

蛇口锁前海 招商万里来

——招商蛇口（001979）2015 年年报点评

2016 年 03 月 29 日

强烈推荐/维持

招商蛇口

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司 3 月 29 日公布 2015 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 492.22 亿元, 比上年增加 8.21%; 实现归属于母公司所有者的净利润 48.50 亿元, 比上年同期增长 51.33%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总资产 2108.99 亿元, 比上年上升 25.34%; 公司净资产 466.28 亿元, 同比增长 180.69%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入 (百万元)	8796.51	7706.00	19631.90	6004.77	11969.18	5932.09	23710.00
增长率 (%)	-11.94%	5.02%	115.82%	-17.18%	36.07%	-23.02%	16.68%
毛利率 (%)	33.90%	28.22%	42.61%	40.23%	29.84%	32.73%	40.39%
期间费用率 (%)	4.40%	6.45%	4.67%	8.57%	4.58%	17.88%	5.96%
营业利润率 (%)	19.74%	12.73%	20.29%	19.17%	19.37%	6.31%	23.61%
净利润 (百万元)	1288.16	666.57	2449.21	740.02	1648.12	119.42	4718.16
增长率 (%)	-35%	-53%	191%	-33.08%	27.94%	-82.08%	62.84%
每股盈利 (季度, 元)	0.400	0.177	0.785	0.254	0.579	0.029	0.372
资产负债率 (%)	71.94%	72.16%	71.16%	72.14%	71.92%	73.45%	70.52%
净资产收益率 (%)	3.26%	1.65%	5.60%	1.64%	3.48%	0.25%	7.59%
总资产收益率 (%)	0.91%	0.46%	1.61%	0.46%	0.98%	0.07%	2.24%

注: 2015 前三季度为招商地产相应财务数据, 自 4 季度开始为招商蛇口数据。

观点:

- **营业收入稳步上升, 净利润大幅增长。**2015 年, 公司实现营业收入 492.22 亿元, 较 2014 年的 454.86 亿元上升 8.21%; 实现归属于股东的净利润人民币 48.50 亿元, 较 2014 年的人民币 32.05 亿元增长 51.33%; 公司毛利率 37.68%, 较 2014 年下降 1.88 个百分点, 与行业毛利率下滑趋势相符。总体来看, 公司 2015 年销售业绩基本符合预期, 其中净利润大幅增长归因于营业外收入增幅较大。公司稀释每股收益为人民币 0.88 元, 较 2014 年 0.58 元上升 0.30 元。

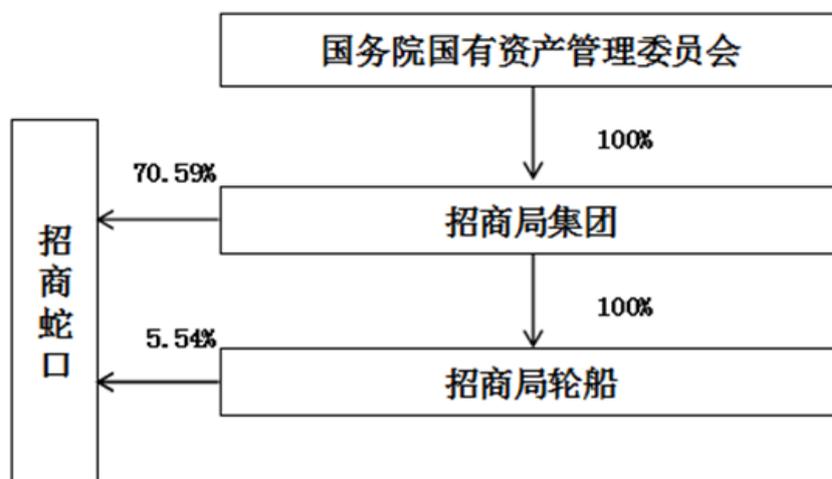
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

