中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司动态　　房地产开发Ⅱ

禀赋释放 管理变革

公司 2018 年实现营业收入 882.8 亿元，同比增长 16.25%；实现归母净利润 152.4 亿元，同比增长 20.42%；EPS1.93 元。

结转平稳，利润率稳中有升。公司归母净利润增速高于营业收入的主要原因在于：1、社区开发和园区开发运营毛利率分别较上年提升 1.7pct 和 2.3pct；2、转让京沪三项资产产生了约 35 亿的投资收益，最终使得归母净利润率提升约 1pct 至 17.26%。

充沛货值叠加积极去化，全年冲刺两千亿大关。2018 年实现签约销售金额 1705.8 亿元，同比增长 51.3%，得益于公司充沛的货值以及积极的去化策略。公司 2019 年开局良好，且项目主要集中布局在一二线，我们认为，根据公司往年逐步发力的推货节奏叠加在核心城市充沛的可售货值，今年销售有望突破两千亿大关。

扩储依旧积极，禀赋优势充分释放的一年。2018 年新增权益建面 738 万平，拿地金额占销售金额比约 54%，整体而言依旧积极。能级来看，公司仍专注一二线，拿地金额占比约 72%。我们认为，公司资源获取与开发运营经验相辅相成，招拍挂、兼并收购、产城联动和港城联动多管齐下正形成自身独特的竞争优势。

负债水平改善，融资成本维持低位。2018 年末净负债率 45.01%，较年初下降 13.7pct，短债压力则较年初下降 0.1 至 0.67。去年整体融资环境较紧，公司在满足自身成长需求下，负债水平和融资成本依旧控制在较低水平，综合融资成本 4.85%，大平台国企在融资端的优势再度彰显。

组织管理架构大变革，分红彰显诚意。报告期内公司以“重构总部、做实战区、做专兵种”为核心目标实施组织架构变革，再次反映公司在管理市场化上的积极态度。分红层面，拟每 10 股派息 7.8 元，已连续三年高于 40%以上，彰显公司诚意。

投资评级与盈利预测：我们预计公司 19-20 年 EPS 分别为 2.49、3.2 元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	88,278	132,408	181,069	230,666
净利润(百万)	15,240.1	19,645.1	25,320.9	33,231.7
净利润增长率	24.7%	28.9%	28.9%	31.2%
EPS	1.93	2.49	3.20	4.20
P/E	11.5	9.0	6.9	5.3

请参阅最后一页的重要声明

招商蛇口(001979)

维持　　买入

刘璐
liulu@csc.com.cn
18621286899
执业证书编号：S1440513090012
研究助理 尹欢科
yinhuanke@csc.com.cn

发布日期： 2019 年 03 月 19 日

当前股价： 22.25 元
目标价格 6 个月： 26.25 元

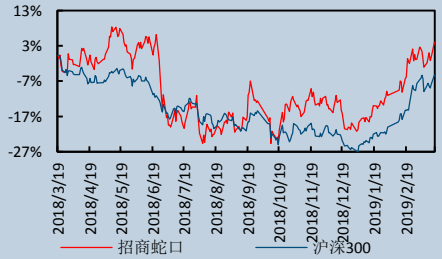
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
10.97/-0.81	23.0/-0.12	1.78/6.83

12 月最高/最低价（元）	23.56/15.92
总股本（万股）	790,436.73
流通 A 股（万股）	240,233.44
总市值（亿元）	1,758.72
流通市值（亿元）	534.52
近 3 月日均成交量（万）	2,796.98
主要股东	
招商局集团有限公司	58.29%

股价表现



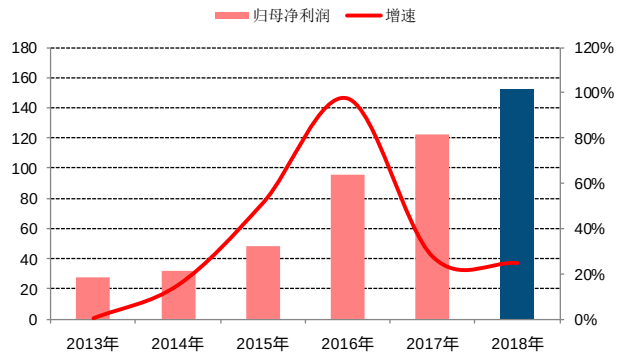
相关研究报告

19.03.11	【中信建投房地产开发Ⅱ】招商蛇口(001979):销售量价齐升，投资延续谨慎
19.02.13	【中信建投房地产开发Ⅱ】招商蛇口(001979):销售强于大市，拿地趋于谨慎
19.01.28	【中信建投房地产】招商蛇口(001979):业绩稳健增长资源兑现在即

