

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2018年08月31日

业绩超预期，销售高增长

事件：公司发布半年度报告。上半年，公司实现营业收入 209.88 亿元，同比增长 6.60%；实现归母净利润 71.17 亿元，同比增长 97.54%。公司实现签约金额 750.96 亿元，同比增长 39.86%，基本每股收益为 0.88 元，较上年同期增 91.30%。

业绩增长超预期，高毛利项目结转叠加处置资产

公司上半年实现归母净利润 71.17 亿元，同比增长 97.54%（业绩预告为 89%-94%），业绩增长超预期。经营业绩同比大幅增长主要有两个原因：（1）双玺等高毛利项目进入结算周期，带动公司结转毛利同比增加约 32 亿元；（2）联合营公司权益法投资收益同比增加约 9 亿元。主要是由于报告期内京沪三项资产整体转让收益增加。17 年 11 月，公司向 Super Alliance Real Estate Partners L.P.（公司持有其 20%权益）转让上海招商局大厦、上海招商局广场以及北京招商局大厦三项资产相关的股权及债权，今年一季度完成交割。总交易对价 50.15 亿元，而其账面价值仅 10.3 亿元，可贡献处置资产收益 39.8 亿元，扣除企业所得税后对利润的贡献可达 29.8 亿元，实现投资收益 33.1 亿元。上述两事项主要发生在一季度，因此公司一季度归母净利润就已达到 57.8 亿元，二季度净利润增长相对平稳。

可售货值充足，大概率完成年度销售目标

公司 18 年可售货值近 2700 亿（其中去年滚存的接近 600 亿，今年新推 2100 亿），全年销售目标 1500 亿，对应增速 33%。要完成销售目标仅需去化率达到 55.6%，公司上半年已实签约销售金额 750.96 亿元，同比增长近 40%，已完成全年销售目标的 50%。我们认为公司完成销售目标是大概率事件。

一二线拿地扩张势头不减，多元化拿地整合集团内部资源

公司扩张势头明显，18 年上半年，公司保持较快的拿地节奏，总计新增土地面积 339.5 万平米，总地价 603.5 亿元。拿地金额占销售金额的比例接近 80%。公司充分发挥自身多元化拿地优势，加大了兼并收购力度，特别是同地方国企和央企的合作。落地昆钢，天津汤臣，南通中外运等项目。本期公司收购了招商局漳州开发区有限公司 78% 的股权，成为第一大股东。招商漳州土储巨大，拥有土地面积总计 777.5 万平方米，其中住宅用地约 85.7 万平方米，商业用地约 95.6 万平方米，港航物流用地约 249.9 万平方米，可复制招商蛇口“前港-中区-后城”经典模式。

央企+龙头，融资成本优势明显

2018 年招商蛇口共新发公司债 70 亿元，18H 新增债券的融资成本 5.03%，虽然较 2017 年提高了 0.23 个百分点，但在行业内仍保持较大的资金成本优势。

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。股价诉求较强。公司第一期员工持股成本价为 23.60 元，高出当前股价 37.6%。公司 RNAV 18.18（未包含前海区域尚未办证的土地），当前股价折价 5.7%。若考虑未办理土地证的 325 万平米土地，即使保守估计按每平米增值 2 万元来估算，也将增厚 RNAV 至 26.36 元/股，则当前股价折价 34.9%。我们预计公司 2018-2020 年净利润约为 158.7、193.6 亿，239.5 亿，对应 EPS 为 2.01、2.45 和 3.03 元，对应 PE 为 8.45X、6.93X 和 5.60X，给予“买入”评级，六个月目标价 30.15 元。

风险提示：销售情况不及预期，重点布局区域调控加码。

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	17.30 元
目标价格	30.15 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)	136,740.80
流通 A 股市值(百万元)	32,863.92
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	77.12
一年内最高/最低(元)	27.40/15.92

作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
徐超	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070007	
xuchao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《招商蛇口-季报点评:业绩超预期，销售高增长》2018-05-03
- 《招商蛇口-公司点评:销售增速符合预期，加大拿地扩张力度》2018-04-11
- 《招商蛇口-年报点评报告:超额完成业绩承诺，利润率不断提升》2018-03-30

