



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

公司销售进取，拿地稳健。监管加码下信用价值凸显，维持公司“买入”评级。

■ **高基数下高增长，增速领跑龙头公司。**2019年1-6月，公司累计销售金额1011.92亿元，同比增加34.75%，实现全年销售目标的50.60%。远高于TOP20公司10.6%的平均增速，是行业中销售增速最高的龙头企业之一。6月单月，公司销售金额283.09亿元，同比增加22.13%，在高基数之下取得较快增长。

■ **拿地稳扎稳打，聚焦一二线城市。**前6月拿地总价367.59亿元，同比减少39.09%，计容面积383.30万平方米，同比减少48.74%（2018年拿地高基数，本年度与2017年拿地金额大体相同）。我们观察到公司的拿地的确趋于稳健，前6月拿地销售比为36%，相对上一年减少44.04个百分点。同时，公司拿地更加聚焦于重点一二线城市，土地结构优化，2019年前6月单位楼面价格9590元/平方米，同比上升18.83%。

■ **融资监管加码，信用价值凸显。**公司长期以来优良的业绩历史和严格的财务纪律，树立了强大公开市场融资能力。近期债券市场对于地产债监管担忧加剧，公司发行债券额却不降反升，债券频频出现超募，7月12日发行3年、5年期债券利率仅为3.58%、4.13%，资金成本较低。我们相信，在未来流动性宽松、融资监管加码的环境下，房企资金成本将出现更明显分化，公司占据有利位置。

■ **期待物业板块独立上市。**公司目前已经公告积极通过央企整合，强强携手，支持物业板块成为独立上市公司。我们认为，公司在物业管理方面具备品牌和股东背景优势，具备广阔发展空间。

■ **风险因素：**地产政策剧烈变动的风险；融资超预期收紧的风险。

■ **投资建议：**公司销售进取，拿地稳健。信用资质优越，在监管加码情况下信用价值凸显。我们维持公司2019/2020/2021年EPS预测2.56/3.11/3.75元/股，NAV38.66/股，给予公司NAV25%折价和2019年12倍的PE，取平均数，维持公司29.87元/股的目标价，维持“买入”的投资评级。

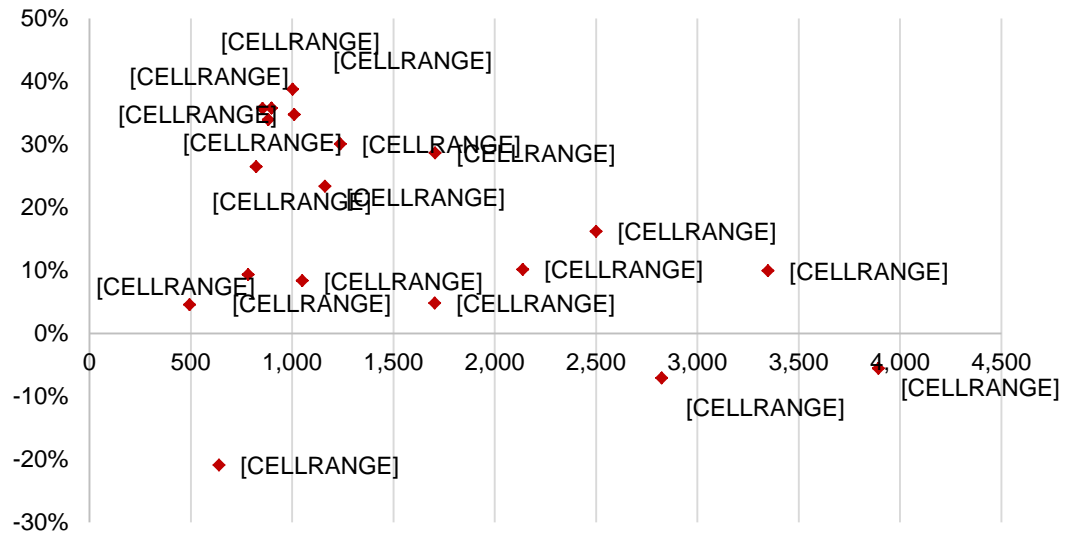
招商蛇口	001979
评级	买入（维持）
当前价	21.00元
目标价	29.87元
总股本	7,914百万股
流通股本	7,914百万股
52周最高/最低价	23.91/16.1元
近1月绝对涨幅	0.70%
近6月绝对涨幅	23.14%
近12月绝对涨幅	24.83%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,455	88,278	118,978	150,484	179,583
营业收入增长率 YoY	19%	17%	35%	26%	19%
净利润(百万元)	12,220	15,240	20,259	24,591	29,660
净利润增长率 YoY	28%	25%	33%	21%	21%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.55	1.89	2.56	3.11	3.75
毛利率	38%	39%	38%	37%	36%
净资产收益率 ROE	17.87%	20.08%	20.62%	19.65%	18.84%
每股净资产(元)	8.65	9.60	12.43	15.83	19.92
PE	13.5	11.1	8.7	7.2	5.9
PB	2.4	2.2	1.8	1.4	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

