

招商蛇口 (001979.SZ)

业绩超预期增长，核心资源优势进一步加强

核心观点:

● 业绩超预期增长，分红大幅提升

16 年公司实现营业收入 636 亿元，同比增长 29.2%；归母净利润 95.8 亿元，同口径净利润增速为 39%。每股收益 1.21 元。全体股东每 10 股派现金红利 5.00 元，分红比例为 41.3%。深圳“南海意库梦工厂”和“深圳前海湾花园”现房项目整体销售贡献了投资收益，是今年业绩增长的最大变量，17 年公司业绩承诺 103 亿，我们认为公司有潜力超额完成承诺目标。

● 销售表现稳定，资源进一步优化

16 年全年累计实现房地产签约销售面积 471.2 万平方米，签约销售金额 739.3 亿元，同比增长 28%，销售均价 15,692 元/平方，在主流开发企业中均价水平名列前茅。销售毛利率提高 3%，达到 34%。拿地总地价 905 亿，有史以来最高的土地投资金额。土地购置建筑面积 702 万方，权益金额 450 亿，权益面积 431 万方，重心重回一二线，土储总量可达到 2300 万方。

● 融资成本下降，杠杆结构稳定

16 年公司积极展开融资工作，在土地投资规模大幅增加，截止到 16 年末公司净负债率依旧维持在 18%。短期负债和一年内到期长期负债占货币现金的比例不到 30%，财务状况维持的非常理想。

● 预计 17、18EPS 分别为 1.40、1.61 元/股，维持“买入”评级。

16 年和 17 年我们认为招商蛇口储备年，储备资源，协调资金，业绩稳定增长和过渡，为太子湾和前海片区的全面开发做好准备。关注 17 年公司整体开工以及融资业务的进展。

● 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:

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 49,222 | 63,573 | 80,600 | 95,655 | 109,745 |
| 增长率(%) | 8.21% | 29.15% | 26.78% | 18.68% | 14.73% |
| EBITDA(百万元) | 11,603 | 14,229 | 20,031 | 23,637 | 26,751 |
| 净利润(百万元) | 4,850 | 9,581 | 11,046 | 12,708 | 14,785 |
| 增长率(%) | 51.36% | 97.54% | 15.29% | 15.05% | 16.34% |
| EPS(元/股) | 0.61 | 1.21 | 1.40 | 1.61 | 1.87 |
| 市盈率(P/E) | 28.78 | 14.57 | 12.64 | 10.98 | 9.44 |
| 市净率(P/B) | 2.99 | 2.47 | 2.10 | 1.76 | 1.49 |
| EV/EBITDA | 11.80 | 10.11 | 8.01 | 6.61 | 4.49 |

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 | 19.53 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2017-04-10 |

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

jinshan@gf.com.cn

相关研究:

| | |
|---------------------|------------|
| 携手武钢，“大”体量资源获取能力加强 | 2017-03-21 |
| 单月销售增速大幅提升 | 2017-03-14 |
| 业绩超预期增长，核心资源优势进一步加强 | 2017-01-23 |

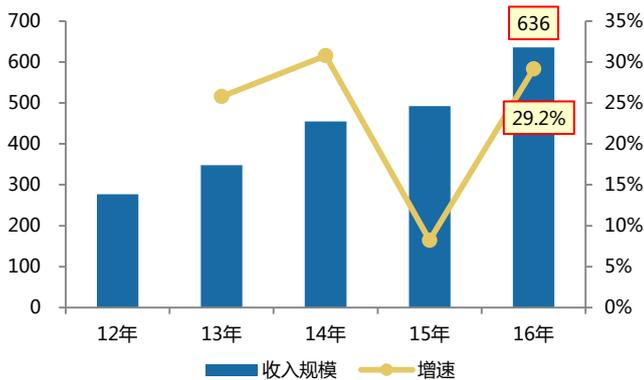
联系人: 李飞

gflifei@gf.com.cn

业绩超预期增长，分红大幅提升

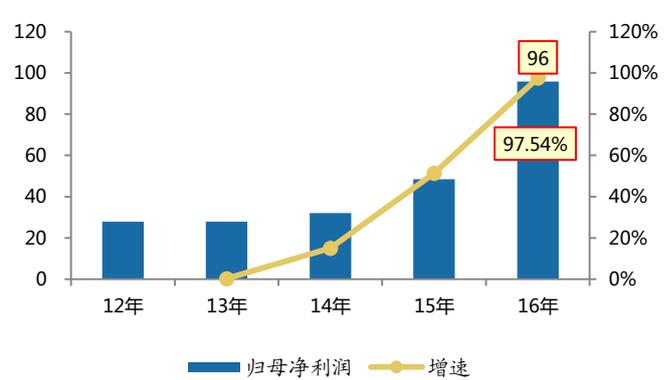
16年公司实现营业收入636亿元，同比增长29.2%；营业利润163亿元，与去年同期相比上涨62.9%；实现归属母公司所有者净利润95.8亿元，同比上升97.54%，刨除招商地产并表股权比例变化的问题，实际净利润增速为39%。每股收益1.21元。全体股东每10股派现金红利5.00元，分红比例为41.3%。

图1：招商蛇口主营业务收入规模及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

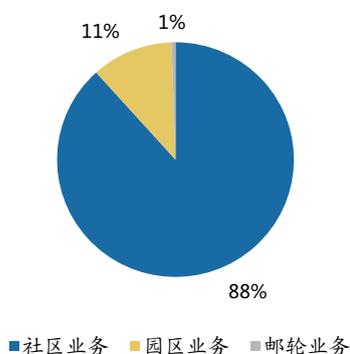
图2：招商蛇口归属母公司净利润及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