第一，结转平稳，利润率稳中有升

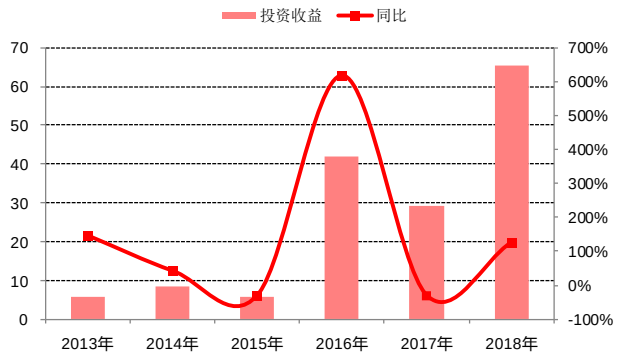
公司 2018 年全年实现营业收入 882.8 亿元，同比增长 16.25%；实现归母净利润 152.4 亿元，同比增长 20.42%。尽管 18 年融资规模扩大使得费用化利息支出同比增长 44.3%，因结算提升土增税占营收比重相应提升了 0.6pct，且公司计提了占营收约 1.12%的存货跌价准备，但公司归母净利润增速依旧取得高于营业收入增速的成绩，主要原因在于：1、结算毛利率稳中有升，社区开发和园区开发运营毛利率分别较上年提升 1.67pct 和 2.33pct；2、处置京沪三项资产后投资收益增长明显，一季度向地产基金股权转让上海招商局大厦、上海招商局广场及北京招商局大厦三项资产，产生了约 35 亿的投资收益，最终使得归母净利润率提升约 1pct 至 17.26%。

图表1： 归母净利润及同比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2： 投资收益及增速

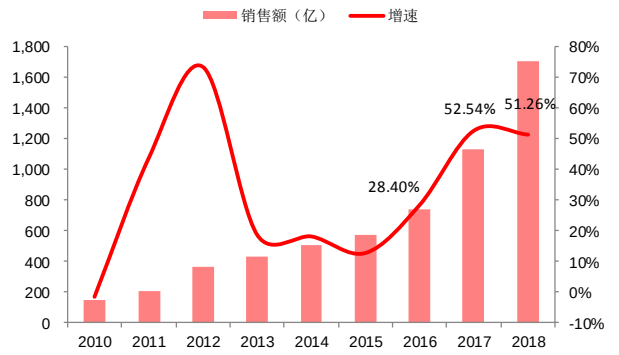


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，充沛货值叠加积极去化，全年冲刺两千亿大关

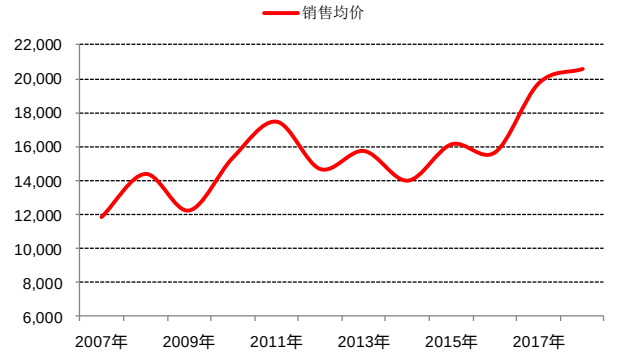
2018 年公司实现签约销售金额 1705.8 亿元，同比增长 51.3%，完成全年 1500 亿目标的 114%；实现签约销售面积 827.4 万平，同比增长 45.2%，继续维持高增长；签约销售均价 20618 元/平，较上年继续提升 833 元/平。公司全年销售额实现快速增长，主要在于充沛的货值以及积极的去化策略，二三季度推货量分别占全年新推货量较一季度翻倍，推货力度大幅增强，一定程度上对冲了 8 月之后市场景气度的下滑。展望 2019 年，公司 1-2 月开局良好，销售增速优于 top20 房企平均水平，我们认为，公司项目主要集中布局在一二线城市，根据公司往年逐步发力的推货节奏叠加在核心城市充沛的可售货值，今年销售规模有望突破两千亿大关。

