

# 地产邮轮齐发力 业绩表现亮眼

## ——招商蛇口（001979）2018年半年报点评

2018年08月22日

强烈推荐/首次

招商蛇口

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任鹤	研究助理	执业证书编号：S1480118020022
	Renhe07@163.com	010-66554089

### 事件：

公司发布2018年半年报，报告期内，公司实现营业收入209.88亿元，同比增长6.6%，实现归母净利润71.17亿元，同比增长97.54%；实现签约销售金额750.96亿元，同比增长39.86%，签约销售面积358.36万平方米，同比增长24.26%。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	26841.75	6939.74	12748.88	6797.02	48969.04	9163.12	11824.68
增长率（%）	13.21%	53.41%	-23.77%	-56.10%	82.44%	32.04%	-7.25%
毛利率（%）	32.83%	23.15%	28.14%	27.20%	43.65%	49.45%	37.54%
期间费用率（%）	4.97%	7.52%	4.92%	10.26%	3.55%	3.45%	13.64%
营业利润率（%）	25.79%	46.65%	19.16%	11.50%	29.18%	78.88%	25.34%
净利润（百万元）	5023.40	2474.69	1743.08	382.63	10408.96	5825.79	2143.15
增长率（%）	06.47%	215.38%	-51.90%	-85.93%	107.21%	135.41%	22.95%
每股盈利（季度，元）	0.50	0.27	0.19	0.01	1.08	0.73	0.17
总资产收益率（%）	1.96%	0.95%	0.63%	0.13%	3.07%	1.62%	0.53%

### 观点：

#### ➤ 业绩表现亮眼 房地产邮轮投资三驱动

2018年上半年，公司实现营业收入209.88亿元，同比增长6.6%，实现归母净利润71.17亿元，同比增长97.54%，主要原因有三个：一是公司房地产业务结转面积减少导致营业成本同比降低17.09%，同时结转均价单价由1.98万元/平方米提高至2.15万平方米，使得毛利率提高了16.09%。二是公司邮轮业务营收同比增长10.82%，成本同比降低47.79%，使得毛利率提高了55.65%，扭亏为盈。三是投资收益增加，上半年公司实现投资收益49.7亿元，同比增长了78.41%。

#### ➤ 房地产销售增长 积极拿地扩张

2018年上半年，公司房地产业务实现签约销售面积358.36万平方米，同比增长24.26%，实现签约销售金额750.96亿元，同比增长39.86%，销售继续增长。公司积极拿地，上半年新增40个项目，扩充项目资源751.33万平方米，还通过“港城联动”模式进入湛江等城市，通过收购东风房地产80%的股权、浙江润和房产集团100%股权及相关债权和招商漳州增加园区资源储备，获取收购企业的区位优势。

### ➤ 邮轮业务发展迅猛 扭亏为盈

公司在全国邮轮港口进行网络化布局及商业模式复制，推广公司品牌，力求构建集旅游地产、母港经济、邮轮产业于一身的高端旅游服务生态圈。上半年，邮轮业务营收同比增长10.82%，成本同比降低47.79%，使得毛利率提高了55.65%，并实现扭亏为盈。其中深圳蛇口邮轮母港实现邮轮靠泊次50次，同比上升85%；邮轮客流量18.4万人次，同比上升207%。

### ➤ 现金流改善 偿债压力小

2018年上半年，公司经营现金流净额、筹资现金流净额、现金及现金等价物净额大幅提高。由于销售回款增加，公司经营活动产生的现金流净额同比增长了54.32亿元，实现45.21%的增幅。由于融资规模的扩大，公司筹资活动产生的现金流净额同比增长了152亿元，实现141.02%的增幅。由于融资规模扩大、合作方投入和销售回款增加，公司现金及现金等价物净增加额为186.88亿元，由负变正，同比增长了926.95%，增幅巨大。此外，公司负债率为77.12%，净负债率为94.87%，虽然增幅较大但仍低于行业普遍水平，偿债压力不大。

### ➤ 信用评级高 融资成本低

2018年上半年，公司继续保持了AAA的主体信用等级和债项信用等级，综合资金成本为4.87%，在行业内拥有较大的融资优势。公司已发行了70亿元公司债券，近期陆续发行超短期融资券（270天和180天），总额合计40亿元；联合招商资本、平安行共同签署了成立招商澎湃系列投资基金的协议，引入稳定的基金合作伙伴；联合招商启航等多家公司设立招产业投资基金；成立储架额度60亿元，首期发行20亿元地“招商创融租公寓第一期资产支持专项计划”；携手建行注册首单银行间长租公（首发40亿元）。

### ➤ 积极布局新业态 推动多元化转型

2018年上半年，公司积极布局新业态，大公寓、大健康、大文创多点开花，转型成效初步显现。大公寓快速发展，鼓励轻资产租入改造、存量商办改造，构建融投管退全周期商业模式，实现公寓智慧平台的全线上化服务。在精耕深圳市场的基础上，大公寓落地北京、上海、重庆、8个一二线城市，实现全国规模约90万平方米，其中上半年新增13个长租公寓项目24.1万平方米。大健康脱胎入实，从“养老、医院、康养小镇”三方面积极推进医养业务，广州番禺颐养中心、深圳蛇口颐养中心已于2018年2月2日、3月30日相继开业。大文创际教育项目持续推进，海上世界文化艺术中心运营顺利，已相继开展了多次展览、品牌塑造及教育活动。