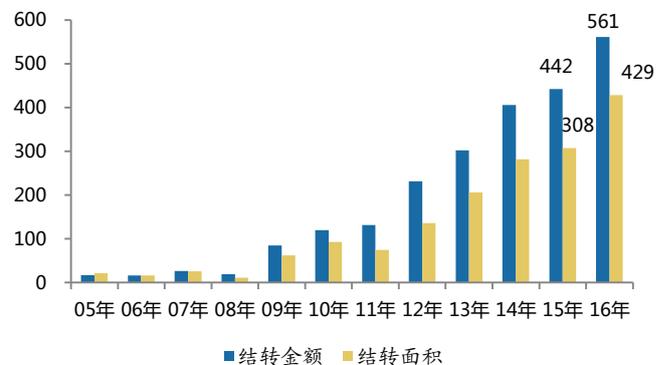
分业务情况来看，房地产业务主营业务收入规模561亿元，同比增加33.9%，占收入的比重为88.3%，园区开发与运营业务表现良好，实现收入70.9亿元，同比上升1.85%，占收入比重11.2%左右，这其中有部分园区物业销售的贡献。全年完成结算面积428.72万方，与去年同期相比增长39%，这也是公司年内收入水平大幅增长最主要原因。

图3：招商蛇口收入结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图4：招商蛇口结算面积（万方）及金额（亿元）

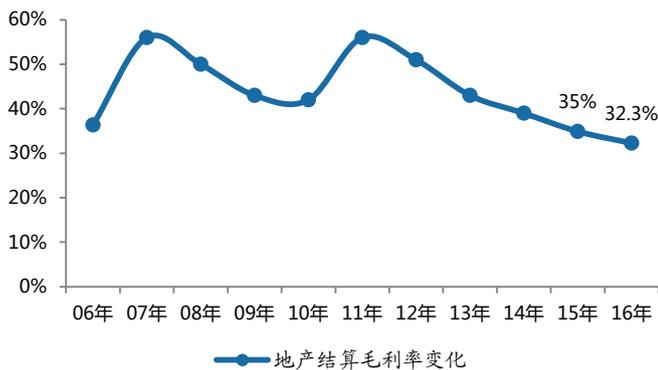


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

利润率方面，公司房地产业务结算毛利率为32.3%，与15年同期相比小幅下降2.6

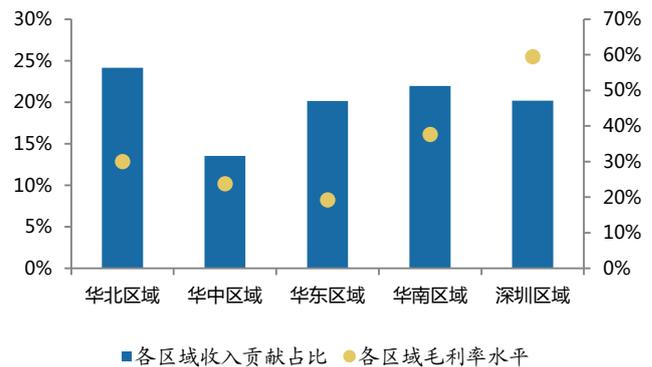
个百分点，分结构来看华东和华南区域的毛利率下降幅度较大，而利润贡献能力最强的深圳区域的项目收入占比还有所降低。在毛利率下降的情况下，公司营业利润增速高于主营业务收入增速的原因有二，其一管理及销售费用率有所降低；其二，深圳“南海意库梦工厂”和“深圳前海湾花园”现房项目整体销售贡献了投资收益，直接增厚当年业绩。而归属母公司净利润增速高于营业利润增长主要是由于少数股东权益占比下降所致，由15年的55%，下降至16年48%，其主要原因是15年公司完成整体上市后，16年全额合并原招商地产公司净利润，同口径的净利润增速为39%。

图5：招商蛇口房地产业务结算毛利率



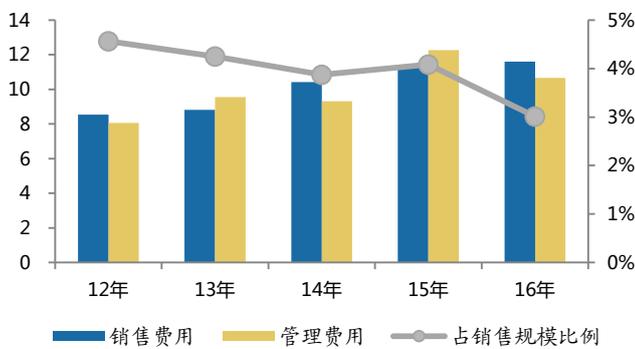
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：招商蛇口16年区域结算占比及毛利率



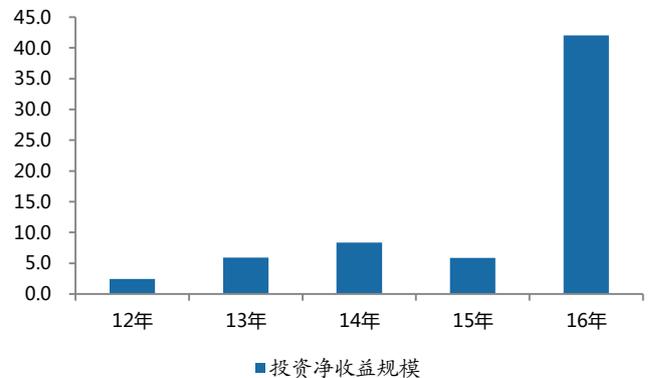
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图7：招商蛇口管理及销售费用占销售金额比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

