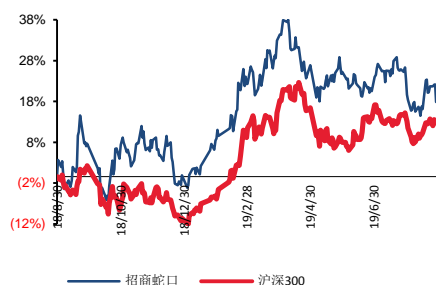


房地产 房地产 II

## 招商蛇口：销售增长稳健，融资优势明显

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,914/7,914
总市值/流通(百万元)	156,066/156,057
12个月最高/最低(元)	23.91/16.10

## ■ 相关研究报告:

## ■ 证券分析师: 徐超

电话: 18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519080001

## ■ 证券分析师: 张庚尧

电话: 18310590516

E-MAIL: zhanggy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118090013

**事件:**公司近日发布2019年中报,上半年实现营业收入166.87亿元,同比下降20.49%;实现归母净利润48.98亿元,同比下降31.17%。

**上半年结转节奏放缓,可结算资源大幅提升。**2019年H1,公司实现营业收入166.87亿元,同比下降20.49%,其中社区开发实现营收124.08亿元,同比下降29.8%;园区开发实现营收40.08亿元,同比增长31.3%;邮轮业务实现营收2.7亿元,同比下降2.5%。上半年公司实现净利润54亿元,同比-32.2%,归母净利润48.98亿元,同比-31.17%;毛利率37.9%,较去年同期-4.9pct;净利率32.4%,较去年同期-5.6pct;结转节奏放缓导致营收与利润均出现不同比例下降。公司销售、管理及财务费用均有不幅度的上涨,主要系销售快速扩张及兑汇损失增长所致。截至2019H1,公司预收款1111亿元,较报告期初上涨47.5%,预收款/营业收入1.26,较18年底提高0.41,业绩锁定性大幅提升。

**销售稳步增长,全年目标可期。**2019年上半年,公司实现签约销售金额1,011.92亿元,同比增长34.75%;签约销售面积515.23万平方米,同比增长43.77%;销售均价为19640.16元/平方米,较去年同期有轻微下降。集团2019年销售目标为2000亿元人民币,截至2019年上半年,已完成全年销售目标约50.6%,预计大概率完成全年计划。邮轮业务方面,公司布局的上海、天津、厦门、深圳游轮母港接待出入境游轮257艘次,占全国的71%;累计客流量达142万人次,占全国总客流的81%。

**土地储备充裕,重点布局一二线城市。**截至2019年6月30日,集团土地储备面积为413.29万平方米,较期初增加13.66万平方米;土地储备金额为166.8亿元。2019年1-6月集团新增项目29个,计容建筑面积383.31万平方米,同比减少48.7%,拿地金额约367.59亿元,同比减少39%,楼面价9590元/平米,同比增加18.8%。拿地面积/销售面积0.74,拿地金额/销售金额比为0.37,均低于去年同期,拿地强度有所减弱;楼面价/销售均价0.49,较去年同期提高近一倍。公司拿地以一二线城市为主,投资额占比近九成,上半年集团积极布局香港和肇庆住宅市场,目前已布局湾区9个城市。放眼7月数据,集团拿地积极性有所回升,当月新增建面153万平方米,预计下半年将加快进程。

**负债结构健康,融资成本优势明显。**截至2019年H1,有息负债共计1384亿元,其中一年以上到期负债占68%,一年内到期负债占比32%,长短期比2:1,负债结构健康。公司净负债率53%,较去年同期减少19.8pct,债务水平良好。短期借款及一年内到期的非流动负债共计446亿元,同比增速与上年持平。报告期内,公司直接融资成本优势明显,综合资金成本为4.91%,保持行业领先优势。

