



前海为珠，园区为玉

——招商蛇口（001979）2016年半年报点评

2016年08月22日

强烈推荐/维持

招商蛇口

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件：

8月21日公司公布2016年半年报，报告期内，公司实现营业收入总额212.48亿元，同比增长11.25%，实现归属于上市公司股东净利润38.3万元，同比增长113.33%。2015年本公司完成换股吸收合并招商地产，上年同期会计口径净利润已剔除原招商地产少数股东损益。对上年同期净利润同口径调整后，报告期归属上市公司股东净利润同比增长35.45%；基本每股收益0.48元/股，同比增长26.32%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q
营业收入（百万元）	6433.02	12666.68	6412.73	23710	4523.71	16724.48	60183.98
增长率（%）	-	-	-	-	-29.68%	32.04%	45.47%
毛利率（%）	44.77%	30.66%	34.38%	40.39%	47.91%	30.05%	24.98%
期间费用率（%）	10.46%	4.77%	18.86%	5.96%	13.72%	4.45%	4.22%
营业利润率（%）	22.52%	19.56%	7.83%	23.61%	25.18%	27.55%	13.72%
净利润（百万元）	948.30	2159.05	221.06	4718.16	784.67	3624.39	5844.81
增长率（%）	-	-	-	-	-17.26%	67.87%	-0.62%
每股盈利（季度，元）	0.24	0.23	0.02	0.40	0.10	0.38	0.41
资产负债率（%）	-	-	75.77%	70.52%	71.00%	71.33%	80.60%
净资产收益率（%）	-	-	0.47%	7.59%	1.25%	5.64%	4.23%
总资产收益率（%）	-	-	0.11%	2.24%	0.36%	1.62%	0.82%

观点：

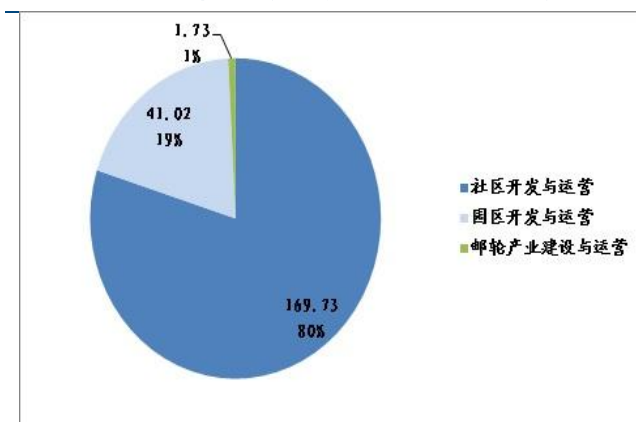
- **营业收入和净利润同比均大幅增长。**报告期内，公司实现营业收入总额212.48亿元，同比增长11.25%，实现归属于上市公司股东净利润38.3万元，同比增长113.33%，对上年同期净利润同口径调整后，报告期归属上市公司股东净利润同比增长35.45%。基本每股收益0.48元/股，同比增长26.32%。

表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位：亿元、百分比；对上年同期净利润同口径调整)

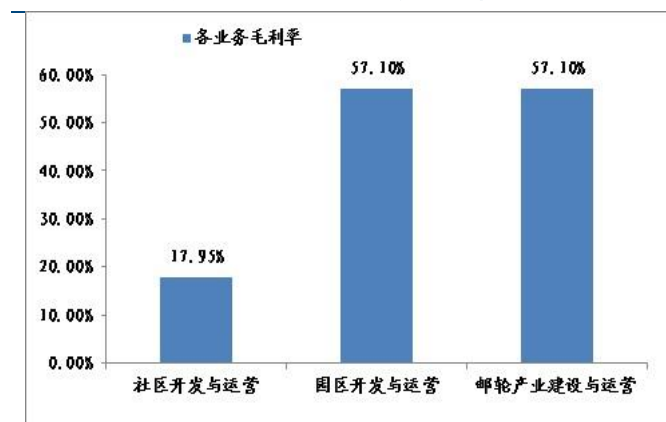
项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	38.3	28.27	35.45%	主要归因于转让项目所获投资收益大幅增加
营业收入	212.48	190.1	11.25%	结算周期导致
资产负债率 (%)	71.33	74.67	-3.34	得益于预收账款大幅增长
费用比率 (%)	6.43	6.69	-0.26	费用比率变动不大
加权 ROE (%)	7.94	8.85	-0.91	基本持平
总资产	2241.88	1837.96	21.98%	资产规模快速扩张
货币资金	344.69	280.89	22.71%	本期销售回款大幅增长
预收账款	613.75	443.86	38.28%	销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	89.91	91.49	-1.73%	负债正常到期
经营活动净现金流	-62.55	-80.66	-22.45%	销售回款大增
稀释 EPS	0.48	0.38	26.23%	净利润大幅增长