图表3： 销售额及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4： 销售均价



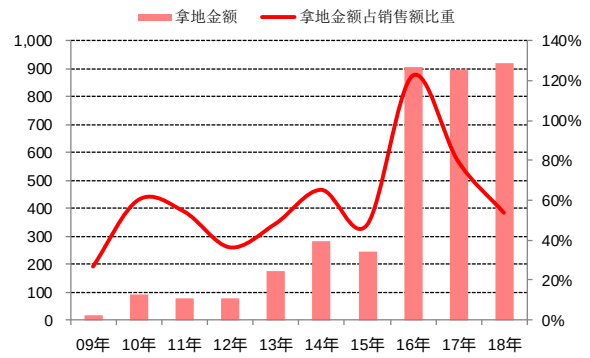
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第三，扩储依旧积极，禀赋优势充分释放的一年

2018 年公司快速扩张步履不停。全年新进福州、南昌、湛江、徐州、温州、宜昌等城市，新增 80 个项目，总建面 1357 万平，其中权益建面 738 万平。拿地力度来看，拿地总金额约 919 亿元，占销售金额比重约 54%，虽较上年下降 26pct 但整体而言依旧积极。城市结构来看，公司仍专注发力一二线城市，拿地金额占比约 72%。此外，公司还积极推进兼并收购，获取东风房地产 80%的股权和浙江润和房产 100%股权及相关债权，公司在华中及华东市场的资源储备进一步提升。

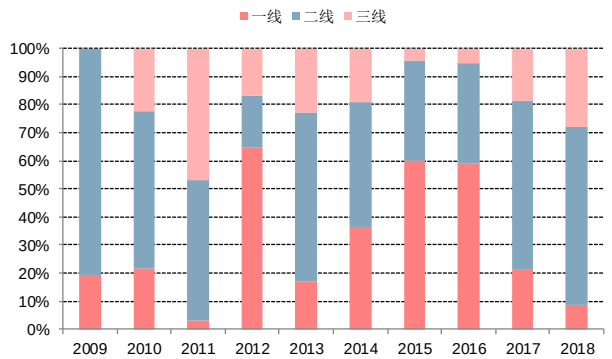
过去的 2018 年是公司禀赋优势充分释放的一年。5 月，公司 85.5 亿元收购招商漳州 78%股权，此举将扩充土储总建面约 760 万方，且未来还具延展性。**12 月，前海土地整备迎来新进展，公司和前海管理局将合资开发前海片区，测算公司除所得税外，尚须补足约 146 亿元现金对价，预计今年 6 月前可完成确权**。此外，其中 26 万方前海写字楼项目将于今年入市，预计均价 7 万元/平以上，禀赋释放为全年业绩提供坚实保障。此次交易完成后，前海片区的开发建设将具备快速启动的条件，对公司而言无论是开发运营经验的发挥还是资源禀赋价值的提升均具备重要战略意义。此外，公司积极将政企合作经验运用到地方产业新城的开发建设中，常熟琴湖片区、揭阳滨海新区粤东新城等十余个产业新城项目正逐步推进。我们认为，公司资源获取与开发运营经验相辅相成，招拍挂、兼并收购、产城联动和港城联动多管齐下形成自身独特的竞争优势，这些均为公司 5 年内冲刺世界 500 强提供重要驱动力。

图表5： 拿地金额及占销售额比重



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6： 一二三线城市拿地结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