项目	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	48.50	32.05	51.33%	营业外收入增幅较大
营业收入	492.22	454.86	8.21%	三大业务收入的稳步上涨
资产负债率 (%)	70.52%	73.02%	-3.42%	资本结构基本稳定
费用比率 (%)	23.27%	21.67%	7.38%	财务费用的上升
加权 ROE (%)	27.96%	20.73%	34.88%	净利润的增幅带来的提升
总资产	2108.99	1682.64	25.34%	资产规模快速扩张
货币资金	406.44	261.33	55.53%	非公开发行获得募集资金 118 亿元
预收账款	509.91	356.35	43.09%	报告期内地产销售增加
一年内到期非流动负债	55.02	63.25	-13.01%	负债结构优化
经营活动净现金流	20.84	-49.41	142.18%	本年收到的预收款增加
稀释 EPS	0.88	0.58	51.72%	净利润的上升

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

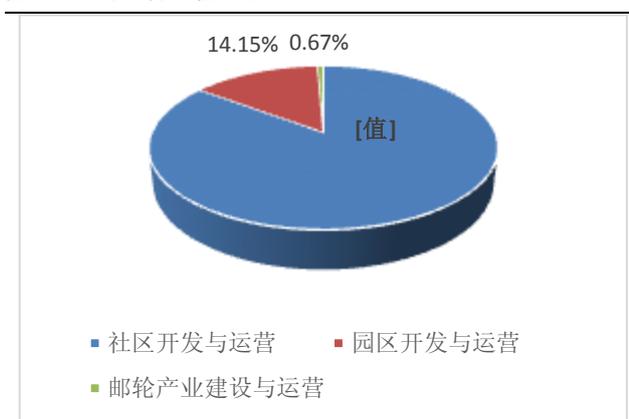
- **深度整合协同效应凸显。**2015年,招商蛇口成功吸收合并招商地产并进行了资源深度整合。招商蛇口和原招商地产均为“招商系”资产,目前招商蛇口的控股股东就是招商局集团。通过集团和公司内部一系列的资源整合和产融结合,提升了资源的使用效率,降低了管理的相对成本,有利于发挥集团内部产业和资本整体的协同效应,为公司带来了协同溢价。同时,招商局集团的国资委背景和呼之欲出的“国企改革”热也为公司进一步发展提供了广阔的平台和不容忽视的内在动力。

图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

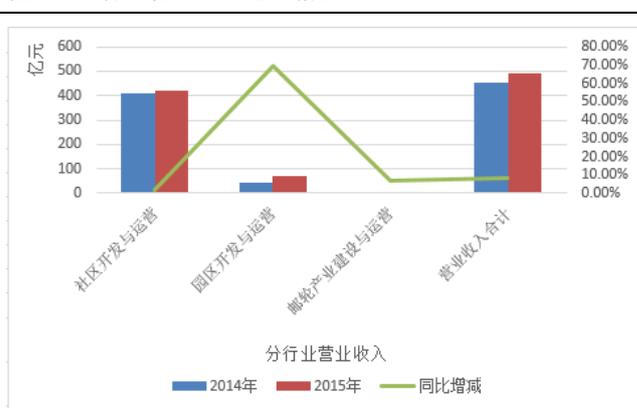
- 主营业务齐头并进，亮点各现。**公司以社区开发与运营、园区开发与运营和邮轮产业建设与运营作为三大主营业务，社区开发与运营以房地产开发销售业务为主，是公司目前最主要的收入来源。在报告期内各行业主营业务收入均获得增长，尤以园区开发与运营营业收入增长69.62%最为亮眼。园区开发运营方面，公司是深圳前海及蛇口的最大主导建设主体，随着前海国际金融中心和蛇口再造升级滨海深港创业创新产业带的定位趋于明确，公司在这一块的业务增长可以期待。同时公司根据广深地区的特色园区建设经验，立足蛇口这个产业园区升级转型、城市可持续发展的样板，公司对“蛇口模式”进行不断复制，已经准备将业务模式推广到更多城市，并且签订了相关的框架协议。邮轮运营板块虽是新业务，但招商局集团早在四五年前就已经开始布局邮轮码头的相关资源。从业务占比来看，业务占比虽然较小，但同时结合行业背景来看中国邮轮行业正处于战略机遇期，邮轮运营板块的增长潜力十分的看好。

图 2：公司分行业营业收入构成



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：分行业营业收入增长情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

