

# 招商蛇口 (001979.SZ)

## 销售增速维持稳定，推出项目跟投计划

### 核心观点:

#### ● 调控压力加大，销售强度维持稳定

2017年5月，招商蛇口实现签约销售面积47.98万平方米，同比增长33.95%；签约销售金额89.21亿元，同比增长61.06%，增速与上月相比上升22个百分点，环比上升13.9%，维持了较高的月均销售强度。1-5月签约销售金额432.62亿元，同比增加77.38%，前五个月已完成全年1000亿目标的43.3%，销售均价18262元/平米，与16年相比上升16.9%。招商蛇口17年货值有80%分布在一二线城市，处于行业管控的高压区域，在这样的货值分布情况下依旧取得了较好的增速表现，可以看出公司在2017年提高整体经营和销售效率的决心。

#### ● 拿地节奏稳定，进入嘉兴市场

17年5月公司新增4个项目，占地面积25.3万方，规划建筑面积60.3万方，土地投资总价格为98亿元。前5月累计获取项目规划建筑面积179万方，土地投资总额312亿元，占销售金额比例72%，维持了较高的投资力度。5月公司战略性的进入了嘉兴桐乡市，通过一些小盘项目战略性的布局核心城市周边的卫星城，拓展自身的项目覆盖半径。

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

5月底公司提出了员工项目跟投计划，尽管明细方案尚未公布，但作为国有地产公司推出项目跟投，招商积极提升自身开发和周转效率的决心可见一斑。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。

#### ● 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	14,657
增长率(%)	51.36%	97.54%	15.29%	15.05%	15.33%
EPS(元/股)	0.61	1.21	1.40	1.61	1.85
市盈率(P/E)	33.13	16.77	14.55	12.64	10.96
市净率(P/B)	3.45	2.85	2.42	2.03	1.71
EV/EBITDA	13.94	10.11	9.97	8.27	6.54

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

20.33元

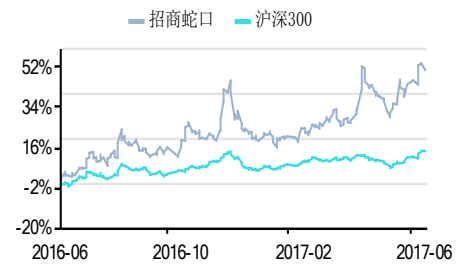
前次评级

买入

报告日期

2017-06-14

### 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

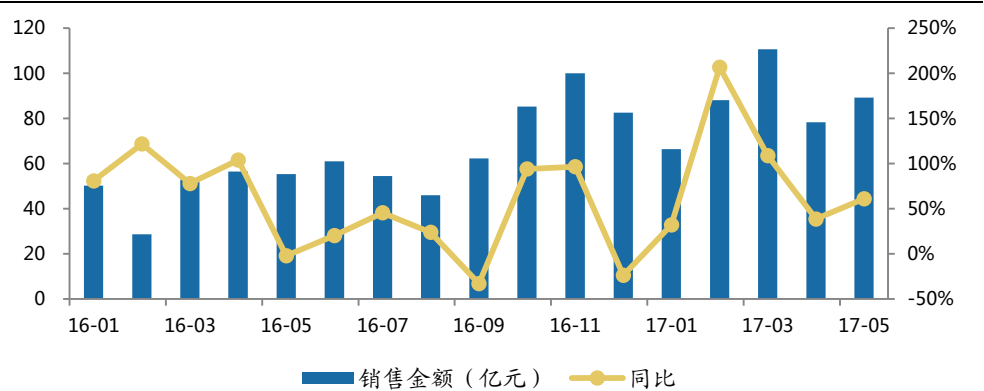
### 相关研究:

业绩超预期增长，核心资源优势进一步加强	2017-04-10
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