### 投资建议与评级:

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 993.06 亿元、1269.08 亿元和 1608.32 亿元, 归母净利润分别为 156.01 亿元、197.52 亿元和 246.08 亿元, 每股收益分别为 1.97 元、2.50 元和 3.11 元, 对应 PE 分别为 8.4X、6.7X 和 5.3X。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示:

房地产市场整体大幅下行, 公司房地产开发及竣工不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合</b>	210952	286585	306853	355585	402469	<b>营业收入</b>	63573	75455	99306	126908	160832
货币资金	45603	45278	54583	75549	96499	<b>营业成本</b>	41617	47039	61570	78683	99716
应收账款	227	220	272	348	441	营业税金及附	6171	6673	8938	11422	14475
其他应收款	32460	62297	60000	60000	60000	营业费用	1160	1468	1986	2538	3217
预付款项	12468	5792	200	100	100	管理费用	1066	1282	1688	2157	2734
存货	114187	164233	15011	200242	233111	财务费用	1418	836	2250	2344	2866
其他流动资	5900	6435	7508	8751	10277	资产减值损失	-51	331	0	0	0
<b>非流动资产</b>	39780	46036	46160	45750	45340	公允价值变动	-57	-14	0	0	0
长期股权投	2952	8264	8264	8264	8264	投资净收益	4202.61	2910.05	3000.00	3000.00	3000.00
固定资产	2624.33	2838.86	2695.89	2332.30	1968.71	<b>营业利润</b>	16338	20752	25875	32764	40824
无形资产	494	465	419	372	326	营业外收入	219.37	157.89	170.00	170.00	170.00
其他非流动	0	0	0	0	0	营业外支出	77.76	175.92	150.00	150.00	150.00
<b>资产总计</b>	250732	332621	343735	390739	445767	<b>利润总额</b>	16480	20734	25895	32784	40844
<b>流动负债合</b>	120788	167310	153306	164272	178923	所得税	4293	5725	6733	8524	10619
短期借款	4444	16768	1700	700	500	<b>净利润</b>	12187	15009	19162	24260	30225
应付账款	18130	21769	27833	35569	45077	少数股东损益	2605	2789	3561	4508	5616
预收款项	52485	55061	58040	61848	66673	归属母公司净	9581	12220	15601	19752	24608
一年内到期	9085	13613	12000	12000	12000	EBITDA	18904	22854	28535	35518	44101
<b>非流动负债</b>	52118	72529	89081	108761	128756	<b>EPS (元)</b>	1.21	1.55	1.97	2.50	3.11
长期借款	38285	60697	80697	100697	120697	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	8133	8398	8000	8000	8000						
<b>负债合计</b>	172906	239838	242388	273033	307679	<b>成长能力</b>					
少数股东权	21395	24415	27975	32483	38100	营业收入增长	29.2%	18.7%	31.6%	27.8%	26.7%
实收资本(或	7904	7904	7904	7904	7904	营业利润增长	62.9%	27.0%	24.7%	26.6%	24.6%
资本公积	19754	19714	19714	19714	19714	归属于母公司	97.5%	27.5%	27.7%	26.6%	24.6%
未分配利润	25463	33225	38685	45598	54211	<b>获利能力</b>					
归属母公司	56430	68368	73372	85223	99988	毛利率(%)	34.5%	37.7%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>负债和所有</b>	250732	332621	343735	390739	445767	净利率(%)	19.2%	19.9%	19.3%	19.1%	18.8%
<b>现金流量</b>	单位:百万元					总资产净利润	9.1%	3.8%	3.7%	4.0%	4.2%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	17.0%	17.9%	21.3%	23.2%	24.6%
<b>经营活动现金</b>	-12715	-4709	-25879	-26511	-31182	<b>偿债能力</b>					
净利润	12187	15009	19162	24260	30225	资产负债率(%)	69%	72%	71%	70%	69%
折旧摊销	1148.01	1266.52	0.00	410.13	410.13	流动比率	1.7	1.7	2.3	2.6	2.9
财务费用	1418	836	2250	2344	2866	速动比率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款减少	0	0	-52	-76	-93	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	2979	3807	4825	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
<b>投资活动现金</b>	5483	-32657	3597	3000	3000	应收账款周转	392.5	337.6	403.7	490.5	408.0
公允价值变动	-57	-14	0	0	0	应付账款周转	3.6	3.8	4.0	4.0	4.0
长期股权投资	0	0	573	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	4203	2910	3000	3000	3000	每股收益(最新	1.2	1.6	2.0	2.5	3.1
<b>筹资活动现金</b>	11756	33783	36588	40073	48536	每股净现金流	0.6	(0.5)	1.8	2.1	2.6
应付债券增加	0	0	-398	0	0	每股净资产(最	7.1	8.6	9.3	10.8	12.7
长期借款增加	0	0	20000	20000	20000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	13.8	10.7	8.4	6.7	5.3
资本公积增加	2083	-39	0	0	0	P/B	2.3	1.9	1.8	1.5	1.3
<b>现金净增加额</b>	4524	-3583	14306	16562	20354	EV/EBITDA	7.7	8.1	7.1	5.0	4.0

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。