**物业重组有序推进,股份回购彰显信心。**为提升产业结构,开拓业务规模,公司积极推进物业模块重组。公司筹划受让中航善达22.35%股份,并以招商物业100%股权认购中航善达非公开发行股份,完成重组后,公司将直接及间接持有中航善达5.43亿股股份。央企资源强强联合,携手打造物业管理旗舰平台,未来将有利于增强公司综合实力及运营管理竞争力。2019年2月起公司以集中竞价交易的方式回购股份,截至2019年6月20日止,累计回购股份1.84亿股,总金额为约为人民币4亿元,彰显管理层对公司未来业绩良好的信心。

**投资建议:**公司销售业绩稳步增长,负债结构健康,融资优势明显,持续保持业内领先地位。公司积极改革管理制度,加速推进产业重组整合,拥有粤港澳大湾区大量的优质土地资源,预计未来将在建设大湾区及深圳先行示范区的政策中长期受益。我们预测2019-2021年公司EPS分别为2.4、2.9、3.5元人民币,对应PE分别为8.3X、6.8X、5.6X,目标价23.7元,维持“买入”评级。

**风险提示:**政策调控超预期,公司销售不及预期。

## ■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	88,277.85	112,554.26	138,250.40	166,536.44
(+/-%)	16.99	27.50	22.83	20.46
净利润(百万元)	15,240.05	18,904.60	22,928.90	27,713.26
(+/-%)	24.71	24.05	21.29	20.87
摊薄每股收益(元)	1.93	2.39	2.90	3.51
市盈率(PE)	10.24	8.25	6.80	5.62

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**事件：**公司近日发布 2019 年中报，上半年实现营业收入 166.87 亿元，同比下降 20.49%；实现归母净利润 48.98 亿元，同比下降 31.17%。销售金额 1011.92 亿元，同比增长 34.75%；签约销售面积 515.23 万平方米，同比增长 43.77%。

## 一、上半年结转节奏放缓，可结算资源大幅提升

2019 年 H1，公司实现营业收入 166.87 亿元，同比下降 20.49%，其中社区开发实现营收 124.08 亿元，同比下降 29.8%；园区开发实现营收 40.08 亿元，同比增长 31.3%；邮轮业务实现营收 2.7 亿元，同比下降 2.5%。上半年公司实现净利润 54 亿元，同比-32.2%，归母净利润 48.98 亿元，同比-31.17%；毛利率 37.9%，较去年同期-4.9pct；净利率 32.4%，较去年同期-5.6pct；结转节奏放缓导致营收与利润均出现不同比例下降。公司销售、管理及财务费用均有不幅度的上涨，主要系销售快速扩张及兑汇损失增长所致。截至 2019H1，公司预收款 1111 亿元，较报告期初上涨 47.5%，预收款/营业收入 1.26，较 18 年底提高 0.41，业绩锁定性大幅提升。

图表 1：公司营收及增速



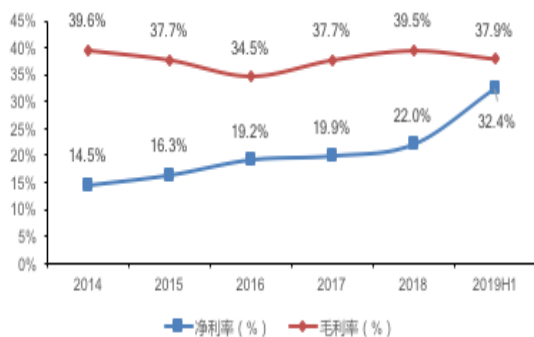
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：归属归母净利润及同比增速情况

