

公司研究/首次覆盖

2018年01月25日

房地产/房地产开发 II

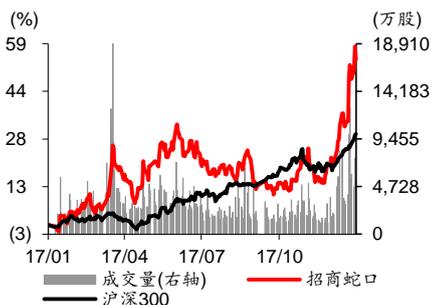
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 24.99

合理价格区间(元): 31.68~35.64

贾亚童 执业证书编号: S0570517090003  
研究员 jiatong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 储备丰富激励完备, 开启加速元年

## 招商蛇口(001979)

### 核心观点

公司激励机制齐全, 背靠招商局集团在拿地和融资成本方面具备明显优势, “前港-中区-后城”战略稳步推进。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 齐聚三大激励手段, 进取意愿强劲

公司已推出股权激励计划、跟投机制、员工持股计划三大激励手段, 这在国企当中尤为难能可贵, 体现了公司积极进取、力争在五年之内成为世界 500 强企业的强劲意愿。此外, 公司股权激励计划生效股价条件、员工持股计划买入价格均为 22.84 元/股, 彰显管理层对于公司未来发展的信心。

### 背靠招商局, 拿地、融资成本优势明显

公司控股股东招商局集团凭借丰富的内外部资源, 能为招商蛇口带来较强的协同优势。拿地方面, 房地产开发国企有望承担起与非房地产行业国企共同开发土地的重任, 在“多主体供应”的住房制度改革浪潮中有望获取大量低成本优质土储; 公司倚仗招商局集团, 已和集团内外部分非房地产企业展开项目合作, 具备先发优势, 未来合作模式可复制。融资方面, 内有招商局旗下金融板块提供的多种融资渠道及专业融资服务, 外有招商局集团提供的信用背书, 公司融资成本与同行业大型房企相比优势明显。

### “前港-中区-后城”战略稳步推进

“后城”对应社区开发与运营业务, 将是较长一段时期内公司利润的稳定保障。公司土储遍布全国重点城市群, 一二线占比近八成。2017 年销售延续高增长, 拿地维持高强度且均价较为理性, 未来结算业绩和利润率有望进一步提升。“前港-中区”对应园区和邮轮业务, 能为公司低成本获取大片土地, 最终在社区业务上兑现利润。我们测算公司位于深圳的未确权货值高达 5175.52 亿元, 确权进度方面太子湾>前海>蛇口。受益于公司和集团深厚的产业资源, 公司园区业务项目拓展顺利。旗下长租公寓品牌起步较早, 在房源获取和融资成本方面具备优势, 有望迎来快速发展。

### 中国领先的城市及园区开发和运营服务商, 首次覆盖给予“买入”评级

我们认为公司在股权激励期内业务拓展意愿较强, 拿地积极储备丰富, 太子湾、前海土地储备有望逐渐开始贡献业绩, 给予公司高于市场一致预期的盈利预测。预计公司 2017-2019 年营收为 755、1013、1300 亿元, 同比增长 19%、34%、28%; 归母净利润为 122、156、197 亿元, 同比增长 28%、28%、26%; PE 为 16.15、12.64、10.03 倍。参考 TOP50 房地产开发企业 2018 年平均 13.11 倍 PE, 考虑到公司业绩增速较高, 每股 RNAV 达到 36.38 元, 我们认为公司 2018 年合理 PE 估值水平为 16-18 倍, 目标价 31.68-35.64 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 深圳土储确权进度难以预测; 与非房地产企业合作、“前港-中区”模式获取土储的规模和时间点难以预测; 一二线房地产市场受调控影响销售持续低迷。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	7,904
流通 A 股(百万股)	1,900
52 周内股价区间(元)	16.29-25.68
总市值(百万元)	197,523
总资产(百万元)	301,262
每股净资产(元)	7.08

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,222	63,573	75,543	101,286	130,010
+/-%	8.21	29.15	18.83	34.08	28.36
归属母公司净利润(百万元)	4,850	9,581	12,232	15,625	19,686
+/-%	51.36	97.54	27.66	27.74	25.99
EPS(元, 最新摊薄)	0.61	1.21	1.55	1.98	2.49
PE(倍)	40.72	20.62	16.15	12.64	10.03

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

中国领先的城市及园区开发和运营服务商.....	3
齐聚三大激励手段，进取意愿强劲.....	6
股权激励：2018-2020年业绩表现值得期待.....	6
跟投机制：未涵盖非市场化项目，保障股东利益.....	7
员工持股：认购价较高，彰显管理层信心.....	7
背靠招商局，拿地、融资成本优势明显.....	8
拿地：与非房地产企业合作获取低成本土储，模式可复制.....	8
融资：内有金融板块支持，外有集团信用背书.....	9
“前港-中区-后城”战略稳步推进.....	11
后城：销售拿地连传捷报，构筑利润稳定保障.....	11
前港+中区：深圳高货值潜力待释放，产业资源助力新项目拓展.....	14
深圳未确权货值较高，确权进度太子湾>前海>蛇口.....	14
产业资源助力园区项目拓展，长租公寓有望迎来快速发展.....	14
投资建议.....	18

## 中国领先的城市及园区开发和运营服务商

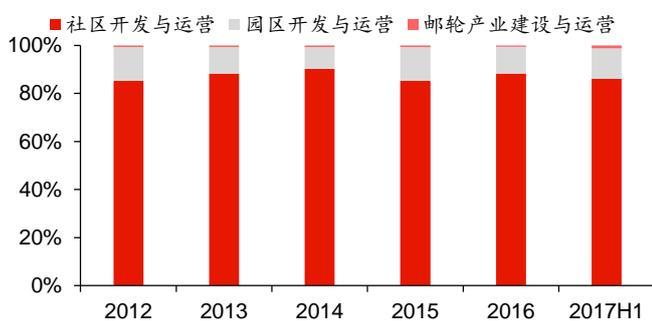
招商蛇口创立于1979年，是招商局集团控股的城市综合开发运营板块的旗舰企业。2015年12月，招商蛇口吸收合并招商地产，形成园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块，致力于成为“中国领先的城市及园区综合开发和运营服务商”。根据公司公告，截至2017H1，社区业务营收、毛利占比分别为86.14%、84.97%，仍为公司业绩最大支撑，已布局全国39个城市及香港、新西兰等海外地区，开发项目逾200个；园区业务2015年来营收、毛利占比较为稳定；邮轮业务仍处前期布局期，对公司业绩影响较小。

**图表1：公司包含三大业务板块**

业务板块	简介
园区开发与运营	公司通过开发、建设、运营、管理一个相对独立的城区，获取土地开发收入和园区物业租售收入。凭借蛇口工业区三十余年开发经验，公司在广州、重庆、青岛、镇江等多个城市开展主题特色产业园区的开发和运营，北京台湖、东莞长安等产业新城项目也在有序推进中。在国家和招商局集团“一带一路”的战略部署下，公司也将积极拓展海外业务。
社区开发与运营	依托旗下“招商地产”品牌，公司专注于为客户提供精品住宅，目前已布局全国39个城市及香港、新西兰等海外地区，开发项目逾200个。开发项目涉及别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房、大型社区等各档次各品类住宅产品。
邮轮产业建设与运营	公司初步完成在深圳、厦门、青岛、上海等沿海城市的邮轮母港布局；中长期将建立中国本土邮轮品牌，建设具有全球影响力的邮轮产业标杆。

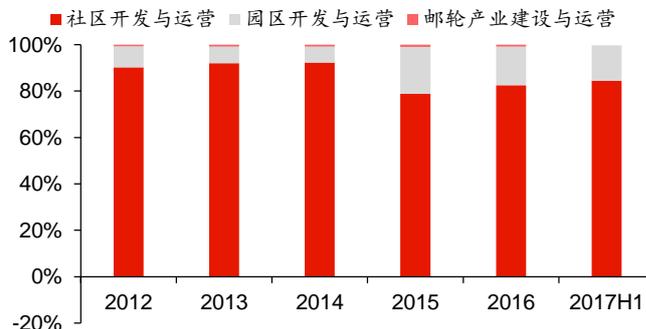
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表2：2017H1 社区业务贡献 86.14%营收**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：2017H1 社区业务贡献 84.97%毛利**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司控股股东为国务院国资委100%持股的招商局集团有限公司，直接及间接持有71.28%的股权。根据招商局集团官网，招商局集团创立于1872年晚清洋务运动期间，目前业务主要集中于交通(港口、公路、航运、物流、海洋工业、贸易)、金融(银行、证券、基金、保险)、地产(园区开发与房地产)三大核心产业，2016年利润总额1112亿元，在央企中排名第二。招商局集团凭借丰富的内外部资源，能为公司带来较强的协同优势，后文将对此进行详细分析。