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

公司上半年营收的 80% 来源于社区开发与运营，但由于该业务毛利率仅为 17.95%，同比下降 5.39 个百分点，贡献的毛利润总额约为 29.96 亿元；第二大业务园区开发与运营虽然营收总额为 41.02 亿元，其中投资性物业出租收入 9.22 亿元，毛利率高达 57.1%，同比大增 22.58 个百分点，贡献毛利润总额 23.42 亿元，占毛利润总额的比例超过 40%，深究其原因是公司销售了蛇口区持有多年的经营性物业，总计实现投资收益 17.09 亿元，与净利润增长额相差不大，因此可以说，上半年的业绩增长主要归因于投资收益的大幅增长；邮轮业务营收同比变动幅度不大，预期未来随着各项支持政策的落地将表现出较快的增长态势。

图 1：公司上半年营收业务构成 (单位：亿元、%)


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司 2016 年上半年各业务毛利率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **销售金额和面积同比大增为未来业绩提供保障。**报告期内，招商蛇口实现签约销售额 308 亿元，完成全年销售目标 650 的 47.38%，签约销售面积 195 万平米，分别同比增长 59% 和 30%，为未来业绩快速增长奠定坚实基础。
- **项目储备丰富保障未来业绩增长。**上半年公司成功在北京、南京等重要城市获取 10 宗优质项目，扩充项

目资源226万平方米，总地价237亿元，其中权益地价153亿元，占上半年销售额的49.68%。同时，公司实际控制人招商局集团与深圳市前海管理局签署了框架协议，以公司控股的平台为主体，建立分别实际控股50%的合资公司，通过合资公司推进2.9平方公里的土地整备和开发建设，我们认为这种“小政府+大企业”的模式能够最大化实现集团和公司的利益，公司的深度参与使其能够分享前海未来成长为深圳新中心的巨大收益，尤其是在当前城市核心区域地王频出的背景下，公司实际参与开发的地块具有巨大的市场价值。

表 2:公司上半年部分新增土地储备情况

城市	编号	规划用途	占地面积 (万 m ²)	规划建面 (万 m ²)	成交额 (亿元)	楼面价(元/ m ²)	溢价率 (%)	权益 (%)	拿地时间
	京土								2016-05
北京	[2016]007号	综合	8.93	17.87	31.95	17880	50	100	-05
	京土[2016]008号								2016-05
北京	号	综合	8.37	16.75	30	17914	50	100	-05
	杭政储出								2016-05
杭州	[2016]10号	住宅	4.04	10.09	13.75	13626	85.08	50	-27
	杭政储出								2016-05
杭州	[2016]5号	住宅	3.62	9.04	13.8	15268	105.99	100	-12
									2016-03
南京	NO.2016G01	综合	8.71	16.12	48.2	29899	86.17	100	-18
									2016-03
南宁	GC2016-007	综合	3.24	7.14	1.24	1732	2.42	100	-11
	新城以东								2016-05
宁波	A3-1-4号地块	综合	15.71	35.01	40.88	11676	46.57	100	-18
	P(2016)071号								2016-07
武汉	号	综合	14.35	78	43.56	5585	0	100	-28

资料来源：CREIS 数据库，东兴证券研究所

- **邮轮业务取得巨大进展。**中国邮轮旅游发展实验区落地蛇口工业区太子湾，占地面积9.4平方公里。受益于这一政策，公司将以邮轮母港建设为核心，打造集旅游运营、餐饮购物、免税贸易、酒店文娱、港口地产、金融服务等于一体的邮轮产业链。我们认为公司对邮轮业务制定的战略发展思路清晰，未来将与招商局集团的强大金融基因（招商银行、招商证券、招商基金等）相协同，探索轻资产运营模式，尝试资产证券化路径，未来有望产生巨大的协同发展效应。

邮轮业务作为公司重点发展的业务，报告期内取得了巨大进展。与云顶香港签署战略合作协议，确定丽星邮轮的“处女星”号和“银影”号两条邮轮将分别于2016年11月13日和2017年1月份开始航线运营。

- **创新业务全面开花。**公司基于自身特点，布局教育、医疗及健康管理、养老服务等创新产业领域，报告期内硕果累累。与G30国际教育集团签署战略合作协议，将国际学校落地到前海片区；美伦健康中心的高端体检服务已经日趋成熟，广州金山谷养老公寓及高端护理院已经完成封顶。公司在创新业务领域的布局属于试水范畴，为公司加大多个领域投资积累宝贵的经验。

➤ **风险提示：前海土地整备和开发不及预期、房地产市场销售不及预期**

结论：

公司自 2015 年完成重组以后形成了社区开发与运营、邮轮和园区三大业务板块，多个板块协同发展的格局已定。蛇口大量优质自持物业和前海大量核心区域土地开发参与权是公司核心价值所在，未来随着深圳前海新中心的快速发展，将显现出巨大的市场价值。同时，公司是“国企改革”、“自贸区”和“一带一路”题材股，随着各个国家战略持续推进，将有望享受相关政策红利。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 664.5 亿元、850.56 元和 1063.2 亿元，每股收益分别为 1.12 元、1.22 元和 1.47 元，对应 PE 分别为 14.41、13.19 和 10.95，维持公司“强烈推荐”评级。

