

2017年04月10日

招商蛇口 (001979.SZ)

争做雄安新区建设标兵、蛇口模式全国输出

■ **事件:** 公司发布 2016 年报: 全年实现营业收入 635.72 亿元, 同比增长 29.15%; 归属上市公司股东净利润 95.81 亿元, 同比增长 97.52%, EPS1.21 元/股。同时招商局发布新闻, 将利用自身城市及园区综合开发和运营优势, 积极参与雄安新区建设, 争做雄安新区建设标兵。

■ **业绩放量, 顺利完成业绩目标:** 1) **盈利能力增强:** 公司 2016 年扣非后归母净利润 89.42 亿, 超过上市时 85.85 亿的业绩目标; 基本 EPS1.21, 同比增长 37.50%; 税后毛利率达到 24.83%, 净利率 19.17%, 加权平均 ROE 达到 19.04%。2) **杠杆水平、融资成本均处于历史低位:** 期末公司有息负债余额 602 亿元, 长短债比例为 89: 11、直接/间接融资比例 39: 51。综合资金成本约 4.5%, 同比降 0.39 个 pct; 整体资产负债率降至 68.96%, 同比降 1.56 个 pct。

■ **全年销售金额超 730 亿, 今年剑指千亿:** 公司 2016 年销售面积 471.15 万平方米, 同比增长 36%, 全年销售金额 739.34 亿元, 同比增长 28.41%, 超额完成全年 650 亿元销售目标。销售金额排名 14 位, 权益金额排名 17 位。1-2 月, 公司累计实现签约销售面积 77.26 万方 (+98.51%); 签约销售金额 154.48 亿元 (+95.67%), 前两月达到千亿目标的 15.45%;

■ **土储一二线占比较大, 计划新增货值近 1500 亿:** 1) **现有储备一二线占比大:** 报告期内, 公司新增土地储备计容建面 702 万方, 其中权益面积 431 万方, 一线城市占比 52%, 二线城市占比 48%, 无三四线项目。截至年末, 公司总储备 1826 万方, 权益 1291 万方, 其中一线占比 36%, 二线占比 49%, 三线占比 15%, 而货值 80%-90% 在一、二线。2) **计划加大土地投资力度:** 2017 年, 公司计划可售货值将达到 2190 亿左右, 而 2017 预计新增货值 1490 亿, 深圳占 24% (前值 16%)。3) **优质投资性物业大增, 潜在变现价值大:** 公司期末拥有可出租面积 239.11 万方的投资性物业, 全年公司投资性房地产余额同比增加 116.80%, 占总资产比例提高到 10.13%, 而存货占比降至 45.54%, 主要部分新项目转至投资性房地产。公司 2016 年通过股权转让整体销售“南海意库梦工场大厦”和“前海湾花园”, 产生投资收益 36.09 亿元。

■ **“蛇口模式”全国输出, 把握雄安千年机遇:** 1) **蛇口政企合作模式输出元年:** 2016 年, 公司背靠百年招商局, 在深圳前海片区的土地整合及政企合作取得实质性进展, 公司园区及产业新城资源的获取的模式扩张迅速, 目前已经形成了京津冀 (通州台湖, 81.3 平方公里)、珠三角 (蛇口 10.85 平方公里、前海 3.9 平方公里、东莞长安 20.4 平方公里等) 一带一路 (中白工业园、吉布提自贸区等) 的区域版图。邮轮母港已覆盖深圳、厦门、青岛、上海等城市。2) **招商局有望深度涉入雄安新区建设:** 根据招商局公开信息“集团主要领导将带队赴雄安新区调研考察, 将与河北省委省政府商讨加强合作、融入发展”, 积极参与雄安新区万亿级基础设施及公共服务建设。公司作为招商局旗下优质社区、园区综合运营商, 预计将扮演重要地位。招商局将利用自身城市及园区综合开发和运营优势, 积极参与雄安新区建设, 争做雄安新区建设标兵。

■ **投资建议:** 我们此前已多次提示雄安新区投资三个层次, 公司作为招商局旗下优质的城市综合运营商, 政企合作的产园结合“蛇口模式”已在全国快速复制, 未来将能为雄安新区建设贡献力量。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.35、1.73 和 2.36, 对应估值 13.5X、10.5X、7.7X, 给予“买入-A”评级, 6 个月目标价 25.6 元。

■ **风险提示:** 国内外宏观形势不稳定, 地方政策与客群收入不稳定, 雄安新区建设不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	49,222.4	63,572.8	84,049.6	107,844.1	134,815.2
净利润	4,850.3	9,581.4	10,643.8	13,684.6	18,625.2
每股收益(元)	0.61	1.21	1.35	1.73	2.36
每股净资产(元)	5.90	7.14	7.96	9.17	10.69
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	31.8	16.1	14.5	11.3	8.3
市净率(倍)	3.3	2.7	2.5	2.1	1.8
净利率	9.9%	15.1%	12.7%	12.7%	13.8%
净资产收益率	10.4%	17.0%	16.9%	18.9%	22.0%
股息收益率	1.3%	0.0%	2.1%	2.9%	4.1%
ROIC	20.0%	26.1%	26.8%	28.9%	61.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

园区

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **25.6 元**
股价 (2017-04-07) **18.19 元**

交易数据

总市值 (百万元)	143,775.45
流通市值 (百万元)	34,550.62
总股本 (百万股)	7,904.09
流通股本 (百万股)	1,899.43
12 个月价格区间	13.70/20.06 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.31	7.14	13.69
绝对收益	2.25	8.86	19.65

