

# 招商蛇口 (001979.SZ)

## 单月销售增速大幅提升

### 核心观点:

#### ● 单月销售增速达到两年内高点

2017年2月,招商蛇口实现签约销售面积44.3万平方米,同比增长191.20%;签约销售金额88.10亿元,同比增长98.51%,销售单价20009元/平米。1-2月,公司累计实现签约销售面积77.26万平方米,同比增加98.51%;签约销售金额154.48亿元,同比增加95.67%,前两月已完成全年1000亿目标的15.45%。公司单月环比数据有所回落,签约销售面积环比上涨32.5%、签约销售金额环比上涨33.3%。

#### ● 行业整体高增速,公司17年储备充足

1-2月行业景气度较高,龙头企业都取得了较好的销售表现。全年来看,公司计划17年的整个推盘2000亿,其中新推货值1500亿,而一线二线城市占比超过80%,若考虑未来行业政策存在进一步收紧的可能,政策销售许可的获取会成为影响公司可售货值的主要因素。

#### ● 持续深耕二线城市,补充南京项目资源

2017年2月招商蛇口通过招拍挂获取土地位于南京市秦淮区越城天地G98地块项目项目,总建筑面积21.7万平米,总地价98.1亿。16年以来公司持续增加在优质二线城市土储,这也是16年以来在南京的第4个项目。

#### ● 预计16、17EPS分别为1.23、1.38元/股,维持“买入”评级。

招商蛇口17年前2月取得了销售上的开门红,优异的资源储备和货值结构使公司成为销售弹性最大的龙头企业之一。投资层面,公司继续坚定在二线城市继续囤积优秀资源,为今后的持续成长奠定基础。

#### ● 风险提示

房地产市场进入调控期,深圳市场储备占比过高,流动性折价大。

### 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	45,486	49,222	63,441	70,484	80,548
增长率(%)	30.77%	8.21%	28.89%	11.10%	14.28%
EBITDA(百万元)	10,944	11,602	15,594	17,145	18,036
净利润(百万元)	3,205	4,850	9,704	10,933	11,522
增长率(%)	15.01%	51.36%	100.06%	12.67%	5.39%
EPS(元/股)	0.41	0.61	1.23	1.38	1.46
市盈率(P/E)	44.64	29.50	14.74	13.09	12.42
市净率(P/B)	2.41	3.07	2.58	2.15	1.83
EV/EBITDA	1.66	0.63	0.62	1.04	9.40

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

17.65元

前次评级

买入

报告日期

2017-03-14

### 相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001



021-60750652



jinchang@gf.com.cn

### 相关研究:

业绩超预期增长,核心资源优势进一步加强 2017-01-23

业绩符合预期,业务多点开花 2016-08-24

销售月度环比正常回落,土地投资回升 2016-08-12

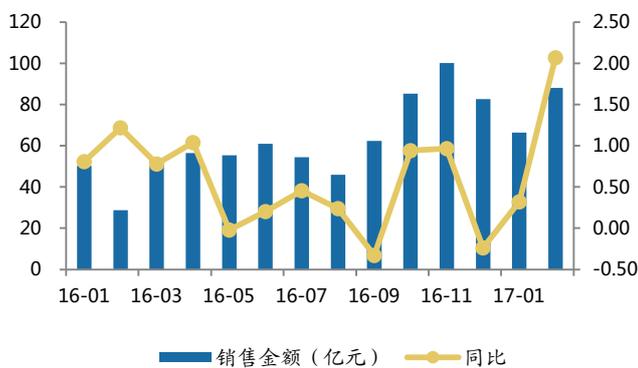
联系人: 李飞

gflifei@gf.com.cn

## 单月销售增速达到两年内高点

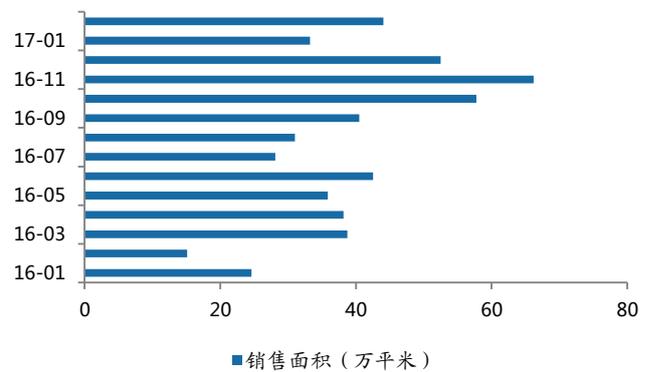
2017年2月，招商蛇口实现签约销售面积44.3万平方米，同比增长191.20%；签约销售金额88.10亿元，同比增长98.51%，销售单价20009万元/平米。1-2月，公司累计实现签约销售面积77.26万平方米，同比增加98.51%；签约销售金额154.48亿元，同比增加95.67%，前两月已完成全年1000亿目标的15.45%。公司单月环比数据有所回落，签约销售面积环比上涨32.5%、签约销售金额环比上涨33.3%。