图表4：招商局集团持有公司 71.28% 股份（截至 2017Q3）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

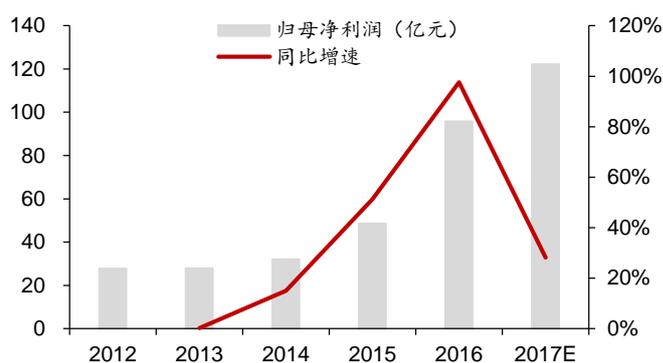
根据业绩快报，公司 2017 年实现营收 755.38 亿元，同比增长 18.82%；实现归母净利润 122.15 亿元，同比增长 28.10%；净利率达到 16.17%，同比增长 1.10 个百分点。公司全年业绩相较三季报业绩大幅改善，我们认为主要因为深圳双玺、上海花园城、武汉 1872、苏州熙园等高毛利项目将集中在四季度结算。归母净利润增速高于营收增速，主要因为结算毛利率水平提升。我们预计 2018 年起深圳项目结算占比会逐渐提升，有望带动毛利率进一步上升。此外，公司 2017 年出售给太盟的北京、上海商办项目预计将在 2018 年结算，预计将贡献 20 亿利润。

图表5：2017 年营收继续增长



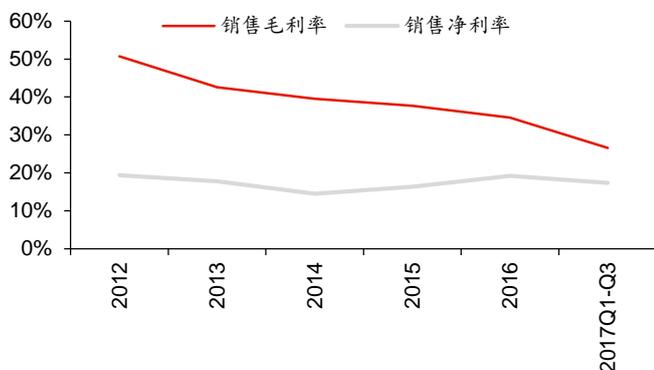
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2017 年归母净利润继续增长



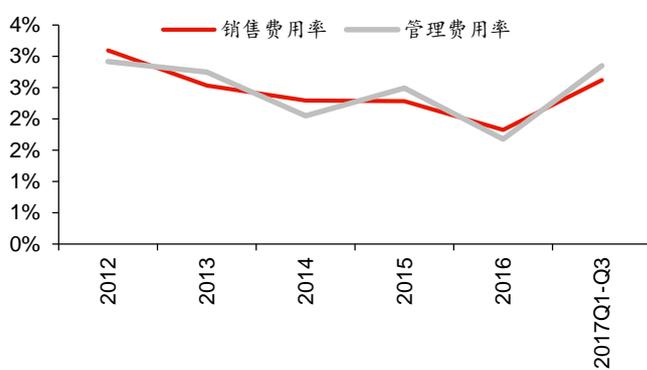
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：2017 前三季度毛利率、净利率出现下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

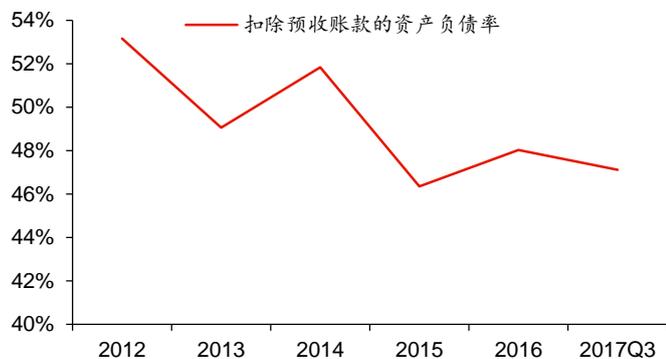
图表8：2017 前三季度销售管理费用率有所增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

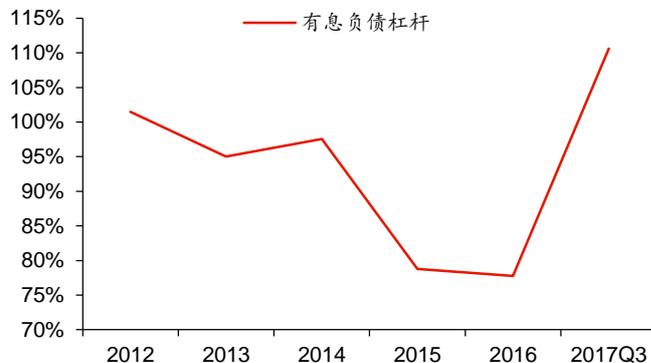
负债方面, 2017年前三季度公司有息负债杠杆(有息负债/净资产)为110.60%, 相较2016年大幅上升32.83个百分点, 主要由于公司加大了拿地和投资力度。尽管如此, 公司有息负债杠杆和扣除预收账款的资产负债率在行业中仍处于较低水平, 积极使用债权、地产基金等多渠道融资。根据公司公告, 2017上半年资金成本保持在4.6%的低位, 从侧面说明公司财务情况良好。

图表9: 2017三季度末真实资产负债率有所下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 2017三季度末有息负债杠杆大幅上升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 2017年公司债权融资较为顺利

时间	融资工具	配额 (亿元)	有效期	已发行规模 (亿元)	利率
2017年3月	中期票据	50	2年	20	4.64%
2017年8月				30	4.70%
2017年11月	公司债	150	2年	13.6	5.40%
2017年11月				10.4	5.20%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 2017年公司运用地产基金等其他融资方式

时间	融资工具	规模 (亿元)	详情
2018年1月12日	招商澎湃系列股权投资基金	100.075	基金管理人招商澎湃(公司持股40%)认缴50万元, 子公司招商理财作为有限合伙人认缴30亿元, 平安银行东莞分行作为有限合伙人认缴70亿元, 基金管理团队出资不超过700万元

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 齐聚三大激励手段，进取意愿强劲

2015年以来，房地产开发国企销售增速大多不及民企，我们认为其中一个重要原因是国企在激励机制上普遍存在短板，员工并未充分发挥积极性。公司吸收合并招商地产上市以来，十分重视激励机制建设，目前已集齐股权激励计划、跟投机制、员工持股计划三大激励手段，这在国企当中尤为难能可贵，体现了公司积极进取、力争在五年之内成为世界500强企业的强劲意愿。此外，公司股权激励计划生效股价条件、员工持股计划买入价格均为22.84元/股，彰显管理层对于公司未来发展的信心。

图表13： 国企销售金额增速不及民企

2017年排名	企业简称	所有制	2017年销售金额增速	2016年销售金额增速	2015年销售金额增速
1	碧桂园	民企	77.98%	120.45%	12.14%
2	万科地产	混合所有制	44.64%	37.88%	23.92%
3	中国恒大	民企	37.52%	81.99%	48.98%
4	融创中国	民企	141.29%	105.18%	11.12%
5	保利地产	国企	42.98%	49.77%	8.04%
6	绿地控股	混合所有制	21.05%	24.71%	-3.13%
7	中海地产	国企	4.60%	29.00%	29.54%
8	龙湖地产	民企	81.83%	58.09%	6.43%
9	华夏幸福	民企	28.16%	65.51%	39.44%
10	华润置地	国企	39.99%	26.91%	21.62%
11	绿城中国	民企	28.25%	56.96%	37.79%
12	金地集团	混合所有制	39.44%	61.99%	27.64%
13	新城控股	民企	83.90%	111.61%	29.00%
14	招商蛇口	国企	53.20%	28.96%	11.78%
15	旭辉集团	民企	59.22%	109.02%	40.13%
16	世茂房地产	民企	48.32%	1.58%	-5.27%
17	泰禾集团	民企	151.74%	23.76%	60.85%
18	中南置地	民企	91.75%	119.34%	10.63%
19	阳光城	民企	87.87%	62.35%	30.08%
20	正荣集团	民企	85.72%	60.01%	81.24%
	<b>国企平均</b>		<b>35.19%</b>	<b>33.66%</b>	<b>17.75%</b>
	<b>民企平均</b>		<b>77.20%</b>	<b>75.07%</b>	<b>30.97%</b>