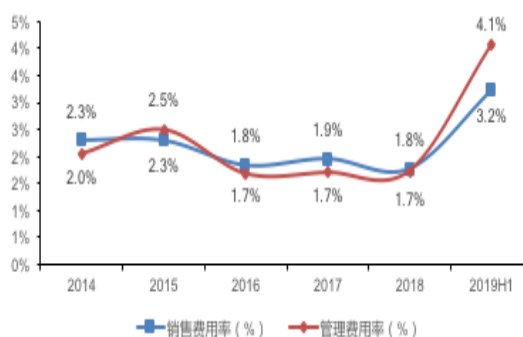


资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：最近 5 情年利润率和毛利率情况



图表 4：公司今年来销售和管理费用情况



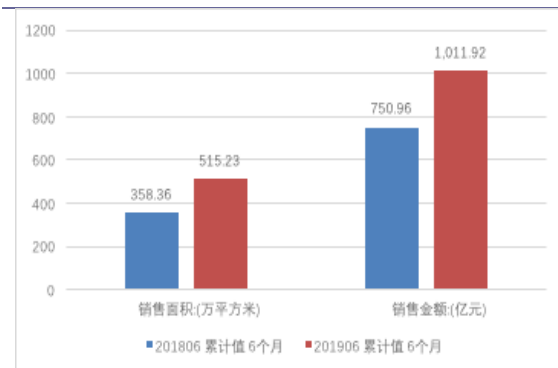
资料来源：WIND，太平洋证券整理

资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 二、销售稳步增长，全年目标可期

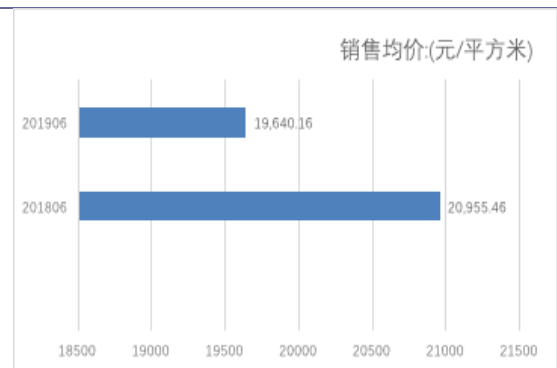
2019年上半年，公司实现签约销售金额1,011.92亿元，同比增长34.75%；签约销售面积515.23万平方米，同比增长43.77%；销售均价为19640.16元/平方米，较去年同期有轻微下降。集团2019年销售目标为2000亿元人民币，截至2019年上半年，已完成全年销售目标约50.6%，预计大概率完成全年计划。邮轮业务方面，公司布局的上海、天津、厦门、深圳游轮母港接待出入境游轮257艘次，占全国的71%；累计客流量达142万人次，占全国总客流的81%。

图表 5：上半年销售面积及金额同比情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：上半年销售均价同比情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 三、土地储备充裕，重点布局一二线城市

截至2019年6月30日，集团土地储备面积为413.29万平方米，较期初增加13.66万平方米；土地储备金额为166.8亿元。2019年1-6月集团新增项目29个，计容建筑面积383.31万平方米，同比减少48.7%，拿地金额约367.59亿元，同比减少39%，楼面价9590元/平米，同比增加18.8%。拿地面积/销售面积0.74，拿地金额/销售金额比为0.37，均低于去年同期，拿地强度有所减弱；楼面价/销售均价0.49，较去年同期提高近一倍。公司拿地以一二线城市为主，投资额占比近九成，上半年来集团积极布局香港和肇庆住宅市场，目前已布局湾区9个城市。放眼7月数据，集团拿地积极性有所回升，当月新增建面153万平方米，预计下半年将加快进程。