## 维持稳定销售强度

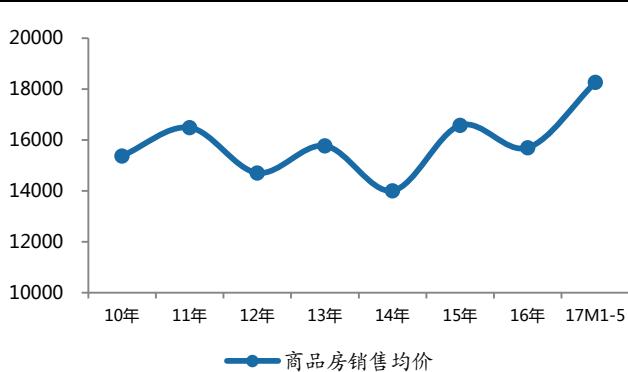
2017年5月，招商蛇口实现签约销售面积47.98万平方米，同比增长33.95%，增速收窄1.3个百分点，环比下降7.1%；签约销售金额89.21亿元，同比增长61.06%，增速与上月相比上升22个百分点，环比上升13.9%，维持了较高的月均销售强度。1-5月，公司累计实现签约销售面积236.90万平方米，同比增加56.21%；签约销售金额432.62亿元，同比增加77.38%，前五个月已完成全年1000亿目标的43.3%。5月销售单价18593元/平米，前五个月平均销售均价18262元/平米，与16年相比上升16.9%。

图1：招商蛇口月度销售金额（亿元）及增速



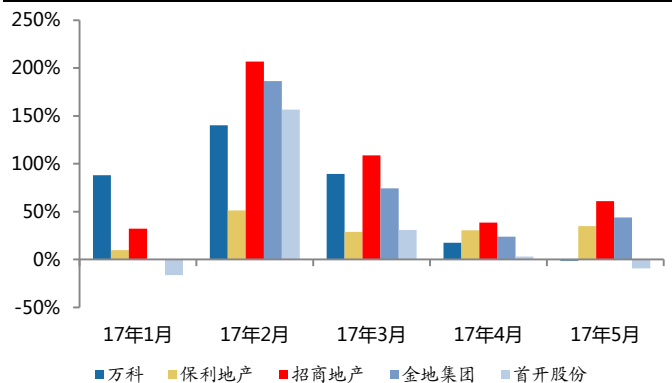
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：招商蛇口销售均价表现（元/平米）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：主流地产公司单月销售增速对比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

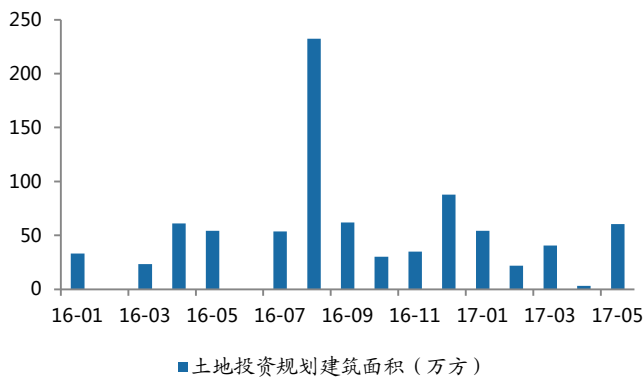
17年前5月，A股地产公司都维持了较好的销售增速状态，各公司都在2月份的单月销售金额同比增速高点之后，出现了不同程度的回落，尤其在3月大部分一线以及二线城市进一步收紧了限购限贷政策，政府对于预售证的管控也愈发严格，推货进度和去化率水平都出现了不同程度的下降。招商蛇口17年货值有80%分布在一二线城市，处于行业管控的高压区域，在这样的货值分布情况下依旧取得了较好的增速表现，

可以看出公司在2017年提高整体经营和销售效率的决心。

## 拿地节奏稳定，进入嘉兴市场

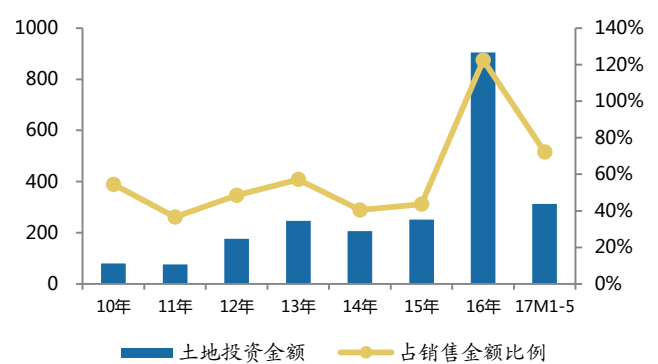
17年5月公司新增4个项目，占地面积25.3万方，规划建筑面积60.3万方，土地投资总价格为98亿元，与5月份单月销售规模基本相当。公司17前5月累计获取项目占地面积88.1万方，规划建筑面积179万方，土地投资总额312亿元，占销售金额比例72%，维持了较高的投资力度。