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

## 股权激励：2018-2020年业绩表现值得期待

2016年12月19日，公司向董事、高级管理人员等共252名激励对象授予4407.6万份股票期权，行权价格为19.51元/股（由于公司2017年7月13日派发股利0.5元/股，行权价格调整为19.01元/股）。2017年12月14日，公司又向董事长、高级管理人员等共26名激励对象授予422.6万份股票期权，行权价格为19.01元/股。

期权生效条件综合考虑公司业绩、股价及授予对象个人绩效，将管理层和股东利益牢牢绑定，2018-2020年业绩表现值得期待。以上股票期权将于2018、2019、2020年12月19日分三批次生效，每次生效数量为期权数量的1/3，行权期为一年，生效条件为前一年度公司业绩、股价及授予对象个人绩效考核满足一定要求。将业绩快报披露归母净利润扣除三季度非经常性损益，公司2017年扣非归母净利润估算值为120.37亿元，根据股票期权生效条件中对三年扣非净利润复合增长率为13%的要求（实际增速要求可能更高，因为不能低于对标企业同期75分位值），2020年扣非归母净利润至少要达到173.68亿元，最后一批股票期权方能生效。

**图表14： 股票期权生效条件综合考虑公司业绩、股价及授予对象个人绩效**

考核项目	股票期权生效条件
公司归母扣非净资产收益率	2018、2019、2020 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不低于 13%、14%、15%，且不低于对标企业同期 75 分位值
公司扣非净利润复合增长率	2015-2018、2016-2019、2017-2020 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不低于 13%，且不低于对标企业同期 75 分位值
公司 EVA 考核目标	2018、2019、2020 财年达成集团下达的 EVA 考核目标
公司股价	授权日至每一批期权行权期结束日须有至少十个交易日的交易价格达到公司上市发行价 23.34 元（由于派发股利，调整为 22.84 元）或以上
个人绩效	个人 2018、2019、2020 年度绩效等级为良好或以上、合格、合格以下，实际可生效股票期权占本批个人应生效股票期权的比例为 100%、80%、0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 跟投机制：未涵盖非市场化项目，保障股东利益

2017 年 5 月 31 日，公司董事会审议通过了《项目跟投管理制度》。公司跟投范围只包括通过市场化方式获取土地的销售型项目，通过招商局集团优势非市场化获取的项目土地成本通常较低、盈利概率较高且不十分依赖于一线管理人员的运作，未将其涵盖在跟投范围内体现了公司对激励强度和利润稀释的权衡，对股东利益较为负责。

**图表15： 部分公司跟投机制主要内容**

	招商蛇口	碧桂园	万科
跟投范围	由城市公司操盘开发的通过市场化方式获取土地的销售型项目	所有项目	旧改及部分特殊项目除外
跟投人员	对项目负有主要责任的核心管理人员强制跟投，允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投	集团董事、副总裁、中心负责人及区域总裁、项目经理强制跟投，其他员工自愿跟投	项目所在一线公司管理层、项目管理人员强制跟投，其他员工自愿跟投，总部董监高不得参与
跟投方式	通过信托计划或资管计划等合规的投资结构实施跟投	购买项目的股权	购买项目的股权
跟投比例	不超过项目资金峰值 5%	强制跟投总部不超过 5%，区域不超过 10%；自愿跟投不超过 5%	不超过项目资金峰值 10%
分配方式	未披露	按股权比例分红	跟投人分配劣后收益，超额收益越高分配比例越大

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 员工持股：认购价较高，彰显管理层信心

公司是国有企业中较早开展员工持股计划的企业之一，2015 年底公司吸收合并招商地产上市时，同时通过向特定对象配套发行 A 股股份设立员工持股计划。公司第一期员工持股计划参加对象人数为 1403 人，认购份额为 2833.7 万份，认购价格为 23.60 元/股（由于派发股利，相当于当前股价 22.84 元/股），认购金额为 6.69 亿元。这部分股票已于 2016 年 1 月 14 日上市，锁定期三年，自 2019 年 1 月 14 日起可自由流通。

## 背靠招商局，拿地、融资成本优势明显

招商局集团凭借丰富的内外部资源，能为招商蛇口带来较强的协同优势，主要体现在非市场化低成本拿地和低成本融资两方面。

图表16：招商局集团业务版图涵盖交通、金融、地产三部分



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 拿地：与非房地产企业合作获取低成本土储，模式可复制

2018 年 1 月 15 日，国土资源部长姜大明在全国国土资源工作会议上表示，将研究制定权属不变、符合规划条件下，非房地产企业依法取得使用权的土地作为住宅用地的办法。对非房地产企业而言，一方面，早年获得的大量工业用地、仓储物流用地随着城市不断扩张，原先的土地规划已不再适应当前环境，若变性为住宅用地，既能减少政府拆迁、收储再出让环节的社会矛盾，又能使所有权人的合法利益得到保障，有效缩短住宅土地供应周期；另一方面，这些企业也可能积累了一些零星的住宅用地。无论是非住宅土地变性后开发，还是零星住宅土地开发，非房地产企业都具有同房地产开发企业合作的需求。

考虑到拥有大量土地储备的非房地产企业多是国企，他们在寻找合作对象时通常倾向于和国企合作，我们认为房地产开发国企有望承担起与非房地产行业国企共同开发土地的重任，在“多主体供应”的住房制度改革浪潮中有望获取大量低成本优质土储，充实竞争优势。

公司凭借招商局集团内外部资源，已和部分非房地产企业展开项目合作，具备先发优势，未来合作模式可复制。内部协作方面，2017 年 5 月 8 日，公司从中外运长航获取南通长江一品项目，该项目原为中外运长航旗下公司在南通自主开发的房地产项目，是招商局集团和中外运长航重组后资源协同发展的首批项目之一。中外运长航在全国多个重要城市拥有大量物流园和仓储类用地，后续仍有与公司的合作可能。除中外运长航外，招商局集团旗下部分属于交通板块的子公司拥有大量土地资源，存在内部整合开发的可能。对外拓展方面，招商局集团为公司的强大背书给公司与其他国企、央企的合作打下坚实基础。2017 年 3 月起，公司陆续与武钢、昆钢、东风汽车签订合作协议，或是成立合资公司，或是收购项目公司，以较低成本取得项目操盘权。

**图表17: 招商局部分下属公司拥有土地储备, 与招商蛇口具备协同可能**

下属公司	主营业务	潜在协同点
招商局港口	港口开发、投资和运营	2017年4月, 招商局港口54亿元收购汕头港务集团60%股权, 对价中还包括汕头港务集团所有的约170万平的土地征收协议
中外运长航	以物流为核心主业, 航运为重要支柱产业, 船舶重工为相关配套业务的综合物流企业	2014年初, 中外运长航无形资产接近40亿元, 主要为土地使用权
招商物流	普货合同物流、公路快运、冷链、国际供应链物流、托盘共享租赁五大业务	拥有自有土地规模超过200万平, 自建仓库达到114.8万平, 经营仓库面积达到221万平
中国南山开发(集团)	以综合物流、产城综合开发、建筑模块化制造、金融服务、资产管理与投资等为核心产业的综合性企业集团	拥有深圳自贸区赤湾片区3.4平方公里土地, 投资运营36个物流园区和特色产业园区
漳州招商局经济技术开发区	漳州招商局经济技术开发区的经营管理	漳州开发区总体规划面积56.17平方公里

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**图表18: 公司借助集团优势与外部非房地产企业合作**

