



中信证券研究部

核心观点



陈聪  
首席基地产业分析师  
S1010510120047



张全国  
地产分析师  
S1010517050001

公司销售额同比增长，市场化拿地十分谨慎，蛇口模式优势更加明显。

■ **销售增长较为确定。**2019年2月，公司销售面积38.65万平方米，同比增加46.90%；销售金额83.03亿元，同比增加14.63%。1-2月公司销售面积95.55万平方米，同比增加10.63%；销售金额200.90亿元，同比增加5.74%。公司布局核心城市，销售确定性较强，预计全年销售同比稳健增长。

■ **公司一般性拿地态度谨慎，聚焦核心项目。**公司在2019年前2月只公告了新增武汉、中山两个小项目，对应收购价款少于10亿元。可见公司在前海、厦漳等项目存在实质性突破时，对公开市场拿地保持谨慎，集中精力拓展优质储备。

■ **土地市场回暖，蛇口模式再显相对优势。**2019年以来，核心城市土地市场出现明显回暖，百城土地成交溢价率已经从去年10月最低点的5.6%反弹到2月的12.2%。这些城市的公开市场拿地窗口非常短暂，龙头房企并无机会充分补充核心城市，尤其一线城市的土地资源。公司凭借前港——中区——后城的模式，较低的资金成本，丰富的开发实践，不断拓展深圳、武汉、厦漳等地的低价资源储备，未来盈利能力更为可靠。

■ **资金成本下降，公司预计明显受益。**公司在2018年三季度末有息负债达到1449亿元（含应付票据），2018年中期资金成本4.87%，仍有下降空间。我们认为，由于公司有息负债相比净利润而言规模较大，未来资金成本的下降明显有助于公司经营改善。

■ **风险因素：**公司部分项目盈利能力较低的风险；部分区域市场房价下降风险。

■ **投资建议：**公司目前股价为20.73元/股，较员工持股、战投成本22.22元/股（已除息）折价7.2%，较回购上限23.12元/股折价11.5%。公司公告累计回购总股本0.77%；回购价为20.18-21.97元/股，回购金额合计13.02亿元。我们维持公司2018/19/20年EPS预测2.07/2.69/3.39元/股，维持26.77元/股的目标价格，维持“买入”的投资评级。

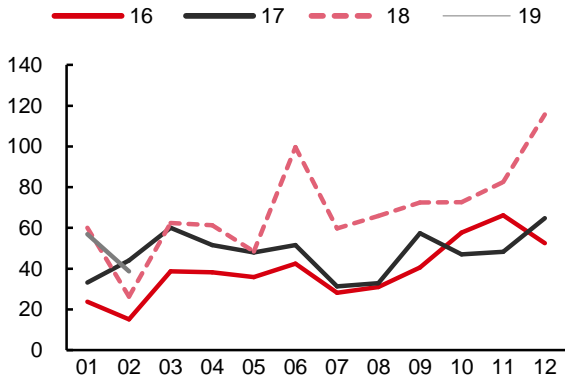
招商蛇口	001979
评级	买入（维持）
当前价	20.73元
目标价	26.77元
总股本	7,904百万股
流通股本	2,402百万股
52周最高/最低价	23.23/16.1元
近1月绝对涨幅	8.99%
近6月绝对涨幅	22.66%
近12月绝对涨幅	-6.75%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	63,572.83	75,454.68	99,178.00	133,439.38	173,891.19
营业收入增长率 YoY	29.2%	18.7%	31.4%	34.5%	30.3%
净利润(百万元)	9,581.42	12,190.40	16,343.27	21,270.08	26,767.37
净利润增长率 YoY	97.5%	27.2%	34.1%	30.1%	25.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.21	1.54	2.07	2.69	3.39
毛利率	34.5%	37.7%	36.8%	35.7%	34.5%
净资产收益率 ROE	17.0%	17.8%	20.5%	22.5%	23.7%
每股净资产(元)	7.14	8.65	10.10	11.96	14.26
PE	17.1	13.4	10.0	7.7	6.1
PB	2.9	2.4	2.1	1.7	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