#### 四、 负债结构健康，融资成本优势明显

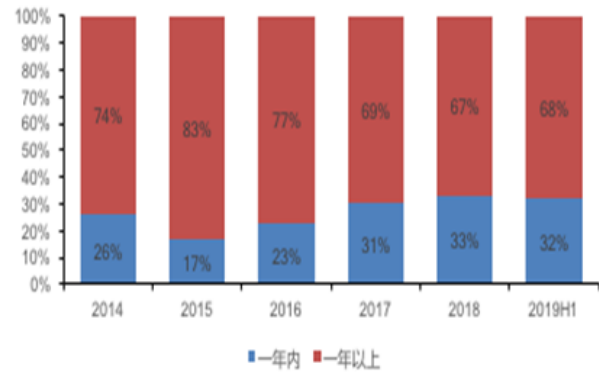
截至 2019 年 H1，有息负债共计 1383.9 亿元，其中一年以上到期负债占 68%，一年内到期负债占比 32%，长短债比 2: 1，负债结构健康。公司净负债率 53%，较去年同期减少 19.8pct，债务水平良好。短期借款及一年内到期的非流动负债共计 446 亿元，同比增速与上年持平。报告期内，公司于公开市场直接融资成本优势明显，综合资金成本为 4.91%，保持行业领先优势。

图表 7：公司有息负债及净负债率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：有息负债结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

#### 五、 物业重组有序推进，股份回购彰显信心

为提升产业结构，开拓业务规模，公司积极推进物业模块重组。公司筹划受让中航善达 22.35% 股份，并以招商物业 100% 股权认购中航善达非公开发行股份，完成重组后，公司将直接及间接持有中航善达 5.43 亿股股份。央企资源强强联合，携手打造物业管理旗舰平台，未来将有利于增强公司综合实力及运营管理竞争力。

2019 年 2 月起公司以集中竞价交易的方式回购股份，截至 2019 年 6 月 20 日止，累计回购股份 1.84 亿股，总金额为约为人民币 4 亿元，彰显出管理层对公司未来业绩良好的信心。

**投资建议：**公司销售业绩稳步增长，负债结构健康，融资优势明显，持续保持业内领先地位。公司积极改革管理制度，加速推进产业重组整合，拥有粤港澳大湾区大量的优质土地资源，预计未来将在建设大湾区及深圳先行示范区的政策中长期受益。我们预测 2019-2021 年公司 EPS 分别为 2.4、2.9、3.5 元人民币，对应 PE 分别为 8.3X、6.8X、5.6X，目标价 23.7 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策调控超预期，公司销售不及预期。