时间	合作对象	企业属性	合作概况
2017年3月	武汉钢铁(集团)公司	央企	公司与武钢集团、武汉市青山区国资集团共同成立房地产投资平台, 占股50%并拥有实际操盘权, 将以武钢集团约2000万平存量土地资源为合作基础, 对部分土地进行规划调整、变性开发, 对旧厂房进行升级改造, 另外在物业与商业运营管理、产业对接等方面也有合作
2017年4月	昆明钢铁控股有限公司	国企	公司与昆钢集团共同成立合资公司, 公司占股65%, 将获得1) 昆钢拥有项目公司100%股权且项目公司已有正在开发或待开发土地之项目, 包括雨花国际项目、晋宁项目、石林江岸鑫城项目; 2) 昆钢拥有项目公司股权, 项目公司拟获取土地之项目或昆钢拟收购第三方主体股权之项目, 包括凤凰御景二期、安宁太平龙旺瑞城二期及以后项目、腾冲自在山居项目; 3) 土地使用权归属昆钢, 但该土地之性质或用途需做变更之项目, 包括团山钢铁厂项目、凉亭轧钢厂项目、九号院项目
2018年1月	东风汽车集团有限公司	央企	公司收购东风汽车下属东风房地产80%股权, 对价8.72亿元, 获得1) 竣工房地产项目9个(武汉5个、十堰4个), 总共剩余6套未售房屋、1104个未售车位, 账面金额约7513万元; 2) 在建未售/未开发房地产项目4个, 其中3个位于武汉经济技术开发区, 总建面约60万平, 1个位于十堰市, 总建面约12万平; 3) 投资性房地产总建面约10万平(武汉约7万平、十堰约3万平), 主要为办公楼、沿街商铺、专家公寓楼等, 账面净值约1.9亿元

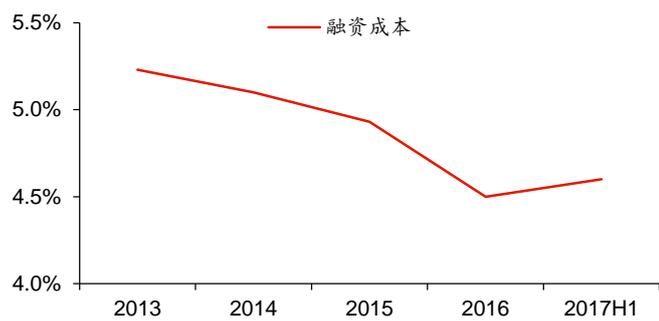
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

此外, 公司“前港-中区-后城”的战略模式由于与地方政府合作频繁, 且需要产业协同, 也离不开招商局集团的支持。

### 融资: 内有金融板块支持, 外有集团信用背书

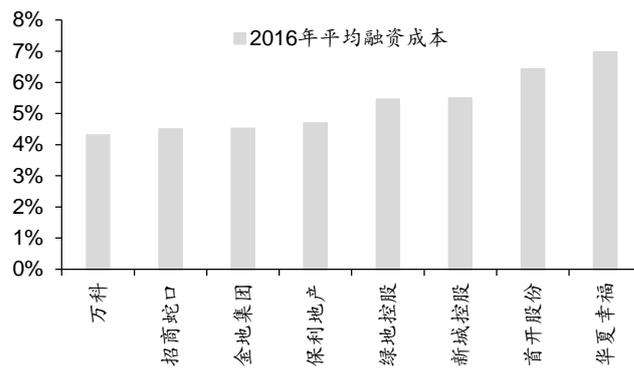
公司凭借招商局集团内外部资源, 内有多种融资渠道, 外有集团信用背书, 融资成本优势大。内部协作方面, 招商局旗下金融板块招商银行、招商证券、招商局资本等能为公司提供多种融资渠道及专业融资服务。对外拓展方面, 招商局集团能为公司提供信用背书。公司融资成本从历史上看始终保持在较低水平, 与同行业大型房企相比优势明显。

图表19: 公司融资成本保持低位



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 公司融资成本在行业内优势明显



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## “前港-中区-后城”战略稳步推进

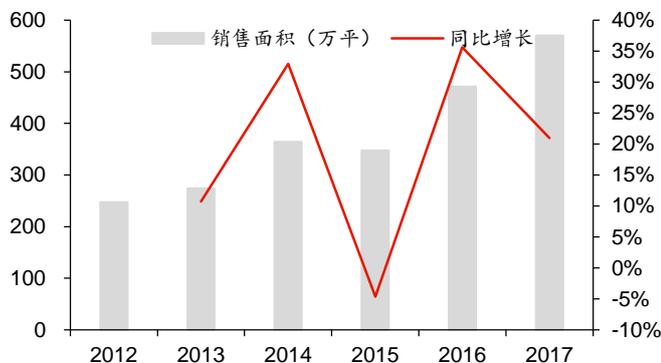
在深耕蛇口的历程中，公司提炼出“前港-中区-后城”的空间发展模式，港口先行，产业园区跟进，配套城市新区开发，从而实现成片区域整体联动发展。前港、中区、后城分别对应邮轮产业建设与运营、园区开发与运营、社区开发与运营三大业务板块。对地方政府而言，该模式不仅能够实现城市片区的空间面貌更新，还能借助招商局集团优势引入优质企业实现产值提升、结构升级。对招商蛇口而言，邮轮、园区板块能为公司低成本获取大片土地，最终在社区业务上兑现利润；此外，园区板块的物业服务、出租管理还能为公司贡献稳定现金流。

由于“前港-中区-后城”模式对区域禀赋要求较高，且操作过程中各方协同难度较大、周期较长、资金投入较高，复制速度不会很快，土地获取、兑现利润的节奏也较难预测。我们认为在较长一段时间内，通过招拍挂、收购等方式获取土地的房地产开发业务（即社区开发与运营业务）仍将是公司利润的稳定保障。

### 后城：销售拿地连传捷报，构筑利润稳定保障

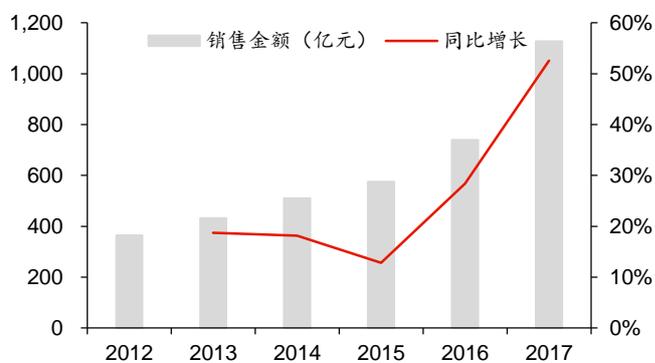
货值充沛，团队干劲十足，2017年销售业绩再传捷报。公司2017年实现签约销售面积570.01万平，同比增长20.98%；实现签约销售金额1127.79亿元，同比增长52.54%，超额完成1000亿元的销售目标。其中，权益销售金额为819.9亿元，同比增长53.20%，权益销售金额占比为72.70%，同比基本持平。根据克而瑞的数据，公司2017年销售金额在中国房地产企业中排名第14位，排名较去年没有变化。公司2017年销售均价达到19785元/平，同比增长26.08%，创出历史新高。

图表21：2017年签约销售面积保持增长



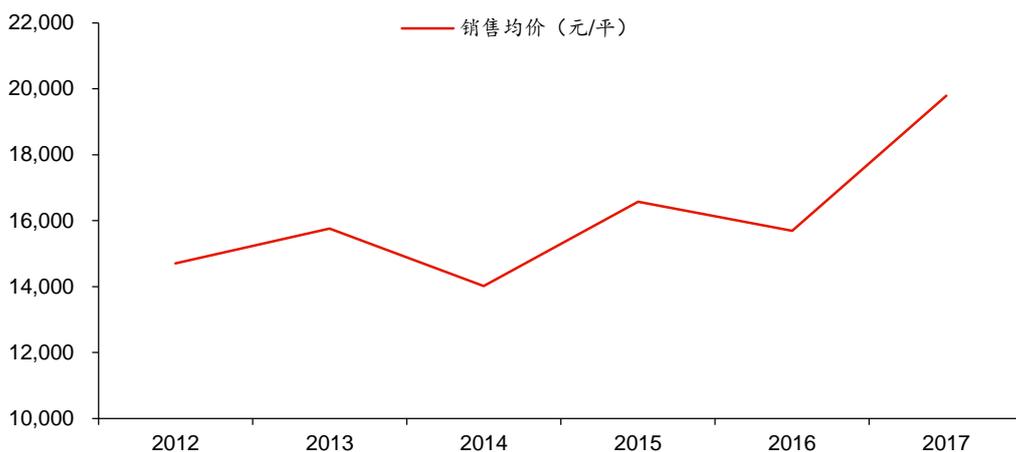
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22：2017年签约销售金额大幅增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