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	92,293.53	119,179.98	153,310.71
增长率(%)	29.15	18.69	22.32	29.13	28.64
EBITDA(百万元)	18,426.45	22,378.15	27,897.07	33,813.97	41,809.46
净利润(百万元)	9,581.42	12,220.31	15,871.20	19,362.55	23,949.02
增长率(%)	97.54	27.54	29.88	22.00	23.69
EPS(元/股)	1.21	1.55	2.01	2.45	3.03
市盈率(P/E)	14.85	11.64	8.96	7.35	5.94
市净率(P/B)	2.52	2.08	1.83	1.59	1.26
市销率(P/S)	2.24	1.89	1.54	1.19	0.93
EV/EBITDA	7.17	8.85	7.92	5.53	6.73

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

公司发布半年度报告。上半年，公司实现营业收入 209.88 亿元，同比增长 6.60%；实现归母净利润 71.17 亿元，同比增长 97.54%。公司实现签约金额 750.96 亿元，同比增长 39.86%，基本每股收益为 0.88 元，较上年同期增 91.30%。

2. 业绩增长超预期，高毛利项目结转叠加处置资产

公司上半年实现归母净利润 71.17 亿元，同比增长 97.54%（业绩预告为 89%-94%），业绩增长超预期。经营业绩同比大幅增长主要有两个原因：（1）双玺等高毛利项目进入结算周期，带动公司结转毛利同比增加约 32 亿元；（2）联合营公司权益法投资收益同比增加约 9 亿元。主要是由于报告期内京沪三项资产整体转让收益增加。17 年 11 月，公司向 Super Alliance Real Estate Partners L.P.（公司持有其 20% 权益）转让上海招商局大厦、上海招商局广场以及北京招商局大厦三项资产相关的股权及债权，今年一季度完成交割。总交易对价 50.15 亿元，而其账面价值仅 10.3 亿元，可贡献处置资产收益 39.8 亿元，扣除企业所得税后对利润的贡献可达 29.8 亿元，实现投资收益 33.1 亿元。上述两事项主要发生在一季度，因此公司一季度归母净利润就已达到 57.78 亿元，二季度净利润增长相对平稳。

3. 可售货值充足，大概率完成年度销售目标

公司 18 年可售货值近 2700 亿（其中去年滚存的接近 600 亿，今年新推 2100 亿），全年销售目标 1500 亿，对应增速 33%。要完成销售目标仅需去化率达到 55.6%，公司上半年已实签约销售金额 750.96 亿元，同比增长近 40%，已完成全年销售目标的 50%。我们认为公司完成销售目标是大概率事件。

2018 年公司将加快开发节奏，计划新开工 1000 万方，同比增长 20%；计划竣工 600 万方，同比增长 31%。竣工节奏的加快将保障公司全年业绩高增长。

4. 一二线拿地扩张势头不减，多元化拿地整合集团内部资源

公司扩张势头明显，18 年上半年，公司保持较快的拿地节奏，总计新增土地面积 339.5 万平方米，总地价 603.5 亿元。拿地金额占销售金额的比例接近 80%。

公司充分发挥自身多元化拿地优势，加大了兼并收购力度，特别是同地方国企和央企的合作。落地昆钢，天津汤臣，南通中外运等项目。本期公司收购了招商局漳州开发区有限公司 78% 的股权，成为第一大股东。招商漳州土储巨大，拥有土地面积总计 777.5 万平方米，其中住宅用地约 85.7 万平方米，商业用地约 95.6 万平方米，港航物流用地约 249.9 万平方米，可复制招商蛇口“前港-中区-后城”经典模式。

5. 央企+龙头，融资成本优势明显

2018 年招商蛇口共新发公司债 70 亿元，18H 新增债券的融资成本 5.03%，虽然较 2017 年提高了 0.23 个百分点，但在行业内仍保持较大的资金成本优势。

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	50,761.44	59,589.99	68,989.82
应收账款	32,686.99	62,516.91	55,413.71	63,766.26	72,509.93
预付账款	12,468.08	5,792.21	13,006.79	9,232.28	19,367.19
存货	114,186.87	164,232.90	211,747.05	214,838.72	333,751.09
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	339,693.55	356,191.80	503,382.58
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	391,684.16	410,252.85	559,729.10
短期借款	4,443.60	16,768.08	27,695.44	40,974.67	50,986.00
应付账款	43,191.96	67,417.75	57,908.90	75,525.51	80,471.59
其他	73,152.39	83,123.69	100,841.74	108,759.43	124,481.75
流动负债合计	120,787.95	167,309.52	186,446.07	225,259.61	255,939.34
长期借款	38,285.29	60,696.56	88,003.43	50,721.92	139,103.51
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	99,437.81	63,156.30	152,537.88
负债合计	172,906.00	239,838.21	285,883.88	288,415.91	408,477.22
少数股东权益	21,395.39	24,414.68	28,036.98	32,456.12	37,922.03
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	45,586.72	57,204.25	81,153.27
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	105,800.28	121,836.94	151,251.88
负债和股东权益总	250,731.68	332,620.92	391,684.16	410,252.85	559,729.10