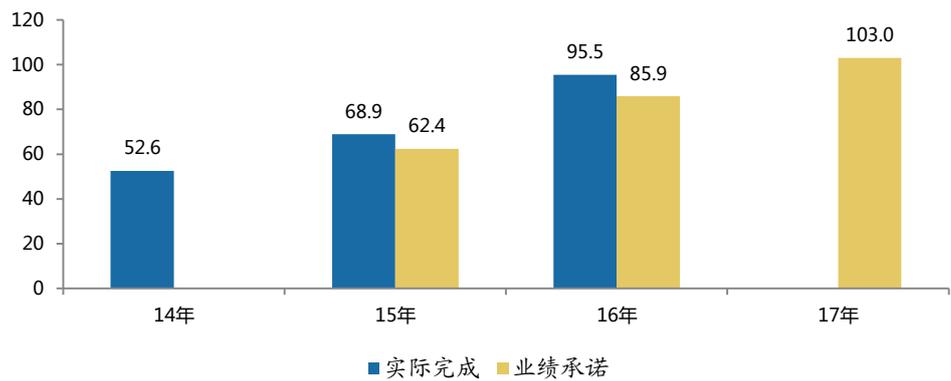
图8：招商蛇口投资净收益规模



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

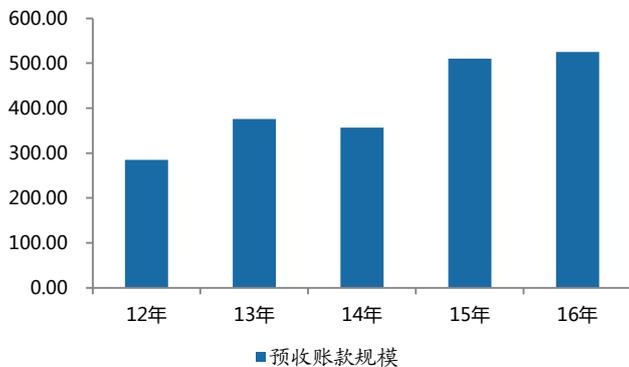
公司2015年整体上市的业绩承诺，15-17年三年扣除非经常性损益后的净利润规模分别为62.4亿，85.5亿和103.0亿元。从完成情况来看，15年扣费后的归母净利润为63.07亿，高于承诺情况；而16年从业绩预告的情况来看，大幅高于业绩承诺水平。截止到16年末，公司在手预收账款规模为524.85亿元，与去年同期相比上升2.9%，从预收账款的结构来看，华东地区以及深圳区域的占比有所提升，预计整体毛利率依然能够维持较高水平，17年公司将大概率完成既定的业绩承诺，再此基础之上我们认为公司有能够实现20%左右的增长。

图9: 招商蛇口归属母公司净利润(备考利润表口径)承诺与完成情况



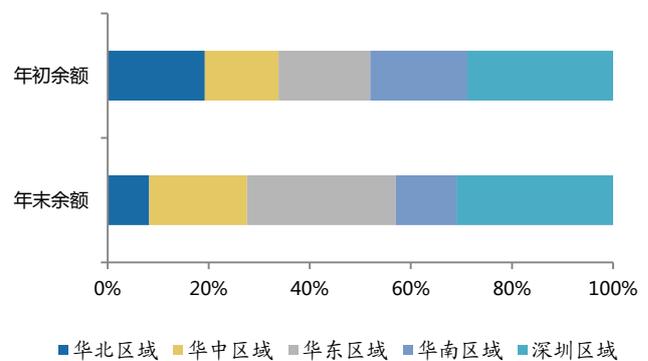
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图10: 招商蛇口预售账款规模(亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图11: 招商蛇口预售账款分布情况



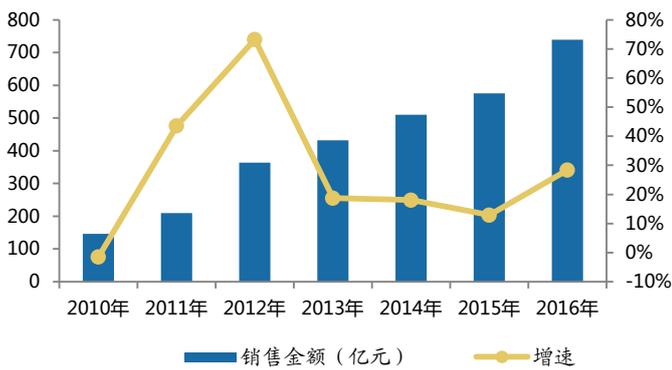
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

销售表现持续增长, 资源储备进一步提升

2016年公司社区地产开发销售表现优异, 全年累计实现房地产签约销售面积471.2万平方米, 同比增长35.6%, 签约销售金额739.3亿元, 同比增长28%。销售均价15,692元/平方, 在主流开发企业中均价水平名列前茅。顺利完成650亿元的销售目标, 完成率高达114%。根据公司业绩发布会数据显示, 销售毛利率提高3%, 达到34%, 在园区资源的基础之上实现的增长。从销售分布上来看, 华东地区销售占比达到41%, 华北区域占比13%, 华南区域占比14%, 华中区域占比16%, 深圳地区16%, 近些年公司坚定拓展华东区域项目, 已经在长三角片区扎稳脚跟, 在多元化的项目获取形势下, 未来毛利率水平将稳步提升。

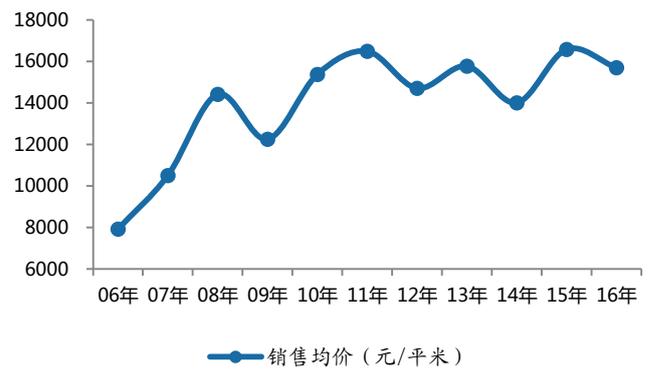
16年全年公司货值约1100亿, 全年货值去化率为67.2%, 在整体市场热度较高的环境下, 货值去化率达到了今年最高水平。17年公司计划总货值规模约2190亿, 其中存量货值约500亿, 计划实现新推货值1700亿, 全年计划实现销售金额1000亿。推货节奏为上半年60%, 下半年40%, 且80%集中在一二线城市。截止到2月末, 公司累计完成销售154.48亿元, 同比增加95.67%, 前两月已完成全年目标的15.45%。