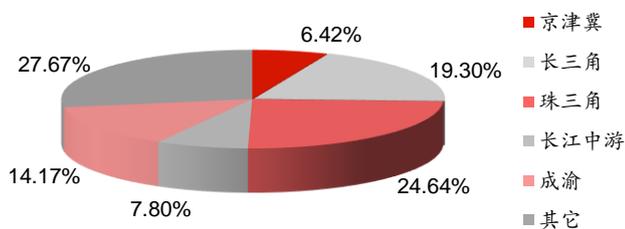
**图表23： 2017年销售均价大幅提升**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

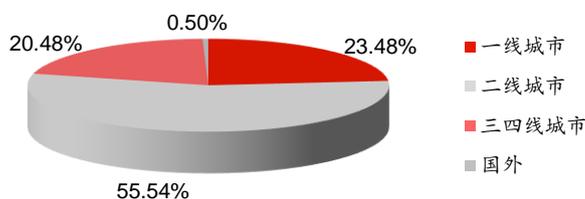
土储遍布全国重点城市群，一二线城市占比近八成。根据公司年报，2016年末，公司控股以及参股的主要尚未结转完毕的项目（不包括前海、蛇口、太子湾未确权地块）建面合计为4398.46万平，权益建面合计为3095.07万平。从权益建面城市群分布来看，公司项目主要位于珠三角、长三角、成渝、长江中游、京津冀等重点城市群内，占比分别为24.64%、19.30%、14.17%、7.80%、6.42%，其中仅深圳权益建面就达到386.78万平，占比12.50%。从权益建面城市等级分布来看，公司土储以一二线城市为主，占比分别为23.48%、55.54%，三四线城市占比为20.48%。

**图表24： 2016年末主要项目权益建面城市群分布**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

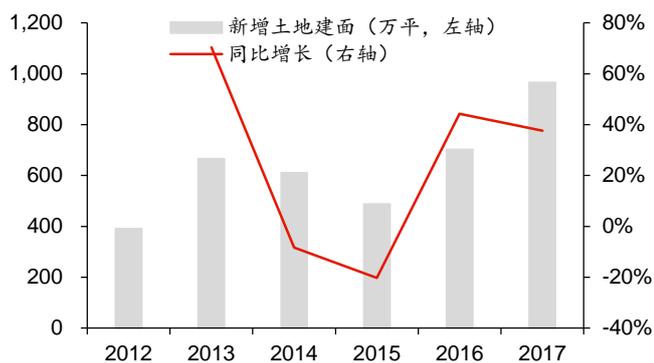
**图表25： 2016年末主要项目权益建面城市等级分布**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

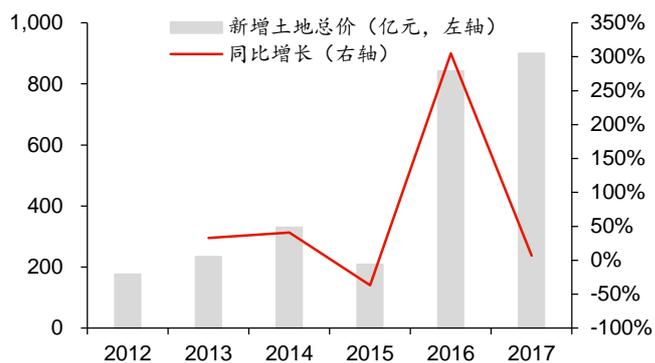
2017年公司延续前一年度高拿地强度，未开工土地储备预计能够支撑三年新开工规模。根据公司公告披露的招拍挂、收购拿地情况，2017年公司新增土地建面为965.77万平，同比增长37.55%，其中新增权益建面580.01万平，权益占比为60.06%；新增土地总价为900.11亿元，由于2016年基数较高，同比只增长6.90%；新增土地总价/销售金额的比例为79.81%，虽较2016年有所回落，但从历史角度看仍处于高位。2016年末公司未结算建面中尚未开工建面为1708.40万平，假设2017年新获取土地均未开工，则未开工土地储备达到2674.17万平。公司2017年计划新开工765万平，以此规模推算，目前土地储备预计至少能够满足公司三年新开工所需的规模。若再考虑园区业务潜在未确权的土地储备规模，公司土地储备足够充实。

图表26: 2017年拿地建面保持高增长



资料来源: Wind, 克而瑞, 华泰证券研究所

图表27: 2017年拿地总价维持高位



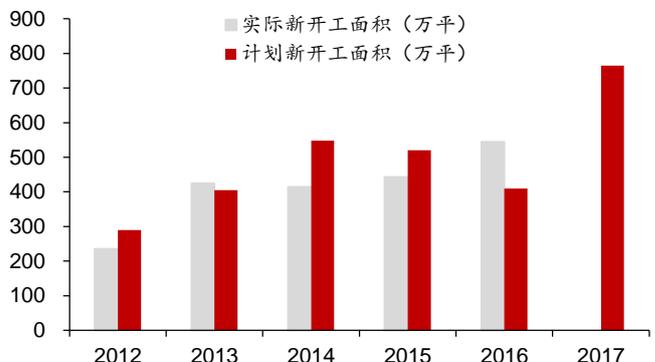
资料来源: Wind, 克而瑞, 华泰证券研究所

图表28: 2017年拿地总价占销售金额的比例有所回落, 但仍然较高



资料来源: Wind, 克而瑞, 华泰证券研究所

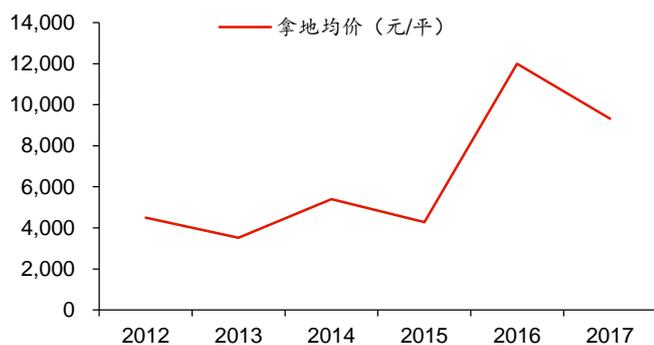
图表29: 2017年计划新开工面积为765万平



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

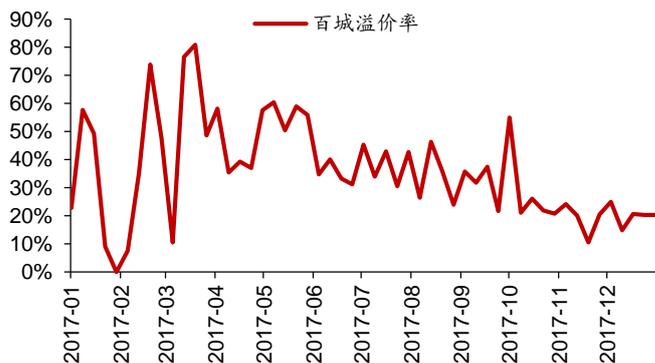
**拿地均价较为理性, 预计新拓展项目利润率韧性较强。**根据 Wind 百城土地成交数据, 2017年土地市场成交火热但未过热, 虽然百城住宅类土地成交面积、成交金额同比大涨 20.08%、37.57%, 但成交溢价率逐渐下行至 20%左右。我们认为, 这一方面是由于供给端政府通过“限地价”、“竞配建”等方式抑制地价过快上涨, 另一方面是由于需求端房企在“房住不炒”政策面预期下拿地趋于谨慎。公司 2016 年在房地产市场复苏的背景下拿地较为激进, 拿地均价达到 11992 元/平, 同比大增 180.71%; 2017 年在拿地力度继续加强的同时保持了择地的理性, 拿地均价回落至 9320 元/平。随着我国城镇化进程的稳步推进, 未来人口净流入城市房价稳中有升是大概率事件, 预计公司新拓展项目利润率韧性较强。

