)

Buy 买入

公司 2018 Q1 业绩大幅增长, 销售增速稳定, 给予“买入”评级

结论与建议:

公司公布 2018 年 Q1 财报, 营收 YOY+32%, 净利润 YOY+172% (扣非后净利润 YOY+144%), 公司 Q1 项目结转量价齐升, 为全年业绩增长奠定基础, 我们预计公司 2018、2019 年净利润将分别达到 155 亿元和 173 亿元, YOY 分别+27%和+11%, EPS 分别为 1.96 元和 2.18 元, 按目前 A 股价格计算, 对应 PE 分别为 10.8 倍和 9.7 倍, PB2.7 倍。目前 A 股估值偏低, 我们给予 A 股买入的投资建议。

■ **公司 2018Q1 业绩大幅增长:** 公司发布 2018 年 Q1 财报, 实现营业收入 91.6 亿元, 同比增长 32%; 实现归属于上市公司股东净利润为 57.8 亿元, 同比增长 172% (扣非后净利润 51 亿, YOY+144%); 基本每股收益为 0.73 元。公司业绩略超业绩预告 (业绩预告净利润为 55 亿-57 亿元)。

■ **业绩分析:** 公司 2018Q1 业绩同比大幅增长主要由于 (1) 报告期内公司房地产开发业务结转的深圳区域高毛利项目占比大幅提高, 综合毛利率同比上升 26.3 个百分点达 49.5%。(2) 报告期内公司结转项目的权益占比大幅提升, 少数股东权益占比下降 13.4 个百分点至 0.82%。(3) 报告期内公司汇兑收益同比增加 2.3 亿元, 同时管理和销售费用率均有不同程度下降, 整体三项费用率同比大幅下降 4.1 个百分点至 3.5%。(4) 报告期内公司京沪有三项资产整体转让获得了投资性收益 38 亿元, 同比增加 13.5 亿, YOY+54%。

■ **公司 2018 Q1 地产销售增速稳定:** 公司 2018Q1 实现销售面积 149 万平方米, 销售金额 313 亿元, YOY 分别为+8.5%和+18%, 销售均价 21033 元/平方米, YOY+8.9%, 好于地产行业的平均水平 (1-3 月全国商品房销售面积和金额 YOY 分别为+3.6%和 10.4%)。

■ **Q1 土地拓展积极, 可结转资源充足:** 2018Q1 公司累计新增土地建筑面积 360 万平方, 达销售面积的 2.4 倍, 支付地价款 290 亿元, 占销售金额 93%, 公司土地拓展速度大幅提升。公司目前共拥有待开发面积超过 2500 万平方, 全年计划新开工 1066 万平方, 竣工 600 万平方, 土地储备和货源充足, 有效保障公司未来 2 年的开发和推盘需求; 可结转资源方面, 据我们测算公司 2017 年末已售未结金额约 950 亿, 叠加公司 18 年目标销售金额 1500 亿元, 累计可结转金额近 2500 亿, 可结转资源充足, 锁定公司未来 2-3 年业绩可持续增长。

■ **盈利预测与投资建议:** 虽然公司 Q1 业绩大幅增长, 但是房地产公司业绩与项目结转关联性较强, 未来结转的高毛利项目占比或将有所下降, 我们判断公司全年业绩增速仍将维持在相对稳定的水准, 考虑到公司 Q1 业绩超预期增长且项目整体出售获得的收益大幅提升, 我们小幅上调公司全年盈利预测, 预计公司 2018、2019 年净利润将达到 155 亿和 172 亿, YOY 分别+27%和+11%, EPS 分别为 1.96 元和 2.18 元, 按目前 A 股价格计算, 对应 PE 分别为 10.8 倍和 9.7 倍, PB2.7 倍。公司目前估值偏低, 销售增速稳定, 给予“买入”的投资建议。

■ **风险提示:** 房地产调控政策日益严格 信贷政策趋紧 销售增速趋缓

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4850	9581	12220	15524	17245
同比增减	%	51.36%	97.54%	27.54%	27.03%	11.09%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.61	1.21	1.55	1.96	2.18
同比增减	%	15.78%	97.54%	27.54%	27.03%	11.07%
A 股市盈率 (P/E)	X	34.5	17.5	13.7	10.8	9.7
股利 (DPS)	RMB 元	0.26	0.50	0.62	0.79	0.87
股息率 (Yield)	%	1.23%	2.35%	2.92%	3.71%	4.12%