图12: 招商蛇口签约销售金额(亿元)及增速



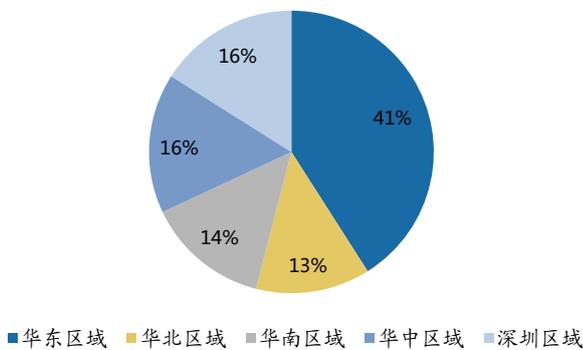
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 招商蛇口销售均价变化



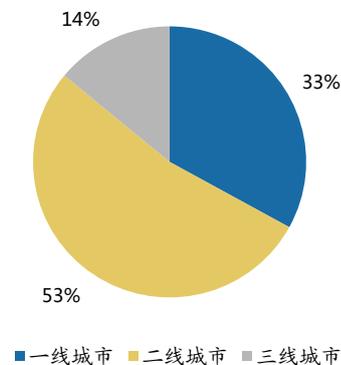
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图14: 招商蛇口16年销售区域分布



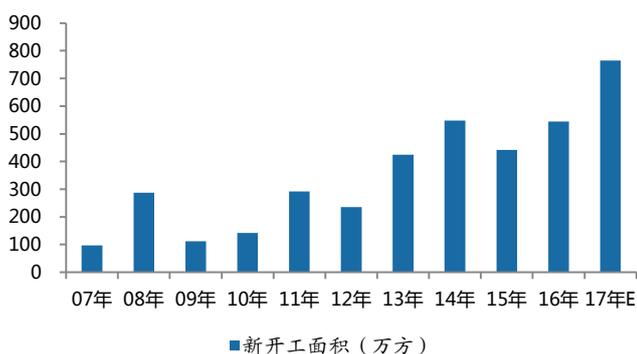
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图15: 招商蛇口16年各线城市分布



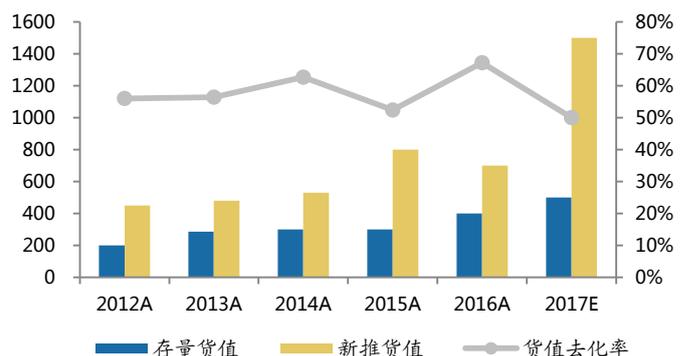
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图16: 招商蛇口新开工面积(万方)及计划



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图17: 招商蛇口货值储备及去化率情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

16年公司实现新开工面积545万方, 17年太子湾以及大空港项目都将投入建设, 新开工计划为765万方, 与去年相比同比增长40%。17年计划在施工面积1550万方, 包括121个项目。

土地获取方面, 16年拿地总地价905亿, 有史以来最高的土地投资金额。土地购

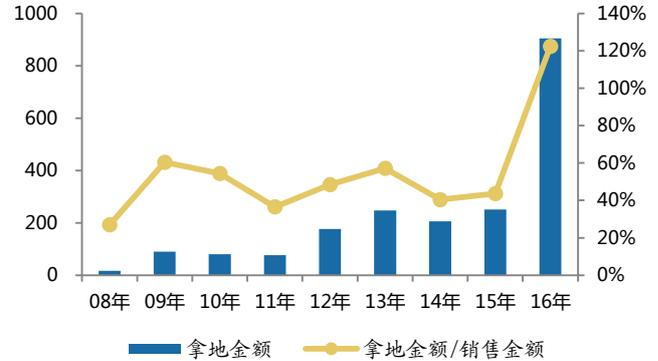
置建筑面积702万方，权益金额450亿，权益面积431万方，重心重回一二线城市。拿地金额/销售金额的比例达到114%，为近年的新高。公司加大了合作开发比例，合作项目占比达到50%，而大体量的项目资源获取也为公司今后的发展奠定了坚实的基础。

图18: 招商蛇口市场化拿地面积及均价变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

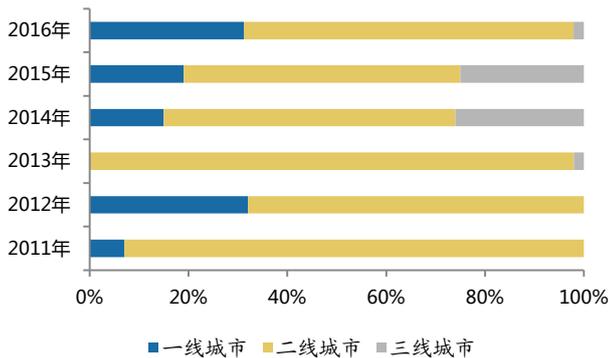
图19: 招商蛇口市场化拿地金额情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