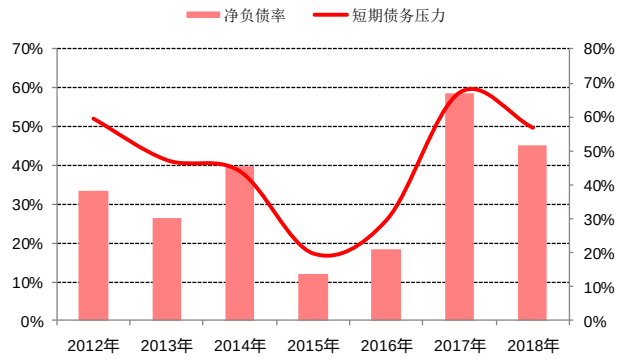
第四，负债水平改善，融资成本维持低位

2018 年末公司负债水平有所改善，净负债率 45.01%，较年初下降 13.7pct，短债压力则较年初下降 0.1 至 0.67。去年整体融资环境较紧，公司在满足自身成长需求下，负债水平和融资成本依旧控制在较低水平。公司债方面，2018 年公司成功发行两期公司债，总规模约 70 亿，利率均在 5%左右，较去年 11 月发行的公司债利率出现小幅下行；超短融方面，三季度成功发行两期短融，期限分别为 270 天和 180 天，总额合计 40 亿元，票面利率分别为 3.74%、3.55%；10 月还成功发行 20 亿中票，期限分别为 3+N 年和 5+N 年，利率分别为 4.8%和 5.27%，较 7 月发行公司债的利率整体继续下行。公司 2018 年全年综合融资成本为 4.85%，三季度以来的新增融资成本较上半年略有下降，大平台国企在融资端的优势再度彰显。

在融资方式上，公司有诸多创新，包括成立房地产基金和资产证券化等渠道。我们认为，房地产基金的成立有助于公司商办物业的去化，而租赁业务的融资则是在政策支持下具备绿色通道的端口，公司在长租公寓的

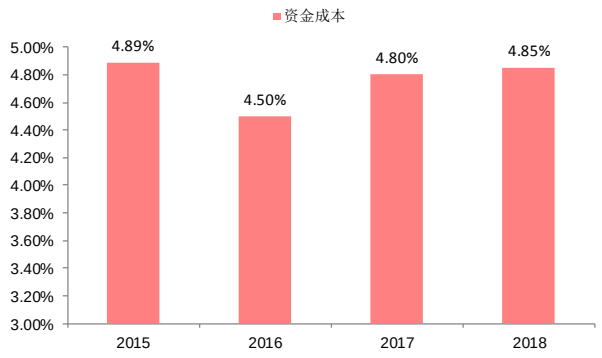
布局以及对多元融资的积极探索使得公司在融资层面的优势进一步扩大。

图表7： 净负债率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表8： 综合融资成本



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9： 公司债券发行情况

发行日期	发债方式	期限	规模（亿元）	利率
2017 年 11 月	公司债	3 年期	10.4	5.20%
		5 年期	13.6	5.40%
2018 年 4 月	公司债	3 年期	10	4.83%
		5 年期	20	5.00%
2018 年 7 月	公司债	3 年期	21.6	4.97%
		5 年期	18.4	5.25%
	超短融	180 天	10	3.55%
		270 天	30	3.74%
2018 年 10 月	中票	3+N 期	13	4.80%
		5+N 期	7	5.27%
2019 年 1 月	超短融	120 天	15	2.98%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第五，组织管理架构大变革，分红彰显诚意

报告期内，公司以“重构总部、做实战区、做专兵种”为核心目标实施组织架构变革，重新明确公司总部、区域、事业部与专业公司的组织定位，并通过调整管控模式、优化管理边界、完善职能架构、开展试点运行等迎接未来更大的机遇与挑战。我们认为，公司此次精简架构，实施扁平化管理，完善区域划分并聚焦主业发展，有助于公司提高决策效率，做大做强主业，从而实现更高质量的加速成长，**也再次反映公司在管理市场化上的积极态度。**从分红层面来看，公司今年拟现金分红 61.05 亿元，拟每 10 股派发现金分红 7.8 元，分红比例 41.3%，已连续三年高于 40%以上，彰显公司诚意。

图表10： 组织管理架构变革

核心目标	定位及具体措施
重构总部	**定位：**综合开发与运营服务战略的引领者
	总部实行“大部制”，由 16 个部门整合至 9 个部门
	实现职能集约化，下放事权，瘦身总部，实现扁平化

核心目标	定位及具体措施
做实战区	**定位：**综合开发与运营服务的实践者
	区域重构，5 大区域变更为 9 大区域
	组织放权，做实区域让听得见炮声的人决策
做专兵种	**定位：**满足综合开发的运营能力的打造者
	聚焦专业发展，新成立招商公寓、招商健康等专业公司

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第六，投资评级与盈利预测

在行业同质化越来越严重的当下，公司禀赋优势尤为突出。目前《粤港澳大湾区发展规划纲要》已顺利获得批准实施，公司作为在粤港澳区域最具资源优势的企业，有望优先受益于粤港澳大湾区战略的推进，在未来发展过程中将继续分享制度与资源的红利。公司成长诉求强烈，持续的激励机制都彰显了公司上下全方面的信心。我们认为公司从禀赋优势到发展模式，都具备长期看点，在管理市场化的程度上亦是首屈一指，我们预计公司 19-20 年 EPS 分别为 2.49、3.2 元，维持“买入”评级。