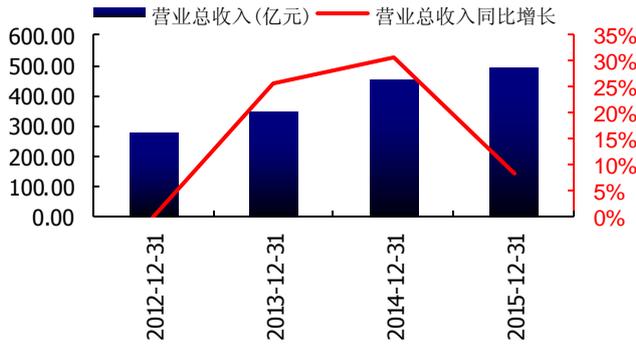
- 土地储备丰富，长期布局值得看好。**目前公司经过长期布局，已经扩展到33个城市，积聚了充裕的土地储备，截止2015年12月31日，公司拥有建筑面积约2500万平方米土地储备，2015年新增487万平方米，其中80%以上处于一线城市、热点的二线城市及东部沿海的发达城市。从楼市分化发展和公司土地的区域分布来看，2016年公司的销售预期十分看好。
- 多元化业务“全面开花”。**公司在地产行业创新领域全面布局，领域包括医疗健康、养老、社区服务和国际教育等。从其策略来看，重视“轻重结合”；从其范围来看，沿着产业链向上下游延伸；从布局领域来看，符合目前国内大消费未来发展的战略方向，市场潜力巨大。总体来看，公司创新领域的布局基本实现了地产行业多元化的全方位覆盖，走在了行业创新的前沿，有助于保证公司未来盈利能力的长远持续。

表 2：公司核心财务指标、变动情况及原因分析

创新领域	内容
养老	养老护理院、老年公寓
医疗	国际医院、综合诊所、社区健康中心
社区服务	招商自贸商城、社区 O2O
教育	国际学校

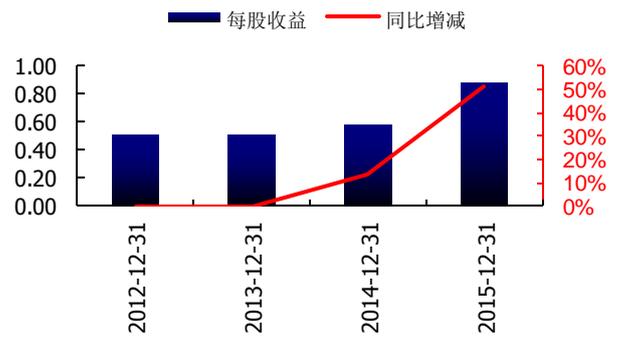
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4: 营业收入情况



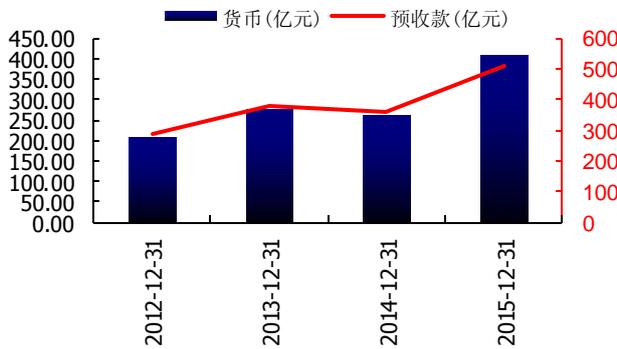
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 每股收益情况



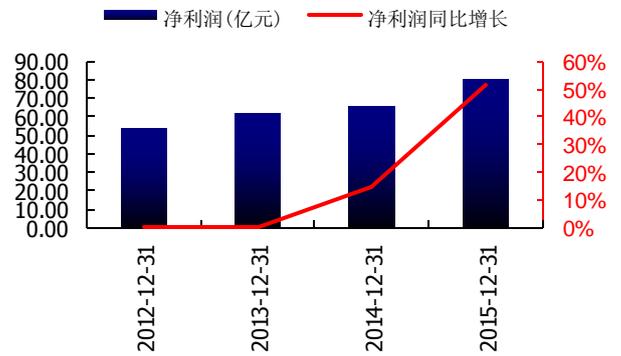
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 货币和预收款情况