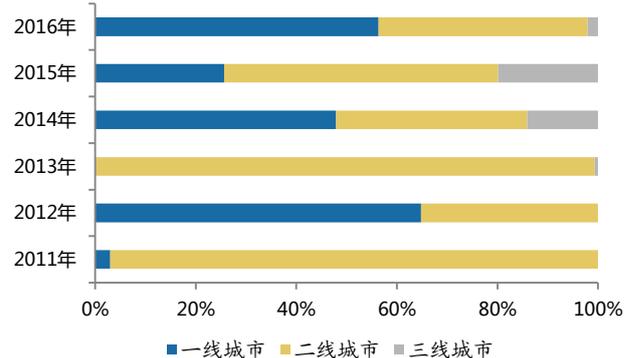
从新增资源的区域分布来看，一线城市的土地购置金额比例达到56%，面积占比也达到了31%，二线城市的土地投资也维持了较高的力度，在14、15年战略性拓展三四线城市后，公司16年在三四线城市投资异常谨慎。截止到16年末，公司在手可开发的土地储备总规模达到1826万方，包括前海片区资源可以达到2300万方。大量优质支撑公司短期内持续的业绩释放，同时，地产销售的现金流在中长期也将为公司创新业务的培育壮大奠定良好的基础。

图 20: 招商蛇口土地购置面积分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 21: 招商蛇口土地购置金额分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

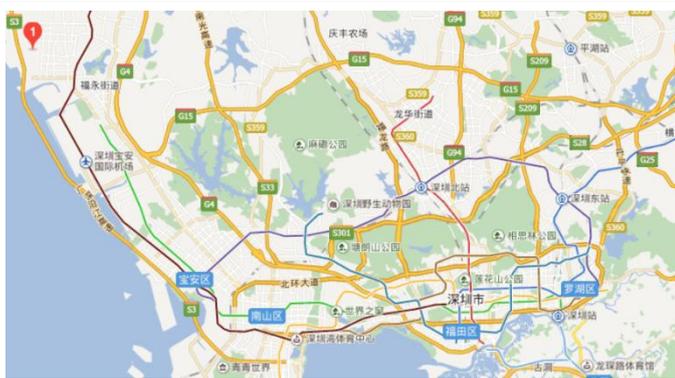
表 1: 16 年招商蛇口土地获取项目情况

| 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) |
| 苏州吴江区清树湾 46-47 号地块 | 苏州 | 2 | 50% | 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 | 16.6 | 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 | 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 | 17921 | 28000 |
| 宁波市东部新城核心区地块 | 宁波 | 2 | 34% | 商住 | 15.7 | 35 | 40.9 | 11670 | 35000 |
| 杭州市 FG19-R21-21 地块 | 杭州 | 2 | 100% | 住宅 | 3.6 | 9 | 13.8 | 15249 | 28104 |
| 杭州市 FG21-R21-23 地块 | 杭州 | 2 | 50% | 住宅 | 4 | 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 | 20.3 | 9 | 4448 | 23657 |
| 深圳国际会展中心地块 | 深圳 | 1 | 50% | 商业 | 52.8 | 154.3 | 310 | 20087 | 75506 |
| 武汉市青山滨江商务区地块 | 武汉 | 2 | 100% | 商住 | 14.4 | 78 | 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 | 26.6 | 88 | 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 | 8561 | 13382 |
| 大连市体育中心四期 A 区地块 | 大连 | 2 | 100% | 商住 | 9.4 | 23.47 | 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 | 7.47 | 17.1 | 33.9 | 1981 | 24783 |
| 大连市体育中心 B 区地块 | 大连 | 2 | 100% | 商住 | 5.1 | 12.61 | 4.3 | 2392 | 9300 |
| 南京浦口区左所东路项目 | 南京 | 2 | 100% | 住宅用地 | 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 | 8 | 3.33 | 4163 | 6201 |
| 上海宝山邮轮母港项目 | 上海 | 1 | 45% | 商业码头 | 3.6 | 15.87 | 8.01 | 5044 | 41964 |
| 上海宝山邮轮母港项目 | 上海 | 1 | 45% | 商办 | 1.1 | | | | 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 |
| 杭州艮北新城核心区西地块* | 杭州 | 2 | 30% | 综合 | 11.4 | 24.4 | 60.1 | 25643 | 31000 |
| 16 年土地储备合计 | | | | | 289 | 702.3 | 905 | | |

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图22：深圳国际会展中心区位



数据来源：百度地图，广发证券发展研究中心

图23：深圳国际会展中心规划情况

| 类型 | 面积 (万方) | 附注 |
|------|---------|------------------------|
| 会展中心 | 91.0 | 资产归政府所有 |
| 酒店 | 25.0 | 建成后自持管理 |
| 商业 | 32.1 | 周边可比住宅售价 |
| 公寓 | 69.7 | 48000 元/平米 |
| 办公 | 26.2 | 周边可比办公售价 40000 元/平米 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

在16年的土地拓展过程中，最值得关注的是在8月份与华侨城共同获取深圳国际会展中心(一期)项目地块，该项目位于大空港片区，总规划建筑面积为245.33万方，扣除建成后由政府所有的会展中心91万平米，还包括配套商业共154.3万平米，总价为310亿元。会展中心汇集了深圳未来几年重点的市政工程，深中通道、深圳机场T4航站楼、深莞惠城际轨道、前海蛇口自贸区、科技中心、国际会展中心等等，可谓是集齐了全球少有的海陆空铁立体式交通要素，以及难得的产业基础。