资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	45,278	67,375	73,160	89,863	108,249	营业收入	75,455	88,278	112,554	138,250	166,536
应收账款	62,517	65,780	71,786	89,506	95,534	营业成本	47,039	53,415	68,104	83,652	100,767
预付账款	5,792	2,679	8,122	5,144	10,836	营业税金及附加	6,673	8,324	10,613	13,036	15,704
存货	164,233	210,821	224,287	263,683	279,340	营业费用	1,468	1,554	1,981	2,433	2,931
其他	8,766	7,781	7,778	7,778	7,778	管理费用	1,282	1,527	1,948	2,392	2,882
流动资产合计	286,585	354,436	385,133	455,974	501,737	财务费用	836	2,448	1,453	1,376	1,128
长期股权投资	8,264	17,311	26,358	27,624	29,003	资产减值损失	331	986	0	0	0
固定资产	2,839	3,401	4,182	4,925	5,549	公允价值变动收益	(13.98)	(62.56)	1.28	2.65	2.76
在建工程	221	928	1,457	1,474	1,364	投资净收益	2,910	6,548	4,553	4,670	5,257
无形资产	465	541	519	497	474	其他	(5,822)	(13,074)	(9,109)	(9,346)	(10,520)
其他	34,247	46,604	47,558	47,961	48,571	营业利润	20,752	26,613	33,010	40,034	48,385
非流动资产合计	46,036	68,786	80,073	82,480	84,962	营业外收入	158	144	144	144	144
资产总计	332,621	423,221	465,206	538,454	586,699	营业外支出	176	156	156	156	156
短期借款	16,768	16,741	25,805	38,261	40,953	利润总额	20,734	26,601	32,997	40,022	48,372
应付账款	67,418	93,569	107,521	125,537	138,411	所得税	5,725	7,140	8,857	10,742	12,984
其他	83,124	120,305	147,622	153,749	185,029	净利润	15,009	19,461	24,140	29,279	35,388
流动负债合计	167,310	230,615	280,948	317,547	364,392	少数股东损益	2,789	4,221	5,236	6,350	7,675
长期借款	60,697	61,647	36,231	52,837	30,000	归属于母公司净利润	12,220	15,240	18,905	22,929	27,713
应付债券	8,398	16,499	16,499	16,499	16,499	每股收益(元)	1.54	1.93	2.39	2.90	3.51
其他	3,434	5,598	5,598	5,598	5,598						
非流动负债合计	72,529	83,744	58,328	74,934	52,097	主要财务比率					
负债合计	239,838	314,359	339,276	392,481	416,489	成长能力					
少数股东权益	24,415	32,954	38,190	44,540	52,215	营业收入	18.69%	16.99%	27.50%	22.83%	20.46%
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904	营业利润	27.01%	28.24%	24.03%	21.28%	20.86%
资本公积	19,714	12,050	12,550	12,500	12,450	归母公司净利润	27.54%	24.71%	24.05%	21.29%	20.87%
留存收益	36,064	48,089	59,420	73,164	89,775	获利能力					
其他	4,686	7,866	7,866	7,866	7,866	毛利率	37.66%	39.49%	39.49%	39.49%	39.49%
股东权益合计	92,783	108,863	125,930	145,973	170,209	净利率	16.20%	17.26%	16.80%	16.59%	16.64%
负债和股东权益总计	332,621	423,221	465,206	538,454	586,699	ROE	17.87%	20.08%	21.55%	22.60%	23.49%
						ROIC	26.48%	19.01%	22.62%	28.74%	26.36%
现金流量表(百万)						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	72.11%	74.28%	72.93%	72.89%	70.99%
净利润	15,009	19,461	18,905	22,929	27,713	净负债率	72.60%	87.34%	103.71%	113.78%	101.95%
折旧摊销	943	1,125	213	262	308	流动比率	1.71	1.54	1.37	1.44	1.38
财务费用	1,210	4,141	1,453	1,376	1,128	速动比率	0.73	0.62	0.57	0.61	0.61
投资损失	(2,910)	(6,548)	(4,553)	(4,670)	(5,257)	营运能力					
营运资金变动	(19,909)	18,378	17,138	(29,749)	16,816	应收账款周转率	1.59	1.38	1.64	1.71	1.80
其它	947	(26,079)	5,237	6,353	7,678	存货周转率	0.54	0.47	0.52	0.57	0.61
经营活动现金流	(4,709)	10,478	38,393	(3,500)	48,386	总资产周转率	0.26	0.23	0.25	0.28	0.30
资本支出	8,432	9,109	10,547	2,266	2,179	每股指标(元)					
长期投资	5,312	9,047	9,047	1,266	1,379	每股收益	1.54	1.93	2.39	2.90	3.51
其他	(46,401)	(15,200)	(26,786)	(1,780)	(1,133)	每股经营现金流	-0.59	1.32	4.85	-0.44	6.11
投资活动现金流	(32,657)	2,955	(7,192)	1,752	2,425	每股净资产	8.64	9.59	11.10	12.83	14.93
债权融资	99,475	116,376	100,024	129,087	108,941	估值比率					
股权融资	2,920	(6,395)	(953)	(1,426)	(1,178)	市盈率	12.77	10.24	8.25	6.80	5.62
其他	(68,612)	(109,130)	(124,487)	(109,210)	(140,189)	市净率	2.28	2.06	1.78	1.54	1.32
筹资活动现金流	33,783	851	(25,416)	18,451	(32,425)	EV/EBITDA	8.85	5.79	5.00	4.60	3.22
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	9.19	5.96	5.04	4.63	3.24
现金净增加额	(3,583)	14,284	5,785	16,702	18,386						

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

### 职务

华北销售总监

华北销售

华北销售

华北销售

华北销售

华东销售副总监

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华南销售总监

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。