表 4：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	144181	186573	216025	275637	343878	营业收入	45486	49222	66450	85056	106320
货币资金	26133	40644	49838	63792	79740	营业成本	27492	30677	41199	52735	65919
应收账款	92	97	137	175	218	营业税金及附加	5709	5204	7310	9356	11695
其他应收款	9756	17528	23663	30289	37861	营业费用	1043	1124	1462	1786	2233
预付款项	3648	866	1690	2744	4063	管理费用	932	1227	1595	2041	2552
存货	100676	121380	135449	173375	216719	财务费用	921	1549	1532	2289	2973
其他流动资产	3551	5203	5203	5203	5203	资产减值损失	572.36	6.93	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	24082	24326	17702	17286	16870	公允价值变动收益	0.00	6.98	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2092	2100	2100	2100	2100	投资净收益	833.69	585.09	2500.00	1000.00	600.00
固定资产	2367.17	2544.16	2704.68	2339.47	1974.27	营业利润	9650	10027	15843	17839	21539
无形资产	525	507	457	406	355	营业外收入	282.33	445.46	450.00	450.00	450.00
其他非流动资产	316	169	0	0	0	营业外支出	236.97	62.38	70.00	70.00	70.00
资产总计	168264	210899	233727	292922	360747	利润总额	9695	10410	16223	18219	21919
流动负债合计	87815	102894	125110	171645	224609	所得税	3110	2364	3893	4372	5261
短期借款	5169	2580	35678	57038	85024	净利润	6586	8047	12329	13846	16659
应付账款	15832	16875	22575	28896	36120	少数股东损益	3381	3196	3516	4219	5063
预收款项	35635	50991	60959	73717	89665	归属母公司净利润	3205	4850	8814	9627	11596
一年内到期的非流	6325	5502	0	0	0	EBITDA	11710	12675	17791	20544	24928
非流动负债合计	35049	45842	36806	40435	44435	BPS (元)	0.58	0.88	1.12	1.22	1.47
长期借款	29738	32200	36200	40200	44200	主要财务比率					
应付债券	3018	7726	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	122864	148736	161917	212080	269044	成长能力					
少数股东权益	28587	15535	19051	23270	28333	营业收入增长	30.77%	8.21%	35.00%	28.00%	25.00%
实收资本(或股本)	2236	7904	7904	7904	7904	营业利润增长	9.91%	3.91%	58.00%	12.60%	20.74%
资本公积	1630	17671	17671	17671	17671	归属于母公司净利	15.01%	51.36%	81.71%	9.23%	20.45%
未分配利润	11503	20754	21635	22598	23757	获利能力					
归属母公司股东权益	16812	46628	52759	57573	63370	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	168264	210899	233727	292922	360747	净利率(%)	14.48%	16.35%	18.55%	16.28%	15.67%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位：百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	1.90%	2.30%	3.77%	3.29%	3.21%	
经营活动现金流	-4941	2084	-9645	-5293	-7857	偿债能力					
净利润	6586	8047	12329	13846	16659	资产负债率(%)	73%	71%	69%	72%	75%
折旧摊销	1138.13	1099.48	0.00	415.94	415.94	流动比率	1.64	1.81	1.73	1.61	1.53
财务费用	921	1549	1532	2289	2973	速动比率	0.50	0.63	0.64	0.60	0.57
应收账款减少	0	0	-40	-38	-44	营运能力					
预收帐款增加	0	0	9968	12758	15948	总资产周转率	0.28	0.26	0.30	0.32	0.33
投资活动现金流	-414	-2043	4998	990	590	应收账款周转率	451	521	569	546	541
公允价值变动收益	0	7	0	0	0	应付账款周转率	2.95	3.01	3.37	3.31	3.27
长期股权投资减少	0	0	2266	0	0	每股指标(元)					
投资收益	834	585	2500	1000	600	每股收益(最新摊	0.58	0.88	1.12	1.22	1.47
筹资活动现金流	3989	14273	13842	18257	23215	每股净现金流(最新	-0.61	1.81	1.16	1.77	2.02
应付债券增加	0	0	-7726	0	0	每股净资产(最新摊	7.52	5.90	6.67	7.28	8.02
长期借款增加	0	0	4000	4000	4000	估值比率					
普通股增加	0	5668	0	0	0	P/E	27.71	18.26	14.41	13.19	10.95
资本公积增加	482	16042	0	0	0	P/B	2.14	2.72	2.41	2.21	2.00
现金净增加额	-1366	14315	9194	13955	15948	EV/EBITDA	4.62	10.60	8.38	7.81	7.08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。