图4：招商蛇口月度土地获取规模（万方）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：招商蛇口土地投资金额（亿元）占销售比例



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表1：招商蛇口17年拿地明细

时间	项目/土地	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/平方米)	(元/平方米)
2017年1月	合肥新站 XZQTD213 地块项目	100%	住宅	6.2	11.2	8.6	7665	14500
2017年1月	合肥新站 XZQTD214 地块项目	100%	住宅	5.0	9.0	7.2	8048	14500
2017年1月	合肥市滨湖 BH2016-19 地块	100%	商住	10.3	25.0	30.2	12095	20000
2017年1月	佛山市高明河 TD2016 (GM)	100%	住宅零售	6.0	9.0	1.4	1500	8500
2017年2月	南京秦淮区越城天地 G98 地块项目	34%	商住	19.9	21.7	98.1	45151	75000
2017年3月	广州市增城章坡项目	74%	住宅	8.6	31.2	43.5	13944	19000
2017年3月	北京市朝阳区金盏 603 地块项目	33%	商办用地	4.6	9.2	22.5	24369	48000
2017年4月	杭州市半山田园 C2-05 地块项目	100%	商业	2.1	3.1	2.9	9418	20000
2017年5月	珠海高新区 2017-19 地块项目	100%	住宅	1.1	3.4	6.9	20000	20000
2017年5月	佛山九江沙龙路项目	100%	商住	8.1	23.2	20.2	8691	8500
2017年5月	嘉兴桐乡市宏晖路项目	100%	商住	5.2	10.4	10.9	10454	16000
2017年5月	杭州良北新城商业核心区东地块项目	40%	商住	10.8	23.3	60.1	25787	35000
17年合计				<b>88.10</b>	<b>179.72</b>	<b>312.36</b>	<b>17380</b>	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

5月份公司的拿地布局重点依旧围绕在长三角和珠三角区域，延续了17年初以来识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

的土地投资策略，核心还是在一二线城市补充土地储备。此外，公司战略性的进入了嘉兴桐乡市，通过一些小盘项目战略性的布局，核心城市周边的卫星城，拓展自身的项目覆盖半径。该项目为与桐乡市宏晖路，平均楼面价格10454元/平米，周边可比项目碧桂园梧桐府售价为16000/平米。

## 推进员工跟投，提效重要一步

公司在17年5月底发布公告，在本年度第三次临时股东大会上全票通过了《关于审议〈项目跟投管理制度〉的议案》。跟投项目范围为自《项目跟投管理制度》通过之日起，由城市公司操盘开发的，通过市场化的方式获取土地的销售型项目；跟投人员按照岗位职责及其对跟投项目负责任的关联程度与重要程度，分为强制跟投和自愿跟投，对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投，除强制跟投人员外，允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投；跟投人员通过信托计划或资管计划等合规的投资结构实施跟投；单一项目跟投总金额上限不超过该项目资金峰值的5%。

具体的跟投项目和计划目前尚未公告，但作为国有地产公司推出项目跟投，公司积极提升自身开发和周转效率的决心可见一斑。此次跟投计划主要集中在市场化获取的土地项目上，对于资产注入的前海、太子湾以及蛇口项目，应该暂不使用，而将资源向项目和市场类项目在管理结构和激励方式做一定区分，可以更好的适应不同类型项目的开发特点。