图1：招商蛇口月度销售金额及增速



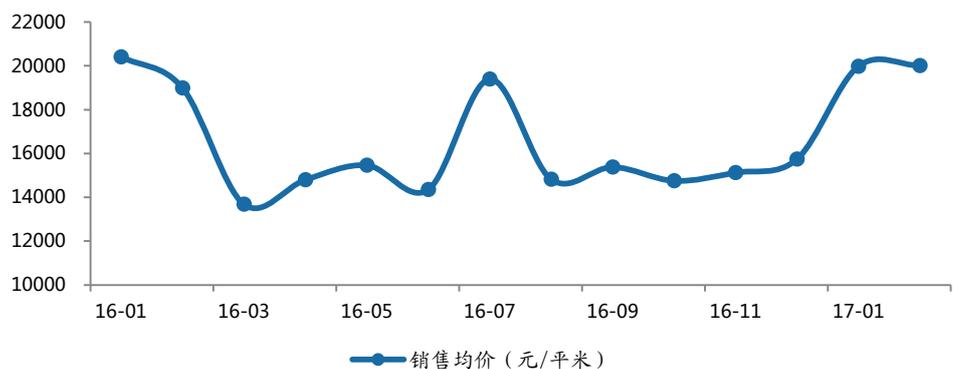
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：招商蛇口签约销售面积（万平方米）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：招商蛇口签约销售均价（元/平米）

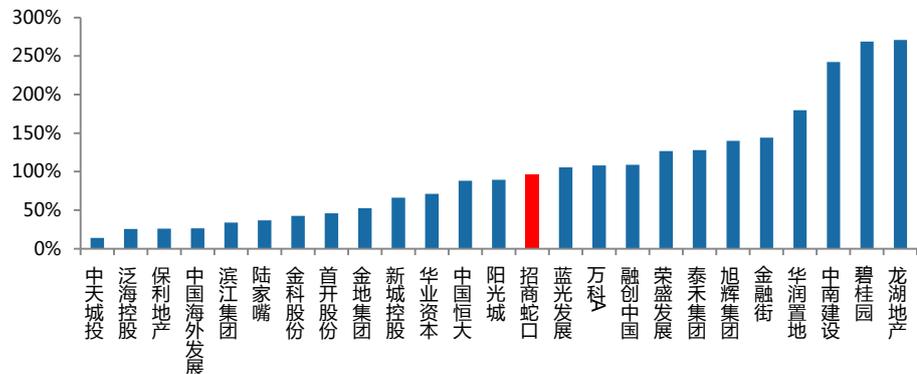


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2月份在整体市场较好的销售表现和市场情绪下，公司的销售也取得了大幅提升，单月销售金额同比增速达到历史新高。17年以来随着一二线城市高单价项目的陆续入市，实现规模增长所面临的操盘压力不大，使公司在春节前后取得了良好的销售成绩。全年来看，公司计划17年的整个推盘2000亿，其中新推货值1500亿，而一二线城市占比超过80%，对于公司而言项目去化压力不大，在政策趋紧的过程中，货值在达到销售条件后的政策销售许可，会成为影响公司可售货值的主要因素。

同其他地产企业相比，前两月公司累计销售增速显著高于重点城市销售增长，在龙头企业中，公司增速处于中游位置，与其他企业项目公司可售资源的流动安全性较高，随着周期位置的逐渐回落，在下半年公司具备更强的相对优势。