图表30: 2017年拿地均价同比回落



资料来源: Wind, 克而瑞, 华泰证券研究所

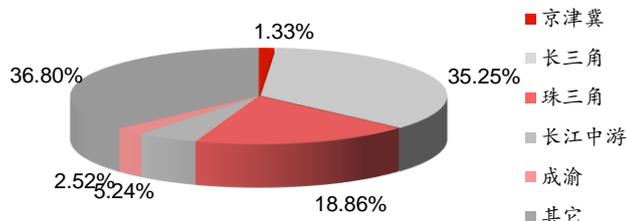
图表31: 2017年百城住宅类土地溢价率下行至20%左右



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

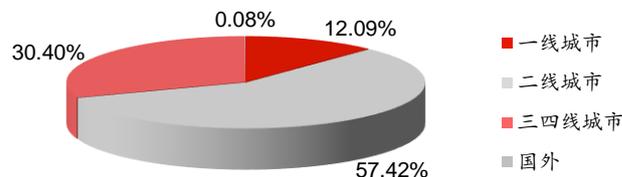
根据公司拿地月报和克而瑞的统计，从新增土地权益建面分布来看，公司加大了长三角地区的布局力度，合肥、上海、南京新增土地权益建面占比达到 9.59%、5.51%、5.07%。此外，由于一线城市在严格调控政策限制下成交量大减，公司加大了二线城市以及重点三四线城市的拿地占比。

图表32: 2017年新增土地权益建面城市群分布



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表33: 2017年新增土地权益建面城市等级分布



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

## 前港+中区: 深圳高货值潜力待释放, 产业资源助力新项目拓展

### 深圳未确权货值较高, 确权进度太子湾>前海>蛇口

根据 2016 年报, 公司在深圳蛇口、太子湾、前海片区分别拥有未确权土地面积 170.94、43.89、108.64 万平 (权益占比分别为 100%、100%、50%), 若假设容积率为 2, 则未确权建面约为 646.94 万平。这些土地储备只有在确权后, 公司才能进行开发、销售, 为公司贡献业绩。根据公司调研, 未确权土储中住宅部分占比 10-20%, 商业部分占比 60-70%, 公建及酒店项目占比 10-20%, 确权后将以销售为主, 自持较少。目前周边区域住宅和商业的销售均价为 8-12 万/平, 以 8 万/平保守估计, 则未确权货值约为 5175.52 亿元。

图表34: 公司在深圳蛇口、太子湾、前海片区拥有大量土地储备 (单位: 万平)

土地使用权	蛇口片区	太子湾片区	前海片区
已经取得权属证书	48.84	9.39	129.04
尚未取得权属证书	170.94	43.89	108.64
小计	219.77	53.28	237.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

根据公司调研, 2017 年, 公司太子湾片区土地确权取得较大进展, 已经完成地价补交, 每平方米楼面价约为 3000 元/平, 太子湾片区项目建设将在 2018 年开始逐步推进。前海片区方面, 2017 年 7 月 13 日深圳市规划和国土资源委员会已对外公示《中国 (广东) 自由贸易试验区深圳前海蛇口片区综合规划》(草案), 综合规划审批通过后公司将补交地价, 之后便可自主开发。蛇口片区方面, 推进进度较慢, 主要原因是: 第一, 与前海片区类似, 公司需要等待综合规划的审批; 第二, 蛇口片区是老片区, 开发前还要推进旧改工作。

### 产业资源助力园区项目拓展, 长租公寓有望迎来快速发展

除深圳蛇口、太子湾、前海片区外, 公司园区业务在土地获取方面持续取得进展, 已积累较多的潜在土地储备。除下表所列示项目外, 根据公司公告, 公司在全国各地尚有十余个重点产业新城项目正在跟进。

**图表35： 公司园区业务持续拓展**

时间	地点	业务进展
2016年8月	北京通州区	公司与北京通州区政府签订《关于共同建设台湖镇项目的合作框架协议》，建立平台公司对台湖镇整体镇域范围进行统一规划、成片综合开发、市政基础设施完善，将台湖镇打造成国家级新型城镇化试点区域
2016年8月	深圳宝安区	公司与华侨城股份有限公司联合竞得宝安大空港核心地区深圳国际会展中心（一期）项目，将通过项目投资、建设、运营一体化的方式介入深圳国际会展中心的商业配套建设和会展产业运营
2017年3月	武汉青山区	公司与武钢集团、青山区国资集团签订《关于设立房地产投资平台公司之合作协议》，利用武钢集团存量土地资源推进社区开发运营及园区开发运营业务
2017年4月	黄冈蕲春县	公司与湖北省黄冈市蕲春县政府签订《关于共建蕲春产业园区的合作协议》，拟采取轻重资产结合的创新模式，建设立足蕲春当地中医药行业、集聚以大健康医疗行业为核心的综合业态的大健康产业园区
2017年5月	上海宝山区	招商局集团与宝武集团签订战略合作协议，共同开发上海宝山工业园区，发展邮轮经济、创新产业等
2017年6月	深圳宝安区	公司与宝安区政府签订战略合作协议，以大空港国际会展中心建设为切入点，加强在宝安区范围内园区、社区开发与运营，产业投资，合作招商等领域的合作
2017年6月	深圳光明新区	公司与光明新区签订战略合作框架协议，拟依托光明新区高新技术产业的优势投资建设招商局集团智慧城项目
2017年9月	上海宝山区	招商局集团与宝山区政府签订战略合作协议，打造上海国际邮轮城，推进吴淞项目，探索旧城改造、城市更新的合作路径

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

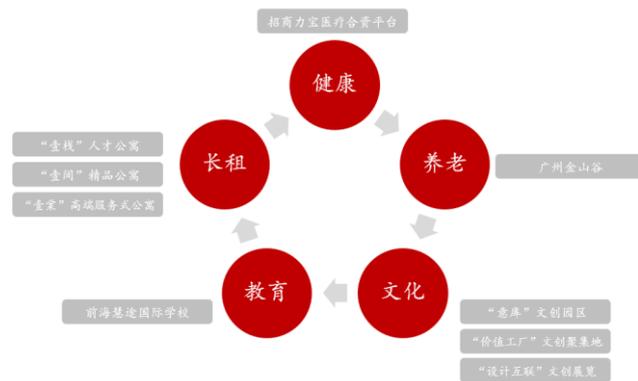
公司园区业务之所以被越来越多地方政府认可，我们认为其中一个重要原因在于公司不只是“开发”，还精通“运营”；不只是建好产业园区的“壳”，还能通过招商引资引入产业园区的“魂”。公司依托招商局集团较强影响力，能为产业园区不断引入优质企业。此外，公司在健康、养老、文化、教育、长租等领域加速拓展，旨在丰富产业园区的配套布局。

**图表36： 苹果华南总部入驻公司旗下蛇口网谷**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**图表37： 多方拓展丰富产业园区配套布局**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司是国内较早一批布局长租公寓的大型房企，“租购并举”指引下，有望迎来快速发展期。公司是较早布局长租公寓的房地产开发企业之一，从公寓间数角度衡量在主流房企中处在上游水平，但大多集中于深圳，在全国化布局方面仍处于起步阶段。公司聚焦国内中高端租赁市场，根据公司公告，截至2017年6月末，已布局深圳约50万平方米、1.3万套长租公寓产品，形成“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠”高端服务式公寓三大核心产品线，并已全面形成产品与服务、运营管理、品牌等细分标准化体系。目前，公司在北京、天津、武汉、重庆等城市以自有物业改造成公寓的多个项目正在同时推进。公司将以“中国中长租公寓领导品牌”为发展目标，计划以三年的时间实现品牌全国布局。

**图表38: 从公寓间数角度来看公司长租公寓品牌在主流房企中处在上游水平**

房企	品牌	涉及城市	现有门店	体量	战略目标
万科	泊寓	涉及上海、北京、广州等 24 个城市	已开业 82 家	24000 间	2017 年 10 万间 2018 年 45 万间
旭辉	领寓	北京、南京、重庆、上海等 16 个城市	5 家, 筹建运营 28 家	10000 间	5 年 20 万间, 进入行业前五, IPO 上市
龙湖	冠寓	已布局北上广深等 7 座城市, 年内计划布局全国 16 座一二线城市	22 家	-	2017 年底开业 1.5 万间
金地	草莓社区、荣尚荟	深圳、杭州、武汉、苏州	6 家	荣尚荟: 6000 间 草莓社区: 未对外公布	2020 年内 30000 间
招商	壹间、壹棧、壹棠	深圳 (已经开始全国化布局)	4 家	13000 间	计划两年内将会提供面积超过百万平米的租赁式公寓, 三年内实现全国布局
朗诗	朗诗寓	在北京、上海、深圳、杭州、南京、苏州等城市 7 家全面性布局	-	-	2017 年底达到 1.5 万间, 2018 年底不低于 5 万间
上坤	极客	上海	2 家	预估 900 间	未公开
德信	随寓	杭州	9 家	预估 2000 间	扩展区域杭州到长三角, 体量目标未公布
远洋	邦舍 Boonself	北京、上海、深圳、广州、杭州、成都等一线及核心二线城市布局	3 家	600 间	预计拓展项目 20 余个
佳兆业	寓享空间	将布局全国所有一线及主要二线城市	-	-	3 年 10 万间
保利	N+公寓	重庆、西安、大连、长沙	4 家	-	3 年内做到内部自持和外部拓展双轨同时布局
石榴集团	熊猫公寓	北京	2 家	目前 364 间	未公开
碧桂园	Smart 公寓	首家长租公寓拟近期亮相上海	-	-	计划三年开 1 万间
中骏	暂无	8 月 10 日, 中骏置业宣布与美国睿星资本签署战略合作协议, 将在中国长租公寓市场展开合作	-	-	3 年 5 万间, 未来战略规划总规模达到 1000 家, 约 50 万间
绿地	2017 年 4 月绿地宣布计划全面铺开长租公寓运营型产品, 商办物业改长租公寓	-	-	-	-

