



001979.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 17.13

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.3)	(2.3)	(25.4)	(9.5)
相对新华富时 A50 指数	13.2	5.7	(4.0)	17.1

发行股数(百万)	7,904
流通股(%)	24
总市值(人民币 百万)	32,047
3个月日均交易额(人民币 百万)	487
净负债比率(%) (2012E)	71
主要股东(%)	
招商局集团有限公司	66

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年9月13日收市价为标准

相关研究报告

- 《招商蛇口:收购招商漳州再落一子,产城联动业绩高增》 20180509
- 《招商蛇口》 20180328
- 《招商蛇口 2017 年业绩快报点评:业绩超预期释放,远期高增长无忧》 20180116

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

010-66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

# 招商蛇口

## 销售持续高增, 盈利能力显著提升

2018年8月,公司实现签约销售面积65.83万方,同比增加100.35%;签约销售金额132.66亿元,同比增加83.16%。2018年1-8月,公司累计实现签约销售面积483.99万方,同比增加37.26%;签约销售金额1,033.63亿元,同比增加50.77%。2018年上半年,招商蛇口实现营业收入209.9亿元,同比增长6.6%;实现归属于上市公司股东的净利润71.2亿元,同比增长97.5%。考虑到公司可售货值充足,结转力度加大,融资优势显著以及多元化布局推进,我们维持公司2018-20年EPS预测分别为1.96/2.56/3.33元,对应18年PE8.6倍,重申买入评级。

### 支撑评级的要点

- **销售目标完成近七成,非市场化拿地成本优势显著。**2018年前8月公司实现销售金额1,033.6亿元,同比增长50.8%,完成全年销售目标1,500亿的69%,小幅提前时间进度;销售面积484.0万方,同比增长37.3%;销售均价21,355元/平米,较17年提升7.9%。公司于2018H1新增土储总建面751.3万方,同比增长231.0%,总地价603.6亿元,同比增长71.0%,维持高速扩张态势。公司于上半年以不到1500元/平米的低均价获取招商漳州778万方土储,并自2017年起先后与昆钢、武钢、东风房地产、浙江农发集团等合作,凸显资源整合及非市场化拿地能力。考虑到公司2018年可售货值约3,000亿元,下半年推盘加速,预计公司全年销售将维持高增。
- **高毛利项目集中结转,业绩及利润率大幅提升。**2018H1公司实现营业收入209.9亿元,同比增长6.6%;实现归母净利润71.2亿元,同比增长97.5%。结算毛利率与净利率分别为42.7%及33.9%,分别较上年同比提高17及16个百分点。业绩增速高于营收增速主要源于1)深圳双玺项目集中结转,占总结转比例22.1%,推升平均毛利率;2)资产转让及联合经营项目收益释放,推升投资性收益同比增长78.4%;3)少数股东权益占比下降5.2个百分点。
- **多元化融资优势显著,现金充足财务稳健。**2018H1,公司借助多元化融资渠道,于4月、6月先后发行70亿公司债,利率区间4.83%-5.25%,270天、180天超短融发行合计40亿,利率分别为3.74%、3.55%。截止6月底,综合资金成本为4.87%,在行业内继续保持较大的融资优势。2018H1公司资产负债率及净负债率分别为77.1%及72.8%,并由于融资及销售回款增加,现金及现金等价物净增加额186.9亿元,同比增长927.0%。

### 评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑,利率大幅上行;政策调控力度超预期。

### 估值

- 我们维持公司2018-20年EPS预测分别为1.96/2.56/3.33元,对应18年PE8.6倍,重申买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	63,573	75,455	100,548	131,870	173,044
变动(%)	29	19	33	31	31
净利润(人民币 百万)	9,581	12,220	15,526	20,203	26,343
全面摊薄每股收益(人民币)	1.212	1.542	1.964	2.556	3.333
变动(%)	97.5	27.5	27.4	30.1	30.4
全面摊薄市盈率(倍)	13.9	10.9	8.6	6.6	5.1
价格/每股现金流量(倍)	(10.5)	(28.3)	(9.7)	(8.4)	(6.3)
每股现金流量(人民币)	(1.61)	(0.60)	(1.74)	(2.01)	(2.67)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	9.4	7.0	5.9	5.0
每股股息(人民币)	0.500	0.620	0.788	1.025	1.336
股息率(%)	3.0	3.7	4.7	6.1	7.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测



图表 1. 招商蛇口 2018H1 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2017H1	2018H1	同比变动 (%)
营业收入	19,396	20,988	8.2
营业成本	(14,398)	(12,018)	(16.5)
营业税	(1,173)	(1,763)	50.3
毛利润	3,824	7,207	88.4
其他收入	(1)	0	(100.0)
销售费用	(432)	(429)	(0.7)
管理费用	(474)	(597)	26.0
营业利润	2,917	6,180	111.9
投资收益	2,814	4,938	75.5
财务费用	(192)	(902)	369.3
营业外收支	44	4	(90.2)
税前利润	5,582	10,220	83.1
所得税	(1,459)	(2,260)	54.9
少数股东权益	(657)	(852)	29.8
归属上市公司股东净利润	3,466	7,108	105.1
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	25.8	42.7	17.0
经营利润率	15.0	29.4	14.4
净利率	17.9	33.9	16.0