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

招商蛇口: 成长性地产龙头, 业绩持续兑现	2017-01-17
招商蛇口: 业绩放量, 前海出蛟龙——公司三季报点评	2016-11-01
招商蛇口: 9 月销售再提速, 太子湾土地增值可观	2016-10-10
招商蛇口: ——招商蛇口半年报点评	2016-08-24
招商蛇口: 招商蛇口动态分析	2016-08-15

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,222.4	63,572.8	84,049.6	107,844.1	134,815.2	成长性					
减:营业成本	30,676.9	41,617.1	53,732.9	68,362.4	81,482.3	营业收入增长率	8.2%	29.2%	32.2%	28.3%	25.0%
营业税费	5,203.8	6,171.1	8,514.2	10,191.3	12,470.4	营业利润增长率	3.9%	62.9%	15.2%	36.3%	41.5%
销售费用	1,124.3	1,159.9	1,689.4	1,984.3	2,642.4	净利润增长率	51.4%	97.5%	11.1%	28.6%	36.1%
管理费用	1,226.7	1,066.1	1,689.4	2,210.8	2,709.8	EBITDA 增长率	8.8%	51.2%	14.0%	30.2%	38.1%
财务费用	1,548.6	1,417.7	1,481.9	943.6	679.5	EBIT 增长率	9.5%	53.4%	14.4%	31.0%	39.1%
资产减值损失	6.9	-51.3	-214.9	-145.0	-137.0	NOPLAT 增长率	24.6%	46.8%	20.6%	32.2%	38.4%
加:公允价值变动收益	7.0	-56.5	-12.1	3.5	4.1	投资资本增长率	12.3%	17.3%	23.0%	-34.8%	69.5%
投资和汇兑收益	585.1	4,202.6	1,683.5	1,367.0	1,354.0	净资产增长率	36.9%	25.2%	13.9%	18.5%	21.0%
营业利润	10,027.3	16,338.2	18,828.0	25,667.2	36,326.0	利润率					
加:营业外净收支	383.1	141.6	448.4	324.4	304.8	毛利率	37.7%	34.5%	36.1%	36.6%	39.6%
利润总额	10,410.3	16,479.8	19,276.4	25,991.6	36,630.8	营业利润率	20.4%	25.7%	22.4%	23.8%	26.9%
减:所得税	2,363.8	4,293.0	4,242.7	5,536.2	7,932.4	净利润率	9.9%	15.1%	12.7%	12.7%	13.8%
净利润	4,850.3	9,581.4	10,643.8	13,684.6	18,625.2	EBITDA/营业收入	24.8%	29.0%	25.0%	25.4%	28.0%
						EBIT/营业收入	23.5%	27.9%	24.2%	24.7%	27.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	18	15	10	6	3
						流动营业资本周转天数	337	307	276	193	166
						流动资产周转天数	1,210	1,126	998	924	862
						应收帐款周转天数	100	142	138	129	135
						存货周转天数	812	667	599	527	462
						总资产周转天数	1,387	1,307	1,173	1,071	995
						投资资本周转天数	348	310	282	200	170
						投资回报率					
						ROE	10.4%	17.0%	16.9%	18.9%	22.0%
						ROA	3.8%	4.9%	5.1%	5.9%	7.2%
						ROIC	20.0%	26.1%	26.8%	28.9%	61.3%
						费用率					
						销售费用率	2.3%	1.8%	2.0%	1.8%	2.0%
						管理费用率	2.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%
						财务费用率	3.1%	2.2%	1.8%	0.9%	0.5%
						三费/营业收入	7.9%	5.7%	5.8%	4.8%	4.5%
						偿债能力					
						资产负债率	70.5%	69.0%	70.1%	69.5%	68.3%
						负债权益比	239.3%	222.2%	234.9%	228.1%	215.3%
						流动比率	1.81	1.75	1.71	1.64	1.72
						速动比率	0.63	0.80	0.60	0.81	0.75
						利息保障倍数	7.48	12.52	13.71	28.20	54.46
						分红指标					
						DPS(元)	0.26	-	0.41	0.57	0.80
						分红比率	42.4%	0.0%	30.1%	33.2%	34.1%
						股息收益率	1.3%	0.0%	2.1%	2.9%	4.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8,046.6	12,186.9	10,643.8	13,684.6	18,625.2	EPS(元)	0.61	1.21	1.35	1.73	2.36
加:折旧和摊销	693.5	799.3	704.9	743.6	778.2	BVPS(元)	5.90	7.14	7.96	9.17	10.69
资产减值准备	6.9	-51.3	-	-	-	PE(X)	31.8	16.1	14.5	11.3	8.3
公允价值变动损失	-7.0	56.5	-12.1	3.5	4.1	PB(X)	3.3	2.7	2.5	2.1	1.8
财务费用	1,254.8	1,740.0	1,481.9	943.6	679.5	P/FCF	49.7	12.0	31.5	4.2	28.1
投资损失	-585.1	-4,202.6	-1,683.5	-1,367.0	-1,354.0	P/S	3.1	2.4	1.8	1.4	1.1
少数股东损益	3,196.2	2,605.5	4,389.8	6,770.7	10,073.1	EV/EBITDA	13.8	7.2	7.8	4.7	4.0
营运资金的变动	-7,377.1	-22,975.0	-13,252.7	26,402.8	-33,992.4	CAGR(%)	36.5%	33.0%	31.7%	36.5%	33.0%
经营活动产生现金流量	2,084.3	-12,714.7	2,272.2	47,181.9	-5,186.2	PEG	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-2,042.6	5,482.7	-1,692.2	-5,344.0	-6,173.8	ROIC/WACC	2.6	3.4	3.5	3.7	7.9
融资活动产生现金流量	14,273.3	11,755.7	2,103.9	-6,964.7	12,459.9	REP	1.3	0.7	0.7	0.7	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034