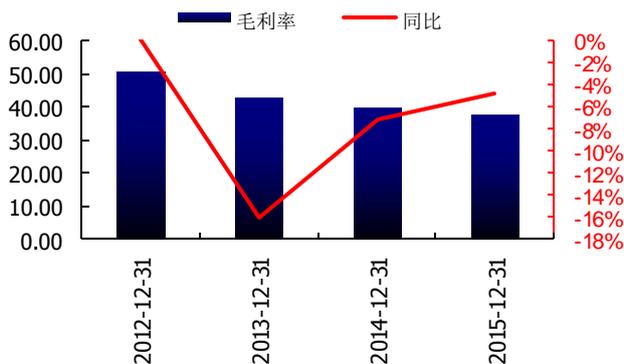
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 净利润情况



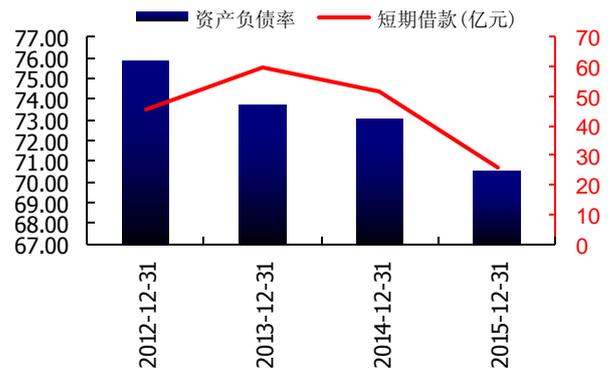
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 销售毛利率情况



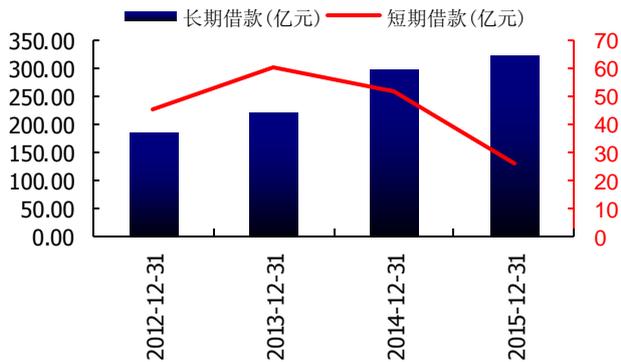
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 资产负债率情况



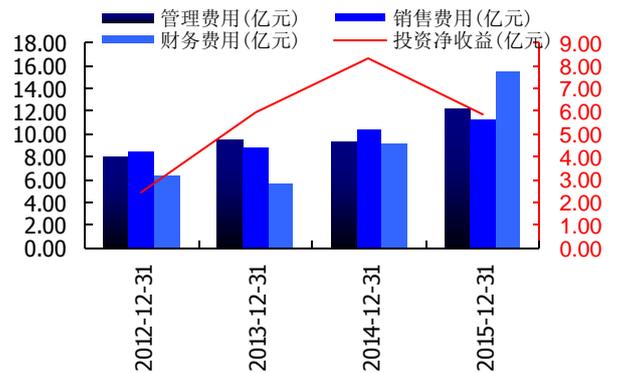
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

