

## 销售弹性显现，跨越发展可期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017H1 实现营业收入 194.0 亿 (-8.7%), 实现归属于上市公司股东的净利润 34.7 亿 (-9.5%)。
- **受地产结算量和结构的影响, 上半年业绩小幅下滑:** 2017 年上半年公司营业收入和归母净利润同比出现小幅的下降, 主因年度内房地产项目结转问题分布不均衡, 随着下半年结转量的提升, 全年营业收入或有所增长。此外, 公司园区开发和运营板块并未通过处置零星物业来换取短期业绩, 使得该板块毛利率有所下行, 这恰好反映了公司对于园区板块利润释放的节奏充满信心。2017 年是招商蛇口整合招商地产业绩承诺的最后一年, 我们认为完成承诺目标并无悬念。
- **销售弹性显现, 显著强于行业表现:** 2017 年上半年, 公司实现签约销售额 537 亿元, 同比增长 74%, 明显超过行业增速, 销售单价 18,842 元每平方米, 同比增长 14.9%, 也显著强于部分龙头房企。在市场分化、调控升级和信贷偏紧的背景下, 公司作为央企和品牌房企的优势开始凸显, 销售在铺排货值后能如期放量, 我们预计明年还可能通过资源的并购整合实现销售额的跨越式增长, 后期业绩增速有望显著超预期。
- **前海蛇口自贸区扩容, 园区开发运营提速:** 7 月 13 日, 深圳前海蛇口片区总体规划草案出台, 前海蛇口自贸区范围从 28.2 平方公里增加至 37.9 平方公里。公司在蛇口自贸区的土地资源包含在此次规划内, 该草案继续强化了公司在蛇口自贸区土地资源的内在价值。截至 2016 年末, 公司前海蛇口自贸片区累计注册企业 12.5 万家, 注册企业实现增加值 1410 亿元, 未来随着粤港澳大湾区的战略推进, 公司的园区开发运营有望提速并持续收益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.49 元、1.73 元和 2.04 元, 未来三年归母净利润将保持 18% 的复合增长率, 给予公司 2017 年 15 倍估值, 对应目标价 22 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 园区开发运营进度或低于预期、跨越式发展或推迟至后年。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	63572.83	73190.73	85702.53	103522.03
增长率	29.15%	15.13%	17.09%	20.79%
归属母公司净利润(百万元)	9581.42	11774.02	13666.97	16155.31
增长率	97.54%	22.88%	16.08%	18.21%
每股收益 EPS(元)	1.21	1.49	1.73	2.04
净资产收益率 ROE	15.66%	15.10%	14.92%	15.23%
PE	16	13	11	9
PB	1.97	1.68	1.41	1.20

数据来源: Wind, 西南证券

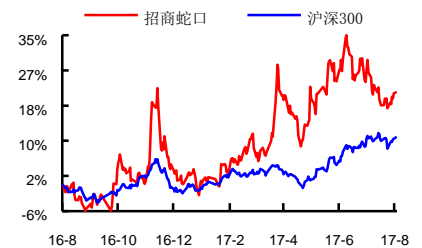
### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 黄仕川  
执业证号: S1250512040001  
电话: 023-63725713  
邮箱: hsc@swsc.com.cn

分析师: 王立洲  
执业证号: S1250514080001  
电话: 023-67914902  
邮箱: wanglz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



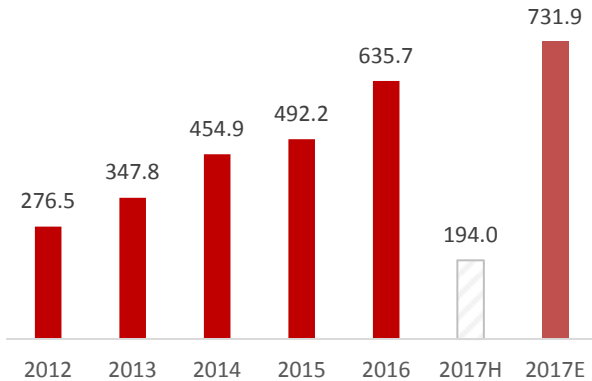
数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	79.04
流通 A 股(亿股)	18.99
52 周内股价区间(元)	15.34-22.08
总市值(亿元)	1,536.56
总资产(亿元)	2782.65
每股净资产(元)	7.07