其他业务顺利拓展，“大”资源获取模式正式开启

除了地产开发主业的拓展外，我们关注到公司在16年全年在产业地产、邮轮业务以及前海土地转型等方面都取得了一定的进展，在地产主体业务顺利发展的同时，两翼业务加速推进。

根据前海目前土地转型与开发进展，预计将在2018年开工建设，2017年公司将主要以太子湾、大空港两个项目为主要投资方向。2016年公司各项工作稳步推进，进一步增加了在深圳区域的土地储备，在城市西拓的过程中，将会在继续承接政府市政目标的同时，增加资源规模。

表 2: 16 年招商蛇口在产业新城、邮轮母港以及土地转型等工作的进展

| 类型 | 时间 | 具体事项 |
|-----------|--------|--|
| 产业新城 | 8月23日 | 与北京市通州区人民政府以签署《关于共同建设台湖镇项目的合作框架协议》，公司将与通州区政府建立以平台公司为统筹管理主体，以两个发展集团为实施主体的合作架构。 |
| 邮轮业务 | 4月10日 | 招商局蛇口工业区控股股份有限公司与云顶香港有限公司于2016年4月9日签署了《战略合作框架协议书》，双方围绕大力发展中国邮轮产业的目标，以深圳蛇口太子湾邮轮母港为基地，发挥各自优势资源，进一步开发建设太子湾邮轮港口 |
| | 5月17日 | 发布《招商局蛇口工业区控股股份有限公司关于太子湾获准设立“中国邮轮旅游发展实验区”的公告》，深圳市文体旅游局转发国家旅游局办公室同意在深圳市南山蛇口工业区太子湾设立“中国邮轮旅游发展实验区”，且实验区占地面积9.4平方公里。 |
| 土地性质变化与推进 | 6月18日 | 招商局蛇口工业区控股股份有限公司控股的平台公司将作为出资主体，与前海管理局指定的出资方共同组建合资公司推进自贸区建设。协议双方在合资公司的股权比例为50:50，由招商局集团实现财务并表；前海管理局由其下属前海开发投资控股有限公司与招商局集团下属招商局蛇口工业区控股股份有限公司控股的平台公司共同组建合资公司。 |
| | 10月27日 | 签署了《关于招商局集团前海湾物流园区土地整备框架协议书》，整备面积为约2.9平方公里，土地使用年期的起始日期为2015年1月1日，土地增值收益四六分成 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司在17年初公布了和武钢集团和武汉市青山区有资本投资集团的合作，以三方共同同意且具备开发条件的武钢集团的存量土地资源为基础，通过平台公司展开开发业务。此次合作的模式是招商蛇口土地资源拓展的一种全新模式的探索，也是继蛇口整体上市时的注入园区后，又一次通过存量土地资源盘活的形式，获得了大量的优

质资源。

图24：招商蛇口的核心城市“大”资源获取战略



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

招商蛇口目前积极通过“产业园区”、“国有企业存量土地资源盘活”以及“港城联动等方式”，积极响应国家“产地”挂钩的土地利用思想，利用自身在蛇口的开发经验和现有的运作模式，锁定更多的优质资源，逐步建立属于招商蛇口的园区开发模式。

期权激励计划推出，公司充满信心

2016年12月19日，公司召开第一届董事会2016年第十六次临时会议和第一届监事会2016年第九次临时会议，审议通过了《关于调整股票期权首次授予计划激励对象及授予数量的议案》，公司向激励对象定向发行公司A股股票，计划授予4,901万股（首批授予4,407.6万股+预留493.4万股），占比总股本的0.620%。公司股票期权首次授予计划的授权日为2016年12月19日，本计划有效期为自首次授予权益日起5年，第3、4、5年开始行权，每年行权比例30%；行权价格确定为19.51元。

期权激励对象及变动情况

2016年11月29日提出股权激励计划，完成了在当初整体上市时对于高管激励的承诺。公司股票期权首次授予计划激励对象中程正林、吴粤由于个人原因，根据公司《股票期权首次授予计划（草案）》的相关规定，本次暂不授予上述人员股票期权，故公司股票期权首次授予期权的总数量由4,441.1万份调整为4,407.6万份激励对象人数由254人调整为252人。

其中，本计划首批授予的4,407.6万份股票期权中的520万份（占首批授予量的11.80%）将授予公司董事及高级管理人员。本计划首批授予的4,407.6万份股票期权

中的3887.6份（占首批授予总量88.20%）将授予除高级管理人员以及与上述岗位相同级别的高级管理岗位人员之外的其他激励对象。

表 3: 招商蛇口董事、高级管理人员及总量

| 序号 | 姓名 | 职务 | 获授股票期权数量 (万份) | 获授股票期权数量 (万份) | 占公司股本总额的比例 |
|---------------|-----|---------|---------------|---------------|------------|
| 1 | 杨天平 | 副董事长 | 51.3 | 1.05% | 0.006% |
| 2 | 褚宗生 | 董事 | 34 | 0.69% | 0.004% |
| 3 | 许永军 | 董事、总经理 | 70.4 | 1.44% | 0.009% |
| 4 | 刘伟 | 董事、副总经理 | 66.9 | 1.37% | 0.008% |
| 5 | 罗慧来 | 董事 | 28 | 0.57% | 0.004% |
| 6 | 朱文凯 | 常务副总经理 | 46.2 | 0.94% | 0.006% |
| 7 | 黄均隆 | 财务总监 | 37.2 | 0.76% | 0.005% |
| 8 | 张林 | 副总经理 | 37.2 | 0.76% | 0.005% |
| 9 | 赵军 | 副总经理 | 37.2 | 0.76% | 0.005% |
| 10 | 龚镭 | 副总经理 | 37.2 | 0.76% | 0.005% |
| 11 | 何飞 | 副总经理 | 37.2 | 0.76% | 0.005% |
| 12 | 刘宁 | 董事会秘书 | 37.2 | 0.76% | 0.005% |
| 公司其他核心高管 18 人 | | | 526.6 | 10.74% | 0.067% |
| 核心管理人员 206 人 | | | 3,119 | 10.74% | 0.395% |
| 核心技术人员 16 人 | | | 242 | 4.94% | 0.031% |
| 首批授予合计 252 人 | | | 4,407.6 | 89.93% | 0.558% |
| 预留授予 | | | 493.4 | 10.07% | 0.062% |
| 总量 | | | 4,901 | 100.00% | 0.620% |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