资料来源: 公司公告, 中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	63,573	75,455	100,548	131,870	173,044
销售成本	(47,788)	(53,712)	(68,288)	(89,507)	(117,388)
经营费用	(1,427)	(1,806)	(2,804)	(3,944)	(5,444)
息税折旧前利润	14,358	19,936	29,456	38,419	50,213
折旧及摊销	(799)	(943)	(860)	(861)	(862)
经营利润(息税前利润)	13,559	18,993	28,596	37,558	49,351
净利息收入/(费用)	(103)	(116)	(4,034)	(4,914)	(5,839)
其他收益/(损失)	3,836	2,930	3,248	3,557	3,706
税前利润	16,480	20,704	26,340	34,273	44,690
所得税	(4,293)	(5,725)	(7,271)	(9,461)	(12,337)
少数股东权益	(2,605)	(2,789)	(3,543)	(4,610)	(6,010)
净利润	9,581	12,220	15,526	20,203	26,343
核心净利润	9,581	12,220	15,526	20,203	26,343
每股收益(人民币)	1.212	1.542	1.964	2.556	3.333
核心每股收益(人民币)	1.212	1.542	1.964	2.556	3.333
每股股息(人民币)	0.500	0.620	0.788	1.025	1.336
收入增长(%)	29	19	33	31	31
息税前利润增长(%)	23	40	51	31	31
息税折旧前利润增长(%)	23	39	48	30	31
每股收益增长(%)	98	27	27	30	30
核心每股收益增长(%)	98	27	27	30	30

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	45,603	45,278	60,335	79,131	103,838
应收帐款	32,795	62,541	83,340	109,301	143,429
库存	114,187	164,233	218,850	287,026	376,644
其他流动资产	18,368	14,534	7,715	10,112	13,261
流动资产总计	210,952	286,585	370,240	485,570	637,172
固定资产	2,626	2,842	3,671	4,505	5,338
无形资产	681	652	629	607	586
其他长期资产	36,472	42,542	42,128	42,035	42,791
长期资产总计	39,780	46,036	46,428	47,147	48,715
总资产	250,732	332,621	416,668	532,717	685,887
应付帐款	44,835	69,696	92,836	121,676	159,569
短期债务	13,528	30,381	64,938	102,624	150,603
其他流动负债	62,425	67,233	81,123	114,494	160,724
流动负债总计	120,788	167,310	238,897	338,794	470,897
长期借款	46,419	69,094	69,094	69,094	69,094
其他长期负债	5,700	3,434	4,452	5,720	7,386
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
储备	48,526	60,464	69,784	81,907	97,708
股东权益	56,430	68,368	77,688	89,811	105,612
少数股东权益	21,395	24,415	26,537	29,298	32,898
总负债及权益	250,732	332,621	416,668	532,717	685,887
每股帐面价值(人民币)	7.14	8.65	9.83	11.36	13.36
每股有形资产(人民币)	7.05	8.57	9.75	11.28	13.28
每股净负债/(现金)(人民币)	1.81	6.86	9.32	11.71	14.66

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	16,480	20,704	26,340	34,273	44,690
折旧与摊销	799	943	860	861	862
净利息费用	915	1,219	5,504	6,841	8,368
运营资本变动	(23,109)	(19,446)	(35,887)	(44,838)	(58,956)
税金	(4,293)	(5,725)	(7,271)	(9,461)	(12,337)
其他经营现金流	(3,507)	(2,404)	(3,274)	(3,587)	(3,742)
经营活动产生的现金流	(12,715)	(4,709)	(13,728)	(15,911)	(21,115)
购买固定资产净值	(1,317)	(2,491)	0	0	0
投资减少/增加	2,229	(4,071)	1,469	1,927	2,529
其他投资现金流	4,570	(26,094)	1,090	1,595	2,936
投资活动产生的现金流	5,483	(32,657)	2,560	3,522	5,464
净增权益	5,918	5,145	0	0	0
净增债务	11,993	35,765	34,557	37,686	47,979
支付股息	(5,773)	(8,656)	(6,225)	(8,099)	(10,561)
其他融资现金流	(382)	1,529	1,090	1,595	2,936
融资活动产生的现金流	11,756	33,783	29,422	31,182	40,354
现金变动	4,524	(3,583)	18,254	18,793	24,703
期初现金	40,644	45,603	45,278	60,335	79,131
公司自由现金流	(7,232)	(37,366)	(11,169)	(12,389)	(15,651)
权益自由现金流	4,761	(1,601)	23,388	25,297	32,328

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.6	26.4	29.3	29.1	29.0
息税前利润率(%)	21.3	25.2	28.4	28.5	28.5
税前利润率(%)	25.9	27.4	26.2	26.0	25.8
净利率(%)	15.1	16.2	15.4	15.3	15.2
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	7.9	8.2	4.1	4.3	4.5
净权益负债率(%)	18.4	58.4	70.7	77.7	83.6
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	13.9	10.9	8.6	6.6	5.1
核心业务市盈率(倍)	13.9	10.9	8.6	6.6	5.1
市净率(倍)	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	(10.5)	(28.3)	(9.7)	(8.4)	(6.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	9.4	7.0	5.9	5.0
周转率					
存货周转天数	899.6	946.0	1,023.8	1,031.5	1,031.8
应收帐款周转天数	145.1	230.6	264.8	266.6	266.5
应付帐款周转天数	231.7	277.0	295.0	296.9	296.6
回报率					
股息支付率(%)	55.8	55.6	55.4	55.4	55.4
净资产收益率(%)	18.6	19.5	21.3	24.1	27.0
资产收益率(%)	4.3	4.7	5.5	5.7	5.9
已运用资本收益率(%)	11.6	12.2	14.0	14.9	16.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371