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	12,186.88	15,009.36	15,871.20	19,362.55	23,949.02
折旧摊销	799.29	943.23	155.51	160.48	164.46
财务费用	1,740.00	1,210.23	933.20	921.44	1,191.16
投资损失	(4,202.61)	(2,910.05)	(4,500.00)	(3,700.00)	(3,700.00)
营运资金变动	(22,974.97)	(19,908.82)	(39,194.89)	23,611.45	(116,988.48)
其它	(263.33)	947.37	3,602.30	4,421.90	5,468.58
经营活动现金流	(12,714.74)	(4,708.69)	(23,132.67)	44,777.82	(89,915.26)
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)	(12,408.51)	(1,259.76)	(1,734.67)
投资活动现金流	5,482.73	(32,656.88)	(1,724.54)	1,332.24	1,113.33
债权融资	59,946.73	99,475.15	137,311.64	108,696.59	208,089.51
股权融资	905.62	2,920.12	(1,060.65)	(921.44)	(1,191.16)
其他	(49,096.63)	(68,612.37)	(105,910.01)	(145,056.66)	(108,696.59)
筹资活动现金流	11,755.72	33,782.91	30,340.97	(37,281.51)	98,201.76
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)	5,483.76	8,828.54	9,399.83

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	92,293.53	119,179.98	153,310.71
营业成本	41,617.14	47,039.33	56,396.99	72,782.40	93,598.26
营业税金及附加	6,171.06	6,672.90	9,229.35	11,918.00	15,331.07
营业费用	1,159.89	1,467.70	1,818.18	2,383.60	3,372.84
管理费用	1,066.14	1,281.63	1,587.45	2,145.24	3,066.21
财务费用	1,417.74	835.73	933.20	921.44	1,191.16
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	4,500.00	3,700.00	3,700.00
其他	(8,292.17)	(5,822.05)	(8,960.00)	(7,405.52)	(7,405.34)
营业利润	16,338.22	20,751.98	26,808.35	32,732.05	40,453.84
营业外收入	219.37	157.89	220.00	240.00	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	26,928.35	32,852.05	40,633.84
所得税	4,292.95	5,724.60	7,434.85	9,070.37	11,218.91
净利润	12,186.88	15,009.36	19,493.50	23,781.68	29,414.93
少数股东损益	2,605.47	2,789.05	3,622.30	4,419.13	5,465.91
归属于母公司净利润	9,581.42	12,220.31	15,871.20	19,362.55	23,949.02
每股收益(元)	1.21	1.55	2.01	2.45	3.03

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	29.15%	18.69%	22.32%	29.13%	28.64%
营业利润	62.94%	27.01%	29.18%	22.10%	23.59%
归属于母公司净利润	97.54%	27.54%	29.88%	22.00%	23.69%
获利能力					
毛利率	34.54%	37.66%	38.89%	38.93%	38.95%
净利率	15.07%	16.20%	17.20%	16.25%	15.62%
ROE	16.98%	17.87%	20.41%	21.66%	21.13%
ROIC	26.09%	26.48%	17.96%	15.57%	22.47%
偿债能力					
资产负债率	68.96%	72.11%	72.99%	70.30%	72.98%
净负债率	77.20%	72.60%	89.87%	80.28%	79.42%
流动比率	1.75	1.71	1.82	1.58	1.97
速动比率	0.80	0.73	0.69	0.63	0.66
营运能力					
应收账款周转率	2.53	1.59	1.57	2.00	2.25
存货周转率	0.54	0.54	0.49	0.56	0.56
总资产周转率	0.28	0.26	0.25	0.30	0.32
每股指标(元)					
每股收益	1.21	1.55	2.01	2.45	3.03
每股经营现金流	-1.61	-0.60	-2.93	5.67	-11.38
每股净资产	7.14	8.65	9.84	11.31	14.34
估值比率					
市盈率	14.85	11.64	8.96	7.35	5.94
市净率	2.52	2.08	1.83	1.59	1.26
EV/EBITDA	7.17	8.85	7.92	5.53	6.73
EV/EBIT	7.44	9.19	7.96	5.56	6.76

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