激励对象获取期权实际收益将以期初核定的股票期权预期收益为基础，与公司业绩完成情况和激励对象个人业绩考核结果挂钩，激励对象个人实际激励收益最高不超过本期股票期权授予时其薪酬总水平的40%。

公司设定期权激励行权条件：

(1) 第3-5年前一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净资产收益率(ROE) 分别不低于 13%、14%、15%；

(2) 第3-5年前一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率分别不低于 13%、13%、13%；

(3) 达成集团下达的 EVA考核目标；

(4) 自授权日至每一批期权行权期结束日，在满足上述三条业绩条件的基础上，须有至少十个交易日的交易价格达到公司上市发行价(除权后)的23.34元或以上，激励对象方可行权。若在行权前公司发生资本公积金转增股份、派送股票红利、股票拆细、缩股、派息、配股或增发等事项，应对前述交易价格目标进行相应的调整。

行权期内未能行权的部分，在以后时间不得行权。本计划有效期满后，未行权的股票期权全部作废，由公司收回并统一注销

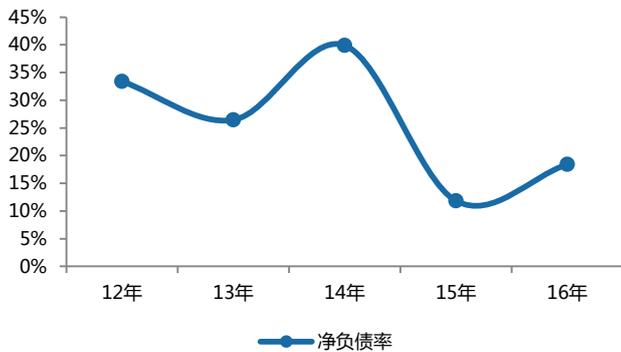
净利润预测

本次计划中，公司承诺第3-5年扣非净利润增速分别不低于13%，根据公司的业绩承诺以及已经完成的情况来看，18年、19年以及20年需要行权的最低净利润规模分别为99.5亿、138亿和149亿元。

融资成本降低，杠杆结构稳定

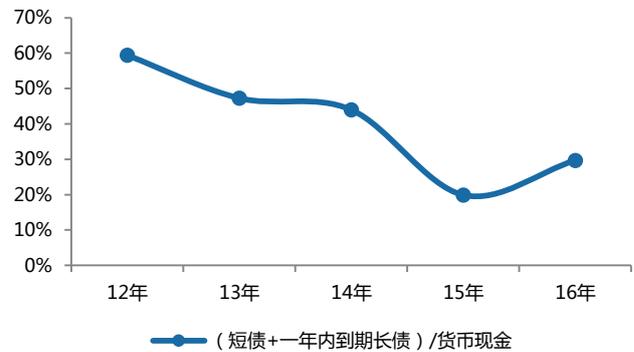
16年公司积极展开融资工作，存量融资平均成本仅有4.5%，在通过灵活的债券融资工具和销售回款的保障下，即便公司土地投资规模大幅增加，截止到16年末公司净负债率依旧维持在18%的水平，显著低于行业平均水平。短期负债和一年内到期长期负债占货币现金的比例不到30%，财务状况维持的非常理想。

图25: 招商蛇口净负债率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图26: 招商蛇口（短债+一年内到期长债）/货币现金



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

16年和17年我们认为招商蛇口是储备年，储备资源，协调资金，业绩稳定增长和过渡，为太子湾和前海片区的全面开发做好准备。而且随着公司对于优质资源锁定能力的逐步加强，未来的业绩以及销售规模增长将更具弹性。关注17年公司整体开工以及融资业务的进展。预计17、18EPS分别为1.40、1.61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 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 186,573 | 210,952 | 256,043 | 320,097 | 389,130 |
| 货币资金 | 40,644 | 45,603 | 25,000 | 32,500 | 48,492 |
| 应收及预付 | 18,553 | 45,186 | 42,561 | 41,893 | 41,326 |
| 存货 | 121,380 | 114,187 | 182,506 | 239,728 | 293,336 |
| 其他流动资产 | 5,996 | 5,976 | 5,976 | 5,976 | 5,976 |
| 非流动资产 | 24,326 | 39,780 | 41,366 | 43,024 | 45,006 |
| 长期股权投资 | 2,100 | 2,952 | 3,690 | 4,336 | 5,094 |
| 固定资产 | 2,544 | 2,624 | 2,756 | 2,921 | 3,096 |
| 在建工程 | 526 | 372 | 886 | 1,382 | 1,863 |
| 无形资产 | 1,015 | 1,120 | 1,120 | 1,120 | 1,120 |
| 其他长期资产 | 18,141 | 32,712 | 32,915 | 33,266 | 33,834 |
| 资产总计 | 210,899 | 250,732 | 297,409 | 363,121 | 434,137 |
| 流动负债 | 102,894 | 120,788 | 163,122 | 210,130 | 273,699 |
| 短期借款 | 2,580 | 4,444 | 7,021 | 8,706 | 0 |
| 应付及预收 | 90,326 | 102,036 | 139,392 | 185,002 | 256,718 |
| 其他流动负债 | 9,988 | 14,308 | 16,709 | 16,423 | 16,981 |
| 非流动负债 | 45,842 | 52,118 | 43,456 | 45,867 | 34,833 |
| 长期借款 | 32,200 | 38,285 | 37,331 | 39,190 | 27,433 |
| 应付债券 | 7,726 | 8,133 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 5,916 | 5,700 | 6,125 | 6,677 | 7,400 |
| 负债合计 | 148,736 | 172,906 | 206,578 | 255,997 | 308,531 |
| 股本 | 7,904 | 7,904 | 7,904 | 7,904 | 7,904 |
| 资本公积 | 17,671 | 19,754 | 21,963 | 24,505 | 27,462 |
| 留存收益 | 20,269 | 27,796 | 36,633 | 46,799 | 58,627 |
| 归属母公司股东权 | 46,628 | 56,430 | 66,500 | 79,208 | 93,993 |
| 少数股东权益 | 15,535 | 21,395 | 24,332 | 27,916 | 31,612 |
| 负债和股东权益 | 210,899 | 250,732 | 297,409 | 363,121 | 434,137 |