## 盈利预测与投资评级

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。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
<b>流动资产</b>	<b>186,573</b>	<b>210,952</b>	<b>256,043</b>	<b>320,097</b>	<b>398,233</b>
货币资金	40,644	45,603	25,000	32,500	42,500
应收及预付	18,553	45,186	42,561	41,893	47,326
存货	121,380	114,187	182,506	239,728	302,431
其他流动资产	5,996	5,976	5,976	5,976	5,976
<b>非流动资产</b>	<b>24,326</b>	<b>39,780</b>	<b>41,366</b>	<b>43,024</b>	<b>45,014</b>
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	33,841
<b>资产总计</b>	<b>210,899</b>	<b>250,732</b>	<b>297,409</b>	<b>363,121</b>	<b>443,246</b>
<b>流动负债</b>	<b>102,894</b>	<b>120,788</b>	<b>154,989</b>	<b>201,997</b>	<b>269,248</b>
短期借款	2,580	4,444	7,021	8,706	3,725
应付及预收	90,326	102,036	131,259	176,868	248,543
其他流动负债	9,988	14,308	16,709	16,423	16,981
<b>非流动负债</b>	<b>45,842</b>	<b>52,118</b>	<b>51,589</b>	<b>54,000</b>	<b>48,553</b>
长期借款	32,200	38,285	37,331	39,190	33,020
应付债券	7,726	8,133	8,133	8,133	8,133
其他非流动负债	5,916	5,700	6,125	6,677	7,400
<b>负债合计</b>	<b>148,736</b>	<b>172,906</b>	<b>206,578</b>	<b>255,997</b>	<b>317,801</b>
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
资本公积	17,671	19,754	21,963	24,505	27,436
留存收益	20,269	27,796	36,633	46,799	58,525
归属母公司股东权益	46,628	56,430	66,500	79,208	93,865
少数股东权益	15,535	21,395	24,332	27,916	31,580
<b>负债和股东权益</b>	<b>210,899</b>	<b>250,732</b>	<b>297,409</b>	<b>363,121</b>	<b>443,246</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,084</b>	<b>-12,715</b>	<b>-19,845</b>	<b>9,506</b>	<b>25,644</b>
净利润	8,047	12,187	13,982	16,293	18,321
折旧摊销	612	670	220	263	248
营运资金变动	-7,574	-7,773	-36,471	-10,945	3,539
其它	1,000	-17,800	2,424	3,895	3,536
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,043</b>	<b>5,483</b>	<b>-1,044</b>	<b>-1,293</b>	<b>-1,338</b>
资本支出	-1,484	-1,317	-777	-953	-935
投资变动	<b>1,066</b>	<b>7,369</b>	<b>-268</b>	<b>-340</b>	<b>-403</b>
其他	-1,625	-570	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>14,273</b>	<b>11,756</b>	<b>286</b>	<b>-713</b>	<b>-14,306</b>
银行借款	24,443	33,105	17,552	21,764	9,312
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	-3,713
<b>现金净增加额</b>	<b>14,514</b>	<b>4,952</b>	<b>-20,603</b>	<b>7,500</b>	<b>10,000</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>26,097</b>	<b>40,611</b>	<b>45,563</b>	<b>24,961</b>	<b>32,461</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>40,611</b>	<b>45,563</b>	<b>24,961</b>	<b>32,461</b>	<b>42,461</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
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%	12.8%
归属母公司净利润增长	51.4%	97.5%	15.3%	15.0%	15.3%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	37.7%	34.5%	35.9%	35.8%	35.9%
净利率	16.3%	19.2%	17.3%	17.0%	16.7%
ROE	10.4%	17.0%	16.6%	16.0%	15.6%
ROIC	12.5%	11.2%	11.6%	12.5%	14.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	70.5%	69.0%	69.5%	70.5%	71.7%
净负债比率	11.8%	18.4%	42.9%	32.4%	11.3%
流动比率	1.81	1.75	1.65	1.58	1.48
速动比率	0.63	0.70	0.41	0.35	0.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.26	0.28	0.29	0.29	0.27
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	1.21	1.40	1.61	1.85
每股经营现金流	0.26	-1.61	-2.51	1.20	3.24
每股净资产	5.90	7.14	8.41	10.02	11.88
<b>估值比率</b>					
P/E	33.1	16.8	14.5	12.6	11.0
P/B	3.4	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	13.9	10.1	10.0	8.3	6.5

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>49,222</b>	<b>63,573</b>	<b>80,600</b>	<b>95,655</b>	<b>109,745</b>
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	2,107
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
<b>营业利润</b>	<b>10,027</b>	<b>16,338</b>	<b>18,827</b>	<b>22,004</b>	<b>24,830</b>
营业外收入	445	219	0	0	0
营业外支出	62	78	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>10,410</b>	<b>16,480</b>	<b>18,827</b>	<b>22,004</b>	<b>24,830</b>
所得税	2,364	4,293	4,845	5,712	6,508
<b>净利润</b>	<b>8,047</b>	<b>12,187</b>	<b>13,982</b>	<b>16,293</b>	<b>18,321</b>
少数股东损益	3,196	2,605	2,936	3,584	3,664
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,850</b>	<b>9,581</b>	<b>11,046</b>	<b>12,708</b>	<b>14,657</b>
EBITDA	11,603	14,229	20,031	23,637	26,751
EPS(元)	0.61	1.21	1.40	1.61	1.85

## 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。