2015 年公司的净利润获得大幅增长, 三大主营业务收入均获得提升, 其中园区业务方面增速较大。在深圳前海蛇口自贸区战略发展机遇的大背景下, 作为前海及蛇口“大地主”的招商蛇口获益颇多。公司在二线城市丰富的土地储备长期布局也为下一年的销售增添了更多的乐观前景。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 664.50 亿元、830.63 亿元和 996.75 亿元, 每股收益分别为 1.11 元、1.32 元和 1.58 元, 对应 PE 分别为 13.60、11.40 和 9.49, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	144181	186573	254949	322850	388585	营业收入	45486	49222	66450	83063	99675
货币资金	26133	40644	39870	49838	59805	营业成本	27492	30677	44522	56483	67779
应收账款	92	97	127	159	191	营业税金及附加	5709	5204	6645	8306	9968
其他应收款	9756	17528	23663	29579	35495	营业费用	1043	1124	1528	1910	2407
预付款项	3648	866	3092	5916	9305	管理费用	932	1227	1462	1827	2193
存货	100676	121380	182966	232121	278545	财务费用	921	1549	1000	1000	1000
其他流动资产	3551	5203	5203	5203	5203	资产减值损失	572.36	6.93	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	24082	24326	23650	23234	22818	公允价值变动收益	0.00	6.98	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2092	2100	2100	2100	2100	投资净收益	833.69	585.09	300.00	300.00	300.00
固定资产	2367.17	2544.16	#####	2339.47	1974.27	营业利润	9650	10027	11583	13826	16619
无形资产	525	507	457	406	355	营业外收入	282.33	445.46	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	316	169	0	0	0	营业外支出	236.97	62.38	2.00	2.00	2.00
资产总计	168264	210899	278599	346084	411403	利润总额	9695	10410	11621	13864	16657
流动负债合计	87815	102894	179056	244561	307900	所得税	3110	2364	2905	3466	4164
短期借款	5169	2580	56988	95108	127276	净利润	6586	8047	8716	10398	12492
应付账款	15832	16875	24395	30949	37139	少数股东损益	3381	3196	-20	-20	-20
预收款项	35635	50991	70926	91692	116611	归属母公司净利润	3205	4850	8736	10418	12512
一年内到期的非流	6325	5502	5502	5502	5502	EBITDA	11710	12675	12999	15242	18035
非流动负债合计	35049	45842	34798	36798	38798	BPS (元)	0.58	0.88	1.11	1.32	1.58
长期借款	29738	32200	34700	36700	38700	主要财务比率					
应付债券	3018	7726	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	122864	148736	213854	281359	346698	成长能力					
少数股东权益	28587	15535	15515	15495	15475	营业收入增长	30.77%	8.21%	35.00%	25.00%	20.00%
实收资本(或股本)	2236	7904	7904	7904	7904	营业利润增长	9.91%	3.91%	15.52%	19.36%	20.20%
资本公积	1630	17671	18549	18549	18549	归属于母公司净利润	80.11%	19.25%	80.11%	19.25%	20.10%
未分配利润	11503	18574	15517	-110	-18879	获利能力					
归属母公司股东权益	16812	46628	46722	46722	46722	毛利率(%)	39.56%	37.68%	33.00%	32.00%	32.00%
负债和所有者权益	168264	210899	276091	343576	408896	净利率(%)	14.48%	16.35%	13.12%	12.52%	12.53%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.90%	2.30%	3.14%	3.01%	3.04%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	19.06%	10.40%	18.70%	22.30%	26.78%
经营活动现金流	-4941	2084	-38374	-19024	-10979	偿债能力					
净利润	6586	8047	8716	10398	12492	资产负债率(%)	73%	71%	77%	82%	85%
折旧摊销	1138.13	1099.48	0.00	415.94	415.94	流动比率	1.64	1.81	1.42	1.32	1.26
财务费用	921	1549	1000	1000	1000	速动比率	0.50	0.63	0.40	0.37	0.36
应收账款减少	0	0	-31	-32	-32	营运能力					
预收帐款增加	0	0	19935	20766	24919	总资产周转率	0.28	0.26	0.27	0.27	0.26
投资活动现金流	-414	-2043	1370	290	290	应收账款周转率	451	521	592	579	569
公允价值变动收益	0	7	0	0	0	应付账款周转率	2.95	3.01	3.22	3.00	2.93
长期股权投资减少	0	0	838	0	0	每股指标(元)					
投资收益	834	585	300	300	300	每股收益(最新摊薄)	0.58	0.88	1.11	1.32	1.58
筹资活动现金流	3989	14273	36231	28702	20656	每股净现金流(最新)	-0.61	1.81	-0.10	1.26	1.26
应付债券增加	0	0	-7726	0	0	每股净资产(最新摊)	7.52	5.90	5.91	5.91	5.91
长期借款增加	0	0	2500	2000	2000	估值比率					
普通股增加	0	5668	0	0	0	P/E	25.91	17.08	13.60	11.40	9.49
资本公积增加	482	16042	878	0	0	P/B	2.00	2.55	2.54	2.54	2.54
现金净增加额	-1366	14315	-773	9968	9968	EV/EBITDA	4.42	9.95	13.55	13.53	12.78

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。