现金流量表

单位: 百万元

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 2,084 | -12,715 | -19,845 | 9,506 | 40,644 |
| 净利润 | 8,047 | 12,187 | 13,982 | 16,293 | 18,482 |
| 折旧摊销 | 612 | 670 | 220 | 263 | 248 |
| 营运资金变动 | -7,574 | -7,773 | -28,338 | -10,945 | 18,675 |
| 其它 | 1,000 | -17,800 | -5,709 | 3,895 | 3,239 |
| 投资活动现金流 | -2,043 | 5,483 | -1,044 | -1,293 | -1,338 |
| 资本支出 | -1,484 | -1,317 | -777 | -953 | -935 |
| 投资变动 | 1,066 | 7,369 | -268 | -340 | -403 |
| 其他 | -1,625 | -570 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 14,273 | 11,756 | 286 | -713 | -23,314 |
| 银行借款 | 24,443 | 33,105 | 17,552 | 21,764 | 0 |
| 债券融资 | -21,167 | -21,112 | -13,528 | -18,506 | -19,905 |
| 股权融资 | 12,465 | 5,918 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1,468 | -6,155 | -3,738 | -3,971 | -3,409 |
| 现金净增加额 | 14,514 | 4,952 | -20,603 | 7,500 | 15,992 |
| 期初现金余额 | 26,097 | 40,611 | 45,563 | 24,961 | 32,461 |
| 期末现金余额 | 40,611 | 45,563 | 24,961 | 32,461 | 48,453 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 8.2% | 29.2% | 26.8% | 18.7% | 14.7% |
| 营业利润增长 | 3.9% | 62.9% | 15.2% | 16.9% | 13.8% |
| 归属母公司净利润增长 | 51.4% | 97.5% | 15.3% | 15.0% | 16.3% |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 37.7% | 34.5% | 35.9% | 35.8% | 35.9% |
| 净利率 | 16.3% | 19.2% | 17.3% | 17.0% | 16.8% |
| ROE | 10.4% | 17.0% | 16.6% | 16.0% | 15.7% |
| ROIC | 12.5% | 11.2% | 12.4% | 13.2% | 17.3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 70.5% | 69.0% | 69.5% | 70.5% | 71.1% |
| 净负债比率 | 11.8% | 18.4% | 34.0% | 24.8% | -7.4% |
| 流动比率 | 1.81 | 1.75 | 1.57 | 1.52 | 1.42 |
| 速动比率 | 0.63 | 0.70 | 0.39 | 0.34 | 0.32 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.26 | 0.28 | 0.29 | 0.29 | 0.28 |
| 应收账款周转率 | 521.38 | 392.53 | 246.47 | 171.73 | 128.06 |
| 存货周转率 | 0.28 | 0.35 | 0.35 | 0.29 | 0.26 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.61 | 1.21 | 1.40 | 1.61 | 1.87 |
| 每股经营现金流 | 0.26 | -1.61 | -2.51 | 1.20 | 5.14 |
| 每股净资产 | 5.90 | 7.14 | 8.41 | 10.02 | 11.89 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 28.8 | 14.6 | 12.6 | 11.0 | 9.4 |
| P/B | 3.0 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 10.1 | 8.0 | 6.6 | 4.5 |

利润表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 营业收入 | 49,222 | 63,573 | 80,600 | 95,655 | 109,745 |
| 营业成本 | 30,677 | 41,617 | 51,687 | 61,439 | 70,351 |
| 营业税金及附加 | 5,204 | 6,171 | 6,533 | 7,543 | 8,624 |
| 销售费用 | 1,124 | 1,160 | 1,339 | 1,719 | 2,223 |
| 管理费用 | 1,227 | 1,066 | 1,231 | 1,580 | 2,043 |
| 财务费用 | 1,549 | 1,418 | 1,574 | 1,738 | 1,898 |
| 资产减值损失 | 7 | -51 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 7 | -57 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 585 | 4,203 | 590 | 369 | 434 |
| 营业利润 | 10,027 | 16,338 | 18,827 | 22,004 | 25,039 |
| 营业外收入 | 445 | 219 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 62 | 78 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 10,410 | 16,480 | 18,827 | 22,004 | 25,039 |
| 所得税 | 2,364 | 4,293 | 4,845 | 5,712 | 6,558 |
| 净利润 | 8,047 | 12,187 | 13,982 | 16,293 | 18,482 |
| 少数股东损益 | 3,196 | 2,605 | 2,936 | 3,584 | 3,696 |
| 归属母公司净利润 | 4,850 | 9,581 | 11,046 | 12,708 | 14,785 |
| EBITDA | 11,603 | 14,229 | 20,031 | 23,637 | 26,751 |
| EPS(元) | 0.61 | 1.21 | 1.40 | 1.61 | 1.87 |

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。