资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

注: 东原、蓝光有意战略进入长租公寓领域, 绿地、景瑞、阳光城、复地、金茂、时代、越秀、协信、中建东孚等房企与公寓品牌运营商均有合作

我们认为, 长租公寓长期被人诟病盈利困难, 主要原因有二, 其一是房源获取成本高, 其二是融资成本高。公司长租公寓业务领跑国企背景房地产开发商, 在房源获取和融资方面具备优势, 是长租领域的强劲竞争者。

房源获取方面, 其一, 与其它房企背景的长租公寓品牌类似, 公司旗下长租公寓品牌能够利用公司的闲置自持资产进行升级改造, 房源获取成本低于托管式长租公寓品牌。其二, 我们认为国企有望成为“租购并举”住房制度改革的扛旗者, 未来在住宅租赁市场中扮演重要角色: 以上海为例, 2017 年 12 月以来成交的租赁住宅用地, 竞得方基本都为国企, 且均以底价成交; 根据国土部部长 2018 年 1 月 15 日的发言, 政府正在研究集体用地转租赁用地的方案, 预计试点期执行方将以国企为主; 公司借助招商局集团的央企背景, 有望帮助旗下长租公寓品牌获取楼面价明显低于周边住宅成交均价的租赁住宅用地, 进一步压缩房源获取成本。

**图表39： 2017年12月以来上海租赁住宅用地全被国企竞得**

地点	建面	总价	楼面价	竞得人	竞得人企业属性	备注
上海浦东新区	12.9	5.6	4316	浦东开发集团	国企	底价成交；100%租赁用地，租赁住房套数下限 1245 套
上海闵行区	17.0	9.0	5271	莘庄工业区经济技术发展有限公司	国企	底价成交；100%租赁用地，租赁住房套数下限 2755 套
上海黄浦区	5.0	4.9	9760	上海地产	国企	底价成交；100%租赁用地，租赁住房套数下限 630 套
上海宝山区	6.3	2.8	4544	中集集团	央企	底价成交；租赁住房用地，规划下限 531 套，配建并无偿移交公共设施（建面 1.2%）
上海青浦区	4.5	1.6	3571	上海淀山湖新城发展有限公司	国企	底价成交；租赁住房用地，规划下限 626 套，配建并无偿移交公共设施（建面 9.3%）
上海崇明区	6.1	0.9	1520	上海城投	国企	底价成交；租赁住房用地，规划下限 600 套，配建停车库和公共设施（建面 34.1%）
上海松江区	4.0	1.4	3590	上海新松江置业	国企	底价成交；租赁用地，住宅套数下限 805 套
上海静安区	15.3	12.5	8163	市北高新	国企	3 地块底价成交；租赁用地
上海杨浦区	1.3	0.9	7229	上海卫百辛集团	国企	底价成交；租赁用地，住宅套数下限 318 套

资料来源：观点地产网，华泰证券研究所

融资方面，公司旗下长租公寓品牌能够充分利用招商局集团金融板块提供的多种融资渠道，同时利用集团信用背书降低融资成本。2017年12月2日，公司发行的“招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划”获深交所出具的无异议函，已具备挂牌条件。该专项计划是全国首单储架式长租公寓抵押贷款证券化产品，发行总额不超过 60 亿元，首期发行规模不超过人民币 20 亿元，期限为 18 年，其中优先级产品规模 19.90 亿，劣后级 0.1 亿元。

## 投资建议

我们测算了公司的 RNAV 作为估值参考。根据公司公告,截至 2016 年底,公司拥有 249.75 万平可出租土地和 239.11 万平投资性物业。公司可出租土地主要位于蛇口,出租率达 96%,租金水平为 70.37 元/平方米/年;虽然租金水平较低,但参考蛇口区域地价,保守估价 10000 元/平。公司投资性物业主要位于深圳,平均出租率为 83%,租金水平为 83.73 元/平方米/月,保守估价 40000 元/平。公司 2017 年三季度末投资性房地产账面价值为 270.74 亿元,以成本法计量。假设可出租土地和物业面积维持 2016 年底水平,则投资性房地产重估价值为 1206.19 亿元。再加上房地产项目净权益增加值 1157.02 亿元(包含太子湾、前海、蛇口未确权土地,容积率假设为 2,但扣除被确认为投资性房地产的面积以避免重复计算),公司 RNAV 为 2875.41 亿元,每股 RNAV 为 36.38 元。1 月 24 日收盘价 24.99 元,相较每股 RNAV 折价 31.31%。

图表40: RNAV 测算(单位:亿元,特殊注明除外)

2017Q3 净资产账面价值(1)	782.95
2017Q3 投资性房地产账面价值(2)	270.74
投资性房地产重估价值(3)	1206.19
房地产项目净权益增加值(4)	1157.02
RNAV=(1)-(2)+(3)+(4)	2875.41
股本(亿股)	79.04
<b>每股 RNAV(元/股)</b>	<b>36.38</b>

资料来源:华泰证券研究所

公司激励机制齐全,背靠招商局集团在拿地和融资成本方面具备明显优势,“前港-中区-后城”战略稳步推进。我们认为公司在股权激励期内业务拓展意愿较强,拿地积极储备丰富,太子湾、前海土地储备有望逐渐开始贡献业绩,给予公司高于市场一致预期的盈利预测。预计公司 2017-2019 年营收为 755、1013、1300 亿元,同比增长 19%、34%、28%;归母净利润为 122、156、197 亿元,同比增长 28%、28%、26%;PE 为 16.15、12.64、10.03 倍。参考 TOP50 房地产开发企业 2018 年平均 13.11 倍 PE,考虑到公司较高的业绩增速和 RNAV 折价,我们认为公司 2018 年合理 PE 估值水平为 16-18 倍,目标价 31.68-35.64 元,给予“买入”评级。

图表41: 盈利预测核心假设(单位:亿元,特殊注明除外)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	635.73	755.43	1012.86	1300.10
其中:社区开发和运营	561.39	677.47	927.39	1206.36
园区开发和运营	70.94	74.49	81.94	90.13
邮轮产业建设和运营	3.40	3.47	3.54	3.61
营业成本	416.17	476.57	636.15	806.70
其中:社区开发和运营	380.24	437.65	593.53	760.01
园区开发和运营	34.27	36.50	40.15	44.16
邮轮产业建设和运营	1.66	2.43	2.48	2.53
毛利率	34.54%	36.91%	37.19%	37.95%
其中:社区开发和运营	32.27%	35.40%	36.00%	37.00%
园区开发和运营	51.69%	51.00%	51.00%	51.00%
邮轮产业建设和运营	51.16%	30.00%	30.00%	30.00%
销售费用率	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%
管理费用率	1.68%	1.68%	1.68%	1.68%
财务费用率	2.23%	1.50%	1.50%	1.50%
投资净收益	42.03	40.25	40.00	35.00
营业利润	163.38	205.97	264.93	333.54
净利润	121.87	155.72	199.19	250.84
归母净利润	95.81	122.32	156.25	196.86

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表42: A股TOP50房地产开发企业估值情况(截至2018年1月24日)