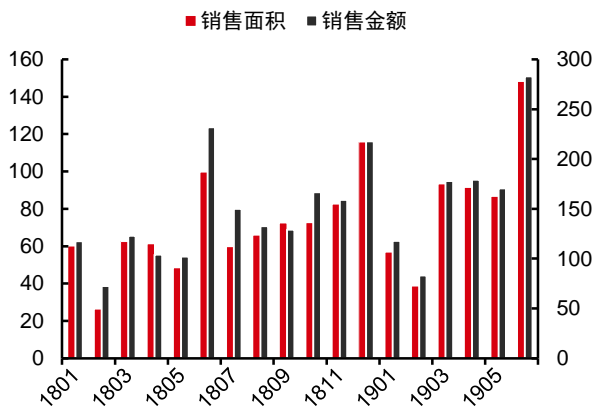
注：股价为2019年7月12日收盘价

图 1: 2019 年前 6 月龙头公司销售金额及同比增长单位: 亿元



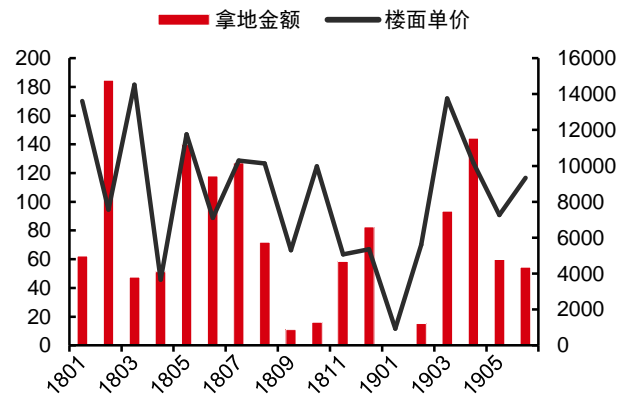
资料来源: 克尔瑞, 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 公司 2018 年以来销售情况单位: 万平方米, 亿元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 公司 2018 年以来拿地情况单位: 万平方米, 亿元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 1: 公司 2019 年公开债券市场融资情况

起息日	债券简称	计划发行规模(亿)	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)
2019-07-12	19 招商蛇口 SCP003	10.00	*	0.74	
2019-07-12	19 蛇口 04	2.50	*	3.00	3.58
2019-07-12	19 蛇口 03	2.50	*	5.00	4.13
2019-06-25	19 蛇口 02	2.50	12.00	3.00	3.75
2019-06-25	19 蛇口 01	2.50	23.00	5.00	4.21
2019-04-17	19 招商蛇口 SCP002	35.00	35.00	0.25	2.80
2019-01-17	19 招商蛇口 SCP001	15.00	15.00	0.33	2.98