图4：主流地产公司17年1-2月累计同比增速

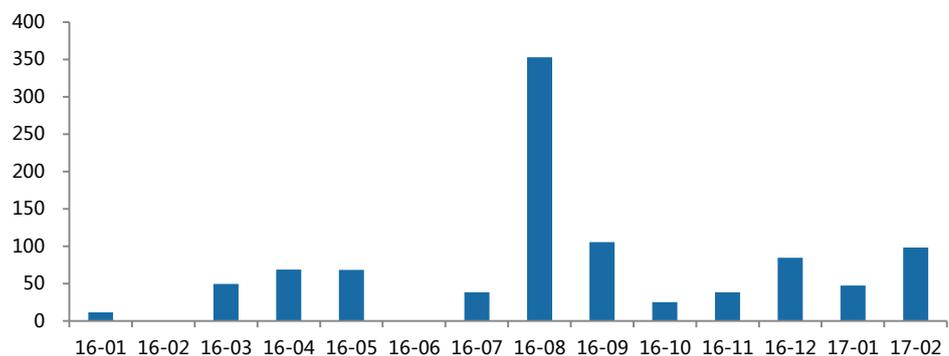


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 持续深耕二线城市，补充南京项目资源

2017年2月招商蛇口通过招拍挂获取土地，新增1个项目，为核心二线城市南京，项目位于南京市秦淮区中华门外，东至中山南路，南至应天大街，西至凤台路，北至秦淮河，总建筑面积21.7万平米，总地价98.1亿元，本月拿地金额占销售金额比例为111%。

图5：招商蛇口土地拿地金额月度情况（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1：16 年-17 年 2 月份招商蛇口土地获取项目情况

项目/土地	区域	城市等级	股权比例	项目用途	土地面积	建筑面积	总地价	楼面价	可比售价
					(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(元/平米)	(元/平米)

苏州市吴江经济开发区地块	苏州	2	30%	住宅	11.8	33.1	11.3	3414	12000
广西省南宁市兴宁区地块	南宁	2	100%	商住	3.2	7.1	1.2	1739	6500
江苏省南京市鼓楼区地块	南京	2	100%	商住	6.3	16.1	48.2	29919	33000
广州市黄埔区中新知识城地块	广州	1	60%	住宅	17.9	26.3	6.5	2471	11000
昌平区未来创意城 0302-57 地块	北京	1	70%	住宅	8.9	17.9	32.0	17889	28000
昌平区未来创意城 0302-70 地块	北京	1	70%	住宅	8.4	16.7	30.0	17921	28000
宁波市东部新城核心区地块	宁波	2	100%	商住	15.7	35.0	40.9	11670	35000
杭州市 FG19-R21-21 地块	杭州	2	100%	住宅	3.6	9.1	13.8	15249	28104
杭州市 FG21-R21-23 地块	杭州	2	50%	住宅	4.0	10.1	13.8	13614	28104
苏州市吴江 WJ-J-2016-017 地块	苏州	2	34%	住宅	6.7	16.7	14.6	8758	14445
苏州市吴江 WJ-J-2016-016 地块	苏州	2	34%	住宅	6.6	16.6	14.6	8765	14445
天津海河教育园区同砚路地块	天津	2	25%	商住	15.0	20.3	9.0	4448	23657
深圳国际会展中心地块	深圳	1	50%	商业	52.8	154.3	310.0	20087	75506
武汉市青山滨江商务区地块	武汉	2	100%	商住	14.4	78.0	43.6	5582	11020
天津市静海区团泊新城东区地块	天津	2	77%	住宅	18.5	22.2	7.3	3267	9771
南宁市青秀区青环路东北侧地块	南宁	2	100%	住宅	1.3	2.6	1.2	4525	8211
上海市浦东新区祝桥镇 G10 地块	上海	1	33%	住宅	14.0	26.7	88.0	33021	29881
苏州市吴江经济开发区地块	苏州	2	100%	住宅	5.3	10.6	9.0	8561	13382
大连市体育中心四期 A 区地块	大连	2	100%	商住	9.4	13.0	7.5	5725	9300
佛山市顺德区陈村镇地块	佛山	3	100%	商住	6.9	17.2	17.5	10198	8936
南京青龙地铁小镇地块	南京	2	33%	商住	74.7	171.1	33.9	1981	24783
大连市体育中心 B 区地块	大连	2	100%	商住	5.1	17.9	4.3	2392	9300
南京浦口区左所东路项目	南京	2	100%	住宅	4.5	9.9	10.2	10345	11188
南宁市高新区可心渠北侧地块	南宁	2	100%	商住	2.0	8.0	3.33	4163	6201
上海宝山邮轮母港项目	上海	1	45%	商业码头	3.6	12.7	8.01	5044	41964
上海宝山邮轮母港项目	上海	1	45%	商办	1.1	3.2			41964
珠海市斗门白蕉路项目	珠海	2	100%	商住	10.6	24.5	22.87	9346	14866
苏州市劳动路项目	苏州	2	30%	住宅	6.8	15.7	39.89	13540	21818
苏州市劳动路项目	苏州	2	30%	商住	5.5	13.8			21818
<b>16 年土地储备合计</b>					<b>344.76</b>	<b>826.20</b>	<b>842.28</b>		
合肥新站 XZQTD213 地块	合肥	2	100%	住宅	6.2	11.2	8.6	7668	13199
合肥新站 XZQTD214 地块	合肥	2	100%	住宅	5.0	9.0	7.2	8056	13199
合肥市滨湖 BH2016-19 项目	合肥	2	100%	商住	10.3	24.9	30.23	12145	19206
佛山市高明河 WG0038 地块	佛山	3	100%	住宅	6.0	9.0	1.4	1498	3879
南京秦淮区越城天地 G98 地块项目	南京	2	34%	商住	19.9	21.7	98.1	45228	24943
<b>17 年土地储备合计</b>					<b>47.44</b>	<b>75.74</b>	<b>145.48</b>		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2017招商蛇口继续深耕二线城市，在2月份获取了位于南京秦淮区的项目。从去年3月份以来，苏州、南京、厦门和合肥等二线城市，楼市价格大幅上涨，而南京楼市价格上涨位居前列，是当今房地产行业热门城市。开发商在南京拿地较难，自16