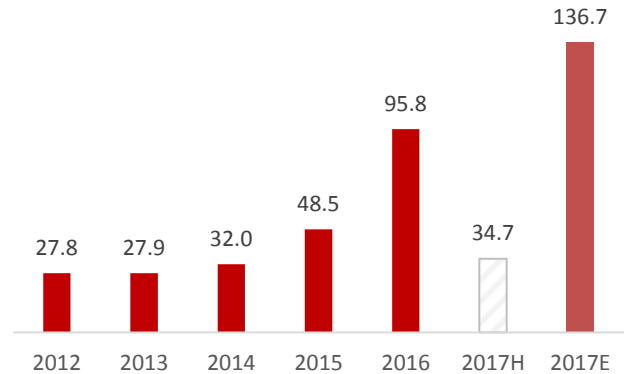
### 相关研究

图 1: 公司营业收入增长情况 (单位: 亿元)



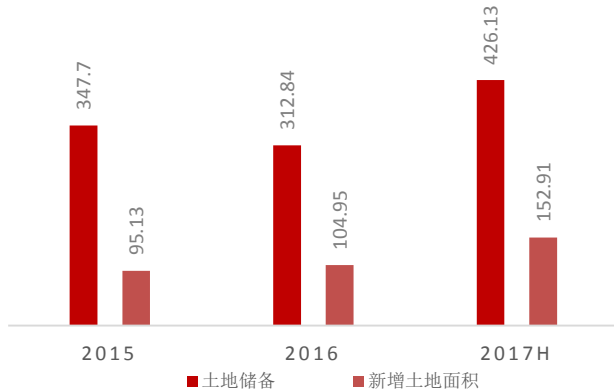
数据来源: wind、西南证券整理

图 2: 公司归母净利润增长情况 (单位: 亿元)



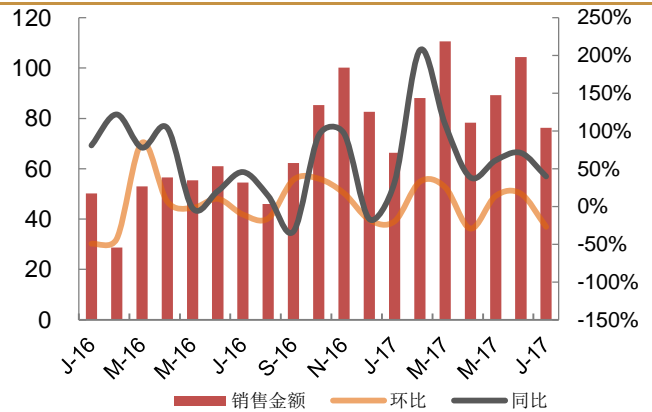
数据来源: wind、西南证券整理

图 3: 2016-2017 土地储备与新增土地面积 (单位: 万平方米)



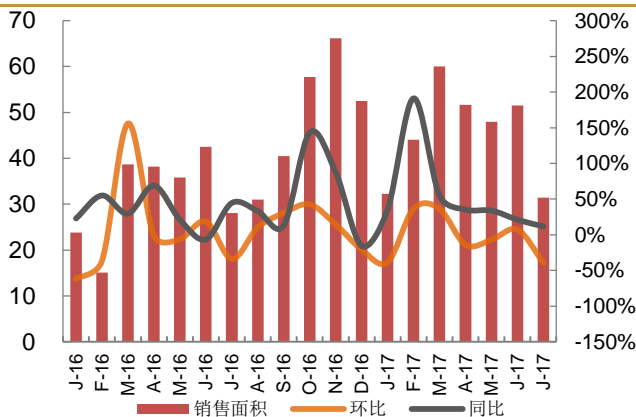
数据来源: wind、西南证券整理

图 4: 2016.1-2017.7 销售金额变化情况 (单位: 亿元)