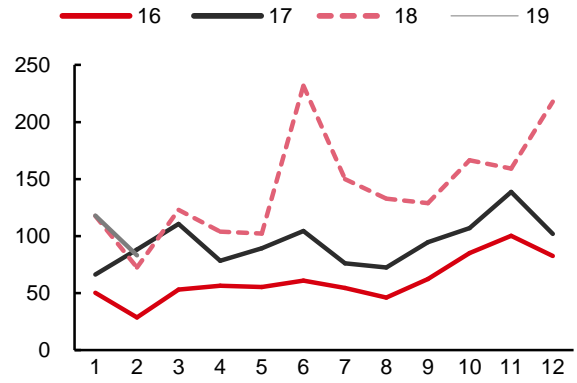
注：股价为2019年3月8日收盘价

图 1: 招商蛇口 2016 年来各月销售面积 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 招商蛇口 2016 年来各月销售金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>63,573</b>	<b>75,455</b>	<b>99,178</b>	<b>133,439</b>	<b>173,891</b>
营业成本	41,617	47,039	62,687	85,850	113,850
毛利率	34.54%	37.66%	36.79%	35.66%	34.53%
营业税金及附加	6,171	6,673	8,628	11,476	14,781
销售费用	1,160	1,468	1,929	2,596	3,382
营业费用率	1.82%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%
管理费用	1,066	1,282	1,685	2,267	2,954
管理费用率	1.68%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%
财务费用	1,418	836	1,024	1,098	1,116
财务费用率	2.23%	1.11%	1.03%	0.82%	0.64%
投资收益	4,203	2,910	4,970	8,674	13,906
<b>营业利润</b>	<b>16,338</b>	<b>20,722</b>	<b>28,169</b>	<b>38,793</b>	<b>51,681</b>
营业利润率	25.70%	27.46%	28.40%	29.07%	29.72%
营业外收入	219	158	274	217	216
营业外支出	78	176	105	120	134
<b>利润总额</b>	<b>16,480</b>	<b>20,704</b>	<b>28,338</b>	<b>38,891</b>	<b>51,764</b>
所得税	4,293	5,725	7,217	9,905	13,183
所得税率	26.05%	27.65%	25.47%	25.47%	25.47%
少数股东损益	2,605	2,789	4,777	7,716	11,813
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>9,581</b>	<b>12,190</b>	<b>16,343</b>	<b>21,270</b>	<b>26,767</b>
净利率	15.07%	16.16%	16.48%	15.94%	15.39%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	16,480	20,704	28,338	38,891	51,764
所得税支出	-4,293	-5,725	-7,217	-9,905	-13,183
折旧和摊销	799	943	807	1,210	1,614
营运资金的变化	-30,606	21,777	-8,733	-18,704	-16,310
其他经营现金流	4,906	-42,408	-3,920	-7,542	-12,757
<b>经营现金流合计</b>	<b>-12,715</b>	<b>-4,709</b>	<b>9,274</b>	<b>3,950</b>	<b>11,127</b>
资本支出	-1,317	-2,491	-2,966	-3,009	-2,907
投资收益	4,203	2,910	4,970	8,674	13,906
其他投资现金流	2,597	-33,076	-4,605	-5,450	-5,456
<b>投资现金流合计</b>	<b>5,483</b>	<b>-32,657</b>	<b>-2,601</b>	<b>215</b>	<b>5,543</b>
发行股票	5,918	5,145	0	0	0
负债变化	54,216	101,737	8,521	15,674	4,528
股利支出	-3,952	-4,901	-4,901	-6,570	-8,551
其他融资现金流	-44,426	-68,199	-1,024	-1,098	-1,116
<b>融资现金流合计</b>	<b>11,756</b>	<b>33,783</b>	<b>2,597</b>	<b>8,007</b>	<b>-5,139</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>4,524</b>	<b>-3,583</b>	<b>9,270</b>	<b>12,172</b>	<b>11,531</b>

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	45,603	45,278	54,548	66,720	78,251
存货	114,187	164,233	200,072	248,264	295,105
应收账款	227	220	214	385	461
其他流动资产	50,935	76,855	100,450	133,842	173,076
<b>流动资产</b>	<b>210,952</b>	<b>286,585</b>	<b>355,284</b>	<b>449,210</b>	<b>546,893</b>
固定资产	2,624	2,839	4,871	6,500	7,725
长期股权投资	2,952	8,264	10,321	13,062	16,431
无形资产	494	465	446	425	402
其他长期资产	33,709	34,467	37,162	40,063	42,240
<b>非流动资产</b>	<b>39,780</b>	<b>46,036</b>	<b>52,799</b>	<b>60,049</b>	<b>66,799</b>
<b>资产总计</b>	<b>250,732</b>	<b>332,621</b>	<b>408,083</b>	<b>509,259</b>	<b>613,692</b>
短期借款	4,444	16,768	13,681	17,746	10,665
应付账款	18,130	21,769	29,010	39,729	52,687
其他流动负债	98,214	128,773	172,253	224,618	281,536
<b>流动负债</b>	<b>120,788</b>	<b>167,310</b>	<b>214,943</b>	<b>282,094</b>	<b>344,889</b>
长期借款	38,285	60,697	70,697	80,697	90,697
其他长期负债	13,833	11,832	13,441	15,049	16,658
<b>非流动性负债</b>	<b>52,118</b>	<b>72,529</b>	<b>84,137</b>	<b>95,746</b>	<b>107,355</b>
<b>负债合计</b>	<b>172,906</b>	<b>239,838</b>	<b>299,081</b>	<b>377,840</b>	<b>452,243</b>
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
资本公积	19,754	19,714	19,714	19,714	19,714
归属于母公司所有者权益合计	56,430	68,368	79,811	94,511	112,728
少数股东权益	21,395	24,415	29,192	36,908	48,721
<b>股东权益合计</b>	<b>77,826</b>	<b>92,783</b>	<b>109,003</b>	<b>131,419</b>	<b>161,448</b>
<b>负债股东权益总计</b>	<b>250,732</b>	<b>332,621</b>	<b>408,083</b>	<b>509,259</b>	<b>613,692</b>

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	29.15%	18.69%	31.44%	34.55%	30.31%
营业利润	62.94%	26.83%	35.94%	37.72%	33.22%
净利润	97.54%	27.23%	34.07%	30.15%	25.85%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	34.54%	37.66%	36.79%	35.66%	34.53%
EBITDA Margin	51.83%	25.84%	10.90%	31.87%	27.47%
净利率	15.07%	16.16%	16.48%	15.94%	15.39%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	16.98%	17.83%	20.48%	22.51%	23.75%
总资产收益率	3.82%	3.66%	4.00%	4.18%	4.36%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。