年至今，公司已在南京不同区域拿地4处，布局广泛。而此次拿地位置在秦淮区，秦淮区是南京市的中心城区，国家东部地区重要的金融商务中心，更是潜力巨大，此次招商蛇口继续补充在南京的土地储备，丰富公司可售资源的类型，未来在南京的市场影响力将进一步扩大。

图6：项目区域位置



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：项目周边可比项目情况

类型	附注
商业	周边可比住宅售价 24943 元/平米
住宅	
办公	周边可比办公售价 23000 元/平米

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

招商蛇口17年前2月取得了销售上的开门红，优异的资源储备和货值结构使公司成为销售弹性最大的龙头企业之一。投资层面，公司继续坚定在一二线城市继续囤积优秀资源，坚定深耕核心城市，为今后的持续成长奠定基础。预计16、17EPS分别为1.23、1.38元/股，维持“买入”评级。

## 风险提示

房地产市场进入调控期，深圳市场储备占比过高，流动性折价大。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>144,181</b>	<b>186,573</b>	<b>207,382</b>	<b>246,115</b>	<b>277,728</b>
货币资金	26,133	40,644	22,472	20,250	21,750
应收及预付	13,500	18,553	29,793	19,981	25,448
存货	100,676	121,380	149,121	199,888	224,533
其他流动资产	3,873	5,996	5,996	5,996	5,996
<b>非流动资产</b>	<b>24,082</b>	<b>24,326</b>	<b>25,467</b>	<b>26,747</b>	<b>28,150</b>
长期股权投资	2,092	2,100	2,468	2,900	3,407
固定资产	2,367	2,544	2,671	2,832	3,002
在建工程	215	526	1,007	1,473	1,926
无形资产	1,019	1,015	1,015	1,015	1,015
其他长期资产	18,389	18,141	18,305	18,527	18,800
<b>资产总计</b>	<b>168,264</b>	<b>210,899</b>	<b>232,849</b>	<b>272,863</b>	<b>305,878</b>
<b>流动负债</b>	<b>87,815</b>	<b>102,894</b>	<b>132,265</b>	<b>157,986</b>	<b>179,047</b>
短期借款	5,169	2,580	0	6,214	4,741
应付及预收	72,453	90,326	118,119	140,524	162,290
其他流动负债	10,193	9,988	14,146	11,248	12,016
<b>非流动负债</b>	<b>35,049</b>	<b>45,842</b>	<b>28,770</b>	<b>31,674</b>	<b>31,626</b>
长期借款	29,738	32,200	22,540	25,099	24,682
应付债券	3,018	7,726	0	0	0
其他非流动负债	2,293	5,916	6,231	6,575	6,945
<b>负债合计</b>	<b>122,864</b>	<b>148,736</b>	<b>161,035</b>	<b>189,660</b>	<b>210,673</b>
股本	2,236	7,904	7,904	7,904	7,904
资本公积	1,630	17,671	19,612	21,798	24,103
留存收益	12,786	20,269	28,032	36,779	45,996
归属母公司股东权	16,812	46,628	55,549	66,482	78,003
少数股东权益	28,587	15,535	16,265	16,721	17,201
<b>负债和股东权益</b>	<b>168,264</b>	<b>210,899</b>	<b>232,849</b>	<b>272,863</b>	<b>305,878</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-4,941</b>	<b>2,084</b>	<b>-6,497</b>	<b>-4,505</b>	<b>6,350</b>
净利润	6,586	8,047	10,434	11,388	12,002
折旧摊销	634	612	214	255	240
营运资金变动	-10,571	-7,574	-11,188	-18,551	-8,346
其它	-1,591	1,000	-5,957	2,402	2,454
<b>投资活动现金流</b>	<b>-414</b>	<b>-2,043</b>	<b>-1,027</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,153</b>
资本支出	-1,003	-1,484	-843	-909	-893
投资变动	652	1,066	-183	-218	-260
其他	-62	-1,625	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,989</b>	<b>14,273</b>	<b>-10,648</b>	<b>3,411</b>	<b>-3,697</b>
银行借款	24,810	24,443	0	15,536	11,853
债券融资	-18,660	-21,167	-8,082	-9,660	-12,976