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
万科A	4,540.40	41.13	1.90	2.41	3.02	3.66	21.65	17.08	13.63	11.22
保利地产	2,115.55	17.84	1.10	1.24	1.63	2.02	16.22	14.39	10.95	8.82
绿地控股	1,168.14	9.60	0.59	0.71	0.80	0.97	16.27	13.52	12.00	9.90
华夏幸福	1,267.67	42.90	2.22	2.92	3.79	4.90	19.32	14.71	11.33	8.76
金地集团	727.30	16.11	1.40	1.52	1.77	2.06	11.51	10.58	9.08	7.81
新城控股	899.57	39.85	1.36	2.22	3.13	4.21	29.30	17.95	12.73	9.47
中南建设	287.14	7.74	0.12	0.24	0.39	0.55	66.67	32.60	19.71	14.03
阳光城	412.70	10.19	0.30	0.47	0.66	0.87	33.97	21.47	15.40	11.71
泰禾集团	515.95	41.46	1.37	1.69	1.98	2.30	30.22	24.47	20.99	18.04
首开股份	280.14	10.86	0.58	0.83	0.97	1.13	18.75	13.10	11.18	9.63
蓝光发展	273.19	12.80	0.41	0.64	1.05	1.44	31.30	19.93	12.21	8.90
金科股份	278.20	5.21	0.28	0.29	0.37	0.47	18.61	17.68	14.13	11.10
荣盛发展	593.96	13.66	0.95	1.18	1.49	1.84	14.38	11.58	9.18	7.42
<b>行业平均</b>							<b>24.79</b>	<b>17.39</b>	<b>13.11</b>	<b>10.38</b>

注:除新城控股、绿地控股、中南建设外,其余预测数据来自Wind一致预期

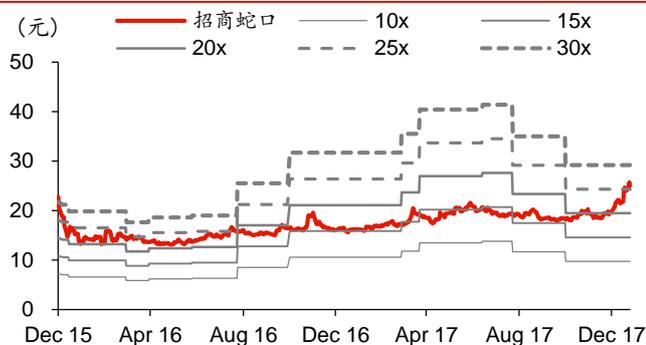
资料来源:Wind,华泰证券研究所

### 风险提示

深圳土储确权进度难以预测;与非房地产企业合作、“前港-中区”模式获取土储的规模和时间点难以预测;一二线房地产市场受调控影响销售持续低迷。

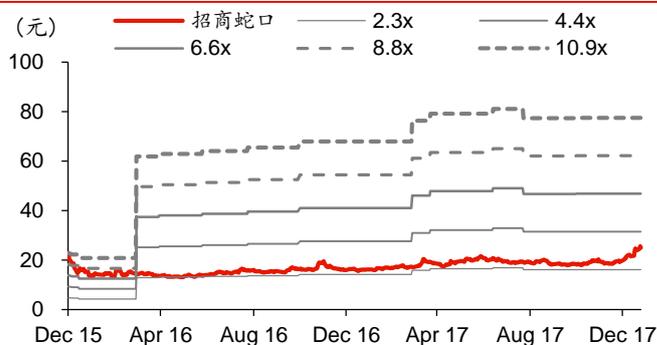
### PE/PB - Bands

图表43: 招商蛇口历史 PE-Bands



资料来源:Wind,华泰证券研究所

图表44: 招商蛇口历史 PB-Bands



资料来源:Wind,华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	186,573	210,952	248,289	304,362	371,403
现金	40,644	45,603	47,349	44,501	44,317
应收账款	96.90	227.01	225.83	321.88	404.92
其他应收账款	17,528	32,460	34,657	48,214	61,139
预付账款	865.81	12,468	9,967	15,222	18,492
存货	121,380	114,187	150,058	190,074	241,011
其他流动资产	6,058	6,007	6,031	6,029	6,039
非流动资产	24,326	39,780	33,892	34,830	33,464
长期投资	2,100	2,952	2,668	2,763	2,731
固定投资	2,544	2,624	2,125	1,499	807.71
无形资产	507.33	494.17	461.82	430.33	398.54
其他非流动资产	19,175	33,709	28,636	30,139	29,527
资产总计	210,899	250,732	282,180	339,192	404,867
流动负债	102,894	120,788	135,601	172,495	214,443
短期借款	2,580	4,444	3,822	11,565	19,389
应付账款	16,875	18,130	22,580	29,332	37,537
其他流动负债	83,438	98,214	109,198	131,599	157,517
非流动负债	45,842	52,118	57,099	62,354	67,446
长期借款	32,200	38,285	43,163	48,443	53,589
其他非流动负债	13,642	13,833	13,936	13,911	13,858
负债合计	148,736	172,906	192,700	234,849	281,889
少数股东权益	15,535	21,395	24,735	29,029	34,427
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
资本公积	17,671	19,754	19,754	19,754	19,754
留存公积	20,269	27,796	37,052	47,586	60,789
归属母公司股	46,628	56,430	64,745	75,314	88,552
负债和股东权益	210,899	250,732	282,180	339,192	404,867

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,084	(12,715)	(4,552)	(12,090)	(8,473)
净利润	8,047	12,187	15,572	19,919	25,084
折旧摊销	693.53	799.29	815.67	855.55	871.41
财务费用	1,549	1,418	1,133	1,519	1,950
投资损失	(585.09)	(4,203)	(4,025)	(4,000)	(3,500)
营运资金变动	(7,282)	(23,109)	(18,708)	(30,477)	(33,179)
其他经营现金	(337.43)	193.03	660.48	93.73	300.74
投资活动现金	(2,043)	5,483	8,537	2,359	3,910
资本支出	1,484	1,317	0.00	0.00	0.00
长期投资	(743.61)	1,088	(4,849)	1,616	(538.79)
其他投资现金	(1,302)	7,887	3,688	3,975	3,371
筹资活动现金	14,273	11,756	(2,238)	6,882	4,379
短期借款	(2,589)	1,864	(621.20)	7,742	7,824
长期借款	2,462	6,085	4,878	5,280	5,146
普通股增加	5,668	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	16,042	2,083	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,309)	1,724	(6,495)	(6,140)	(8,591)
现金净增加额	14,514	4,952	1,747	(2,849)	(183.67)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,222	63,573	75,543	101,286	130,010
营业成本	30,677	41,617	47,657	63,615	80,670
营业税金及附加	5,204	6,171	7,551	10,129	13,001
营业费用	1,124	1,160	1,375	1,843	2,366
管理费用	1,227	1,066	1,269	1,702	2,184
财务费用	1,549	1,418	1,133	1,519	1,950
资产减值损失	6.93	(51.28)	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	6.98	(56.52)	35.00	35.00	35.00
投资净收益	585.09	4,203	4,025	4,000	3,500
营业利润	10,027	16,338	20,597	26,493	33,354
营业外收入	445.46	219.37	276.90	287.02	291.60
营业外支出	62.38	77.76	130.00	112.59	118.39
利润总额	10,410	16,480	20,744	26,667	33,527
所得税	2,364	4,293	5,173	6,749	8,443
净利润	8,047	12,187	15,572	19,919	25,084
少数股东损益	3,196	2,605	3,340	4,293	5,398
归属母公司净利润	4,850	9,581	12,232	15,625	19,686
EBITDA	12,269	18,555	22,546	28,868	36,175
EPS (元, 基本)	0.61	1.21	1.55	1.98	2.49

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.21	29.15	18.83	34.08	28.36
营业利润	3.91	62.94	26.07	28.62	25.90
归属母公司净利润	51.36	97.54	27.66	27.74	25.99
获利能力 (%)					
毛利率	37.68	34.54	36.91	37.19	37.95
净利率	9.85	15.07	16.19	15.43	15.14
ROE	10.40	16.98	18.89	20.75	22.23
ROIC	16.84	21.17	20.49	19.16	18.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.52	68.96	68.29	69.24	69.63
净负债比率 (%)	27.08	29.97	28.48	29.08	28.78
流动比率	1.81	1.75	1.83	1.76	1.73
速动比率	0.63	0.80	0.72	0.66	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.28	0.28	0.33	0.35
应收账款周转率	449.62	343.80	302.10	328.71	319.54
应付账款周转率	1.88	2.38	2.34	2.45	2.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.21	1.55	1.98	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	(1.61)	(0.58)	(1.53)	(1.07)
每股净资产(最新摊薄)	5.90	7.14	8.19	9.53	11.20
估值比率					
PE (倍)	40.72	20.62	16.15	12.64	10.03
PB (倍)	4.24	3.50	3.05	2.62	2.23
EV_EBITDA (倍)	16.69	11.04	9.08	7.09	5.66

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com