资料来源: Wind, 中信证券研究部 *为截至报告发布时, 债券仍在招标中

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	75,455	88,278	118,978	150,484	179,583
营业成本	47,039	53,415	73,217	94,134	114,144
毛利率	37.66%	39.49%	38.46%	37.45%	36.44%
营业税金及附加	6,673	8,324	8,840	8,321	6,159
销售费用	1,468	1,554	2,142	2,709	3,232
营业费用率	1.95%	1.76%	1.80%	1.80%	1.80%
管理费用	1,282	1,527	2,023	2,558	3,053
管理费用率	1.70%	1.73%	1.70%	1.70%	1.70%
财务费用	836	2,448	1,640	1,618	1,526
财务费用率	1.11%	2.77%	1.38%	1.08%	0.85%
投资收益	2,910	6,548	4,553	4,670	5,257
营业利润	20,752	26,613	36,247	45,387	56,120
营业利润率	27.50%	30.15%	30.46%	30.16%	31.25%
营业外收入	158	144	174	158	159
营业外支出	176	156	137	156	150
利润总额	20,734	26,601	36,284	45,390	56,129
所得税	5,725	7,140	9,736	12,298	15,112
所得税率	27.61%	26.84%	26.83%	27.10%	26.92%
少数股东损益	2,789	4,221	6,289	8,501	11,357
归属于母公司股东的净利润	12,220	15,240	20,259	24,591	29,660
净利率	16.20%	17.26%	17.03%	16.34%	16.52%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	45,278	67,375	82,516	103,173	128,244
存货	164,233	210,821	290,031	372,664	451,513
应收票据及应收账款	221	1,204	801	1,169	1,684
其他流动资产	76,854	75,036	102,206	132,600	152,548
流动资产	286,585	354,436	475,554	609,605	733,989
固定资产	2,839	3,401	2,909	2,382	1,818
长期股权投资	8,264	17,311	25,673	34,035	42,397
无形资产	465	541	583	625	667
其他长期资产	34,467	47,532	59,893	71,262	82,372
非流动资产	46,036	68,786	89,059	108,304	127,254
资产总计	332,621	423,221	564,613	717,909	861,243
短期借款	16,768	16,741	10,900	17,520	3,360
应付票据及应付账款	22,954	26,047	34,781	45,519	55,026
其他流动负债	127,587	187,827	285,934	377,930	477,068
流动负债	167,310	230,615	331,614	440,969	535,454
长期借款	60,697	61,647	62,647	63,647	64,647
其他长期负债	11,832	22,097	32,863	40,390	44,615
非流动性负债	72,529	83,744	95,510	104,037	109,262
负债合计	239,838	314,359	427,124	545,006	644,716
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
资本公积	19,714	12,050	20,293	30,720	43,163
归属于母公司所有者权益合计	68,368	75,909	98,246	125,160	157,427
少数股东权益	24,415	32,954	39,243	47,743	59,100
股东权益合计	92,783	108,863	137,489	172,903	216,527
负债股东权益总计	332,621	423,221	564,613	717,909	861,243

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	20,734	26,601	36,284	45,390	56,129
所得税支出	-5,725	-7,140	-9,736	-12,298	-15,112
折旧和摊销	943	1,125	682	719	755
营运资金的变化	-19,446	-8,154	1,488	-11,036	8,776
其他经营现金流	-1,215	-1,953	-3,784	-2,976	-3,637
经营现金流合计	-4,709	10,478	24,934	19,798	46,911
资本支出	-2,491	-2,770	-945	-945	-945
投资收益	2,910	6,548	4,553	4,670	5,257
其他投资现金流	-33,076	-822	-19,780	-18,709	-18,270
投资现金流合计	-32,657	2,955	-16,172	-14,983	-13,958
发行股票	5,145	6,117	8,244	10,427	12,443
负债变化	101,737	145,584	5,939	15,138	-8,963
股息支出	-4,901	-6,165	-6,165	-8,103	-9,836
其他融资现金流	-68,199	144,684	-1,640	-1,618	-1,526
融资现金流合计	33,783	851	6,378	15,843	-7,882
现金及现金等价物净增加额	-3,583	14,284	15,140	20,657	25,071

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	18.69%	16.99%	34.78%	26.48%	19.34%
营业利润增长率	27.01%	28.24%	36.20%	25.22%	23.65%
净利润增长率	27.54%	24.71%	32.93%	21.38%	20.61%
毛利率	37.66%	39.49%	38.46%	37.45%	36.44%
EBITDA Margin	30.34%	33.47%	27.16%	26.07%	26.20%
净利率	16.20%	17.26%	17.03%	16.34%	16.52%
净资产收益率	17.87%	20.08%	20.62%	19.65%	18.84%
总资产收益率	3.67%	3.60%	3.59%	3.43%	3.44%
资产负债率	72.11%	74.28%	75.65%	75.92%	74.86%
所得税率	27.61%	26.84%	26.83%	27.10%	26.92%
股利支付率	40.10%	40.45%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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。	股票评级	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INZ00001735，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。