财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**指标名称**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
营业收入	**88,278**	**132,408**	**181,069**	**230,666**	货币资金	67,375	81,838	117,070	139,990
减：					预付账款	2,679	5,720	6,292	6,921
营业成本	53,415	78,951	108,226	139,390	存货	210,821	238,172	246,431	234,157
毛利率	39.5%	40.4%	40.2%	39.6%	其他流动资产	72,358	51,428	53,094	53,339
营业税金及附加	8,324	14,545	23,453	26,970	**流动资产**	**354,436**	**378,761**	**424,950**	**436,990**
营业费用	1,554	2,234	2,570	2,924	投资性房地产	39,804	43,804	48,404	53,604
营业费用率	1.8%	1.7%	1.4%	1.3%	递延所得税资产	5,481	5,484	5,405	5,387
管理费用	1,527	2,234	4,870	5,524	**非流动资产**	**68,786**	**91,054**	**131,873**	**208,338**
管理费用率	1.7%	1.7%	2.7%	2.4%	**资产总计**	**423,221**	**469,814**	**556,823**	**645,328**
财务费用	2,448	2,280	2,264	1,820	短期借款	16,741	0	0	0
财务费用率	2.8%	1.7%	1.3%	0.8%	应付账款	26,013	30,607	35,728	41,288
资产减值损失	986	0	0	0	预收款项	60,463	140,463	203,663	250,159
营业利润	**26,572**	**33,107**	**43,406**	**56,187**	应交税费	6,848	4,845	13,219	21,675
营业利润率	30.1%	25.0%	24.0%	24.4%	其他流动负债	120,551	122,500	114,772	109,781
营业外收入	144	391	19	32	**流动负债**	**230,615**	**298,414**	**367,382**	**422,901**
营业外支出	156	52	7	29	长期负债	61,647	39,821	25,722	16,615
利润总额	**26,601**	**33,447**	**43,417**	**56,189**	递延所得税负债	458	883	1,372	1,924
所得税费用	7,140	8,891	11,766	14,650	**非流动性负债**	**83,744**	**45,844**	**32,234**	**23,680**
所得税率	26.8%	26.6%	27.1%	26.1%	**负债合计**	**314,359**	**344,259**	**399,616**	**446,581**
净利润	**19,461**	**24,556**	**31,651**	**41,540**	股本	7,402	7,904	7,904	7,904
少数股东损益	4,221	4,911	6,330	8,308	少数股东权益	32,954	37,865	44,195	52,503
归属母公司净利润	**15,240**	**19,645**	**25,321**	**33,232**	**股东权益合计**	**108,863**	**125,556**	**157,207**	**198,746**
					负债及权益总计	**423,221**	**469,814**	**556,823**	**645,328**
现金流量表					**主要财务指标**	2018	2019E	2020E	2021E
指标名称	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**增长率（%）**				
销售商品、提供劳务收入	101,301	212,008	243,809	276,642	营业收入	17.0%	50.0%	36.8%	27.4%
减：购买商品、接受劳务支出	69,559	105,287	114,009	125,617	营业利润	28.2%	24.4%	31.1%	29.4%
职工支出	4,674	8,077	9,288	10,500	净利润	24.7%	28.9%	28.9%	31.2%
税费支出	16,478	21,172	23,498	30,005	**利润率（%）**				
经营现金流	**10,478**	**77,471**	**97,013**	**110,521**	毛利率	39.5%	40.4%	40.2%	39.6%
取得借款	71,498	0	0	0	EBIT Margin	25.5%	26.2%	23.3%	24.3%
发行债券	8,900	0	0	0	EBITDA Margin	25.4%	26.0%	23.2%	24.2%
偿还债务	65,186	38,230	21,826	14,099	**回报率（%）**				
融资现金流	**851**	**-43,768**	**-25,273**	**-16,094**	ROE	25.6%	28.0%	28.0%	28.4%
现金及现金等价物净增加额	**14,484**	**14,462**	**35,232**	**22,920**	ROA	4.6%	5.2%	5.7%	6.4%

分析师介绍

刘璐：毕业于复旦大学，从事房地产研究 8 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理 尹欢科 18616396058 yinhuanke@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15％以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15％；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5％之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15％；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15％以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859