股权融资	1,596	12,465	0	0	0
其他	-3,758	-1,468	-2,566	-2,465	-2,574
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,349</b>	<b>14,514</b>	<b>-18,171</b>	<b>-2,222</b>	<b>1,500</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>27,446</b>	<b>26,097</b>	<b>40,611</b>	<b>22,440</b>	<b>20,218</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>26,097</b>	<b>40,611</b>	<b>22,440</b>	<b>20,218</b>	<b>21,718</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	30.8%	8.2%	28.9%	11.1%	14.3%
营业利润增长	9.9%	3.9%	40.3%	9.4%	5.5%
归属母公司净利润增长	15.0%	51.4%	100.1%	12.7%	5.4%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	39.6%	37.7%	38.1%	37.0%	35.5%
净利率	14.5%	16.3%	16.4%	16.2%	14.9%
ROE	19.1%	10.4%	17.5%	16.4%	14.8%
ROIC	11.4%	12.5%	14.3%	12.6%	12.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	73.0%	70.5%	69.2%	69.5%	68.9%
净负债比率	39.9%	11.8%	13.5%	21.4%	16.0%
流动比率	1.64	1.81	1.57	1.56	1.55
速动比率	0.45	0.63	0.34	0.28	0.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.28	0.26	0.29	0.28	0.28
应收账款周转率	451.28	521.38	371.35	216.36	163.13
存货周转率	0.30	0.28	0.29	0.25	0.24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.41	0.61	1.23	1.38	1.46
每股经营现金流	-2.21	0.26	-0.82	-0.57	0.80
每股净资产	7.52	5.90	7.03	8.41	9.87
<b>估值比率</b>					
P/E	44.6	29.5	14.7	13.1	12.4
P/B	2.4	3.1	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	1.7	0.6	0.6	1.0	9.4

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>45,486</b>	<b>49,222</b>	<b>63,441</b>	<b>70,484</b>	<b>80,548</b>
营业成本	27,492	30,677	39,288	44,432	51,973
营业税金及附加	5,709	5,204	5,489	5,543	6,856
销售费用	1,043	1,124	1,417	1,561	1,691
管理费用	932	1,227	1,867	2,058	2,232
财务费用	921	1,549	1,517	1,745	1,853
资产减值损失	572	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	0	0	0
投资净收益	834	585	210	247	290
<b>营业利润</b>	<b>9,650</b>	<b>10,027</b>	<b>14,073</b>	<b>15,392</b>	<b>16,233</b>
营业外收入	282	445	0	0	0
营业外支出	237	62	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>9,695</b>	<b>10,410</b>	<b>14,073</b>	<b>15,392</b>	<b>16,233</b>
所得税	3,110	2,364	3,639	4,004	4,231
<b>净利润</b>	<b>6,586</b>	<b>8,047</b>	<b>10,434</b>	<b>11,388</b>	<b>12,002</b>
少数股东损益	3,381	3,196	730	456	480
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,205</b>	<b>4,850</b>	<b>9,704</b>	<b>10,933</b>	<b>11,522</b>
EBITDA	10,944	11,603	15,594	17,145	18,036
EPS(元)	0.41	0.61	1.23	1.38	1.46

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 九年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 五年房地产研究经验, 2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 四年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。