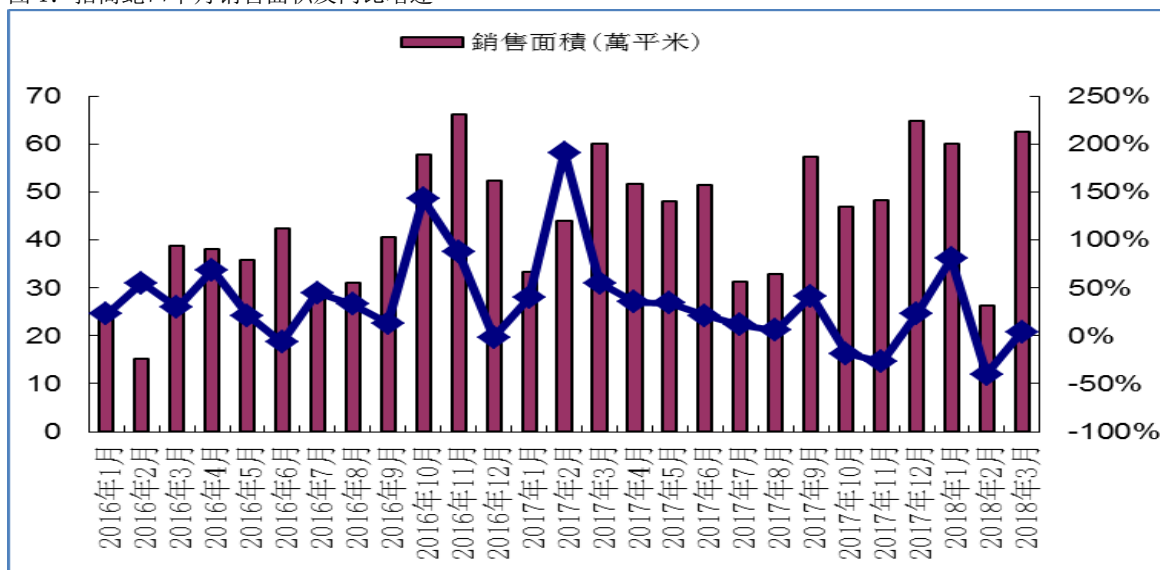
预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

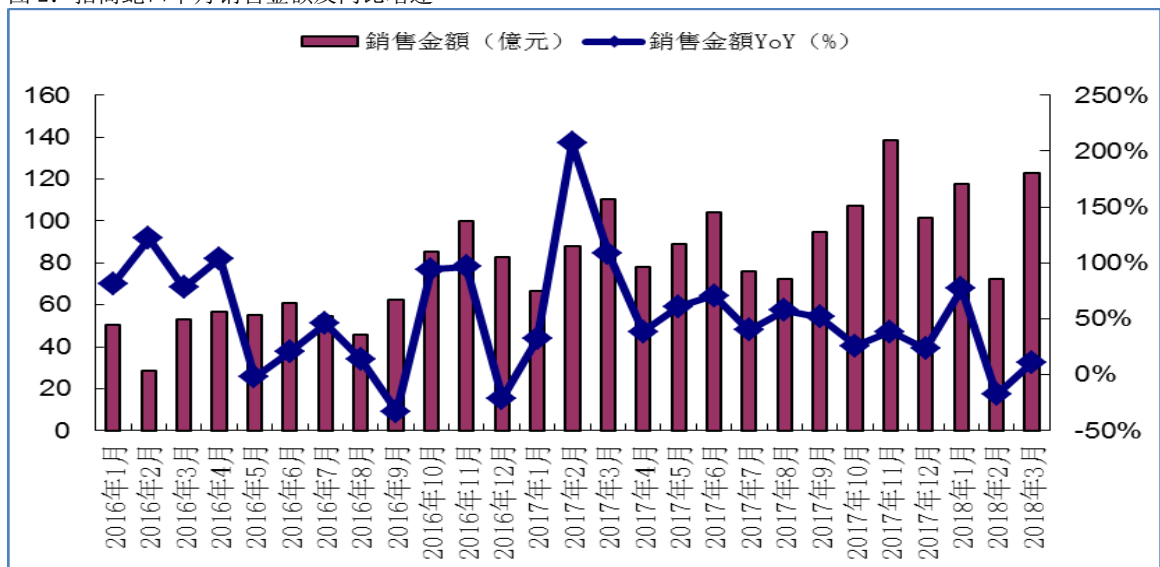
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图 1: 招商蛇口单月销售面积及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

图 2: 招商蛇口单月销售金额及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业额	49222	63573	75455	94790	105237
经营成本	39787	51381	57629	68105	75868
主营业务利润	30677	41617	47039	56263	63157
销售费用	1124	1160	1468	1899	2151
管理费用	1227	1066	1282	1658	1860
财务费用	1549	1418	836	997	1052
营业利润	10027	16338	20752	26684	29369
税前利润	10410	16480	20734	27009	29694
所得税	2364	4293	5725	7409	8003
少数股东损益	3196	2605	2789	4077	4447
净利润	4850	9581	12220	15524	17245

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016F	2017F	2018F	2019F
货币资金	40644	45603	45278	47395	57880
存货净额	121381	114187	164233	180656	198722
应收帐款净额	97	227	220	106	107
流动资产合计	186573	210952	286585	315244	346768
长期投资净额	2100	2952	8264	8429	8851
固定资产合计	2544	2624	2839	2896	3040
无形资产及其他资产合计	507	494	465	442	531
资产总计	210899	250732	332621	363121	396560
流动负债合计	102894	120788	167310	221689	262180
长期负债合计	45842	52118	72529	55001	55002
负债合计	148736	172906	239838	276690	317182
少数股东权益	15535	21395	24415	24415	24415
股东权益合计	46628	56430	68368	62017	54964
负债和股东权益总计	210899	250732	332621	363121	396560

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	-8066	-12715	-4709	3820	703
投资活动产生的现金流量净额	874	5483	-32657	-10243	1242
筹资活动产生的现金流量净额	9152	11756	33783	8540	8541
现金及现金等价物净增加额	1966	4952	-3881	2117	10486

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①@持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证①@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。