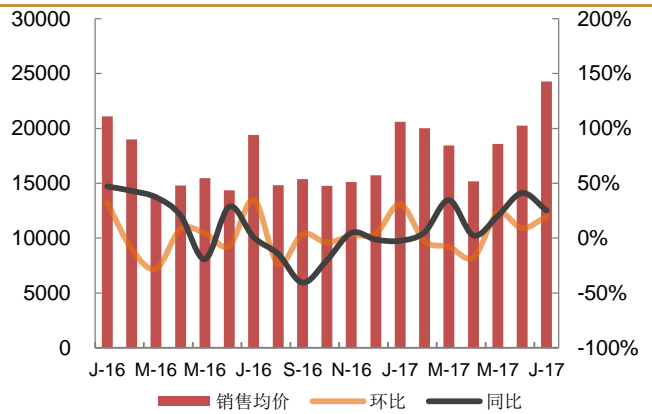
数据来源: 公司公告、西南证券整理

图 5: 2016.1-2017.7 销售面积变化情况 (单位: 万平方米)



数据来源: 公司公告、西南证券整理

图 6: 2016.1-2017.7 销售均价变化情况 (单位: 元/平方米)



数据来源: 公司公告、西南证券整理

### 关键假设:

假设 1: 公司作为中国地产界“城市运营”、“可持续发展”最早的实践者和成功典范, 业绩稳定, 预计 2017-2019 年社区开发与运营业务毛利率维持基本不变;

假设 2: 公司深耕园区开发与运营, 聚焦空间规划, 同时, 公司在前海、蛇口、太子湾等地土地储备丰富, 是粤港澳大湾区的核心受益区, 预计 2017-2019 年园区开发与运营业务毛利率维持基本不变;

假设 3: 公司已经成为邮轮母港最大运营主体, 发展势态良好。预计 2017-2019 年邮轮产业建设与运营业务收入稳步增长, 毛利率维持基本不变。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	63,572.8	73190.7	85702.5	103522.0
	增速	29.2%	15.1%	17.1%	20.8%
	毛利率	34.5%	34.9%	35.5%	35.5%
社区开发与运营	收入	56,139.2	63268.9	71747.0	86168.1
	增速	33.9%	12.7%	13.4%	20.1%
	毛利率	32.3%	32.3%	32.3%	32.3%
园区开发与运营	收入	7,093.5	9569.2	13569.1	16934.2
	增速	1.9%	34.9%	41.8%	24.8%
	毛利率	51.7%	51.7%	51.7%	51.7%
邮轮产业建设与运营	收入	340.1	352.7	386.5	419.7
	增速	2.4%	3.7%	9.6%	8.6%
	毛利率	51.2%	51.2%	51.2%	51.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	63572.83	73190.73	85702.53	103522.03	净利润	12186.88	13799.38	16182.52	19468.95
营业成本	41617.14	47628.50	55317.17	66722.32	折旧与摊销	799.29	289.57	293.68	298.36
营业税金及附加	6171.06	7194.65	8818.79	11635.88	财务费用	1417.74	552.43	829.98	867.59
销售费用	1159.89	1332.07	1739.76	2401.71	资产减值损失	-51.28	-11.50	7.34	22.50
管理费用	1066.14	1419.90	2151.13	2287.84	经营营运资本变动	-7531.70	-16576.21	-7100.34	7659.46
财务费用	1417.74	552.43	829.98	867.59	其他	-19535.67	-3387.28	-4578.94	-6529.47
资产减值损失	-51.28	-11.50	7.34	22.50	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-12714.74</b>	<b>-5333.60</b>	<b>5634.25</b>	<b>21787.39</b>
投资收益	4202.61	3400.24	4737.85	6475.77	资本支出	67.23	-68.14	-70.25	-76.98
公允价值变动损益	-56.52	-35.36	-42.41	-40.06	其他	5415.50	5916.64	1225.44	4989.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>5482.73</b>	<b>5848.50</b>	<b>1155.19</b>	<b>4912.27</b>
<b>营业利润</b>	<b>16338.22</b>	<b>18439.56</b>	<b>21533.79</b>	<b>26019.91</b>	短期借款	1863.61	1248.97	-866.84	10.24
其他非经营损益	141.61	192.90	169.38	185.55	长期借款	6085.46	4253.56	5363.46	6374.78
<b>利润总额</b>	<b>16479.84</b>	<b>18632.46</b>	<b>21703.17</b>	<b>26205.46</b>	股权融资	2082.68	3063.00	4391.00	3917.38
所得税	4292.95	4833.08	5520.65	6736.51	支付股利	-2055.06	-2301.16	-3534.69	-3998.31
净利润	12186.88	13799.38	16182.52	19468.95	其他	3779.04	2386.81	-962.33	6365.65
少数股东损益	2605.47	2025.36	2515.55	3313.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>11755.72</b>	<b>8651.18</b>	<b>4390.60</b>	<b>12669.74</b>
归属母公司股东净利润	9581.42	11774.02	13666.97	16155.31	<b>现金流量净额</b>	<b>4952.18</b>	<b>9166.08</b>	<b>11180.04</b>	<b>39369.40</b>
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	45602.73	54768.81	65948.85	105318.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	45159.49	25431.33	38967.18	54261.91	销售收入增长率	29.15%	15.13%	17.09%	20.79%
存货	114186.87	188832.71	171845.27	200576.90	营业利润增长率	62.94%	12.86%	16.78%	20.83%
其他流动资产	6002.93	6995.97	8490.19	9975.29	净利润增长率	51.45%	13.23%	17.27%	20.31%
长期股权投资	2951.95	2951.95	2951.95	2951.95	EBITDA 增长率	51.23%	3.91%	17.51%	19.99%
投资性房地产	25409.38	20846.32	22367.34	21860.34	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2996.41	2857.86	2719.20	2579.97	毛利率	34.54%	34.93%	35.45%	35.55%
无形资产和开发支出	681.03	642.02	601.10	562.81	三费率	5.73%	4.51%	5.51%	5.37%
其他非流动资产	7740.90	9708.33	11613.45	13523.04	净利率	19.17%	18.85%	18.88%	18.81%
<b>资产总计</b>	<b>250731.68</b>	<b>313035.30</b>	<b>325504.53</b>	<b>411610.47</b>	ROE	15.66%	15.10%	14.92%	15.23%
短期借款	4443.60	5692.57	4825.73	4835.97	ROA	4.86%	4.41%	4.97%	4.73%
应付和预收款项	76231.43	106959.87	95334.72	140532.49	ROIC	23.73%	21.19%	22.24%	28.05%
长期借款	38285.29	42538.85	47902.31	54277.09	EBITDA/销售收入	29.19%	26.34%	26.44%	26.26%
其他负债	53945.67	66433.70	68992.64	84127.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>172906.00</b>	<b>221624.99</b>	<b>217055.40</b>	<b>283773.32</b>	总资产周转率	0.28	0.26	0.27	0.28
股本	7904.09	7904.09	7904.09	7904.09	固定资产周转率	24.60	28.65	35.47	45.45
资本公积	19753.86	22816.86	27207.86	31125.24	应收账款周转率	392.53	342.46	392.08	390.29
留存收益	27795.74	37268.60	47400.88	59557.88	存货周转率	0.35	0.31	0.31	0.36
归属母公司股东权益	56430.29	67989.55	82512.83	98587.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.27%	—	—	—
少数股东权益	21395.39	23420.75	25936.30	29249.94	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>77825.68</b>	<b>91410.30</b>	<b>108449.13</b>	<b>127837.15</b>	资产负债率	68.96%	70.80%	66.68%	68.94%
负债和股东权益合计	250731.68	313035.30	325504.53	411610.47	带息债务/总负债	29.42%	25.43%	28.04%	23.70%
					流动比率	1.75	1.71	1.92	1.81
					速动比率	0.80	0.54	0.77	0.83
					股利支付率	21.45%	19.54%	25.86%	24.75%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.21	1.49	1.73	2.04
					每股净资产	9.85	11.56	13.72	16.17
					每股经营现金	-1.61	-0.67	0.71	2.76
					每股股利	0.26	0.29	0.45	0.51
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	18555.26	19281.56	22657.46	27185.86					
PE	16.00	13.02	11.21	9.49					
PB	1.97	1.68	1.41	1.20					
PS	2.41	2.09	1.79	1.48					
EV/EBITDA	4.53	4.80	3.33	1.65					
股息率	1.34%	1.50%	2.31%	2.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn