安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 10 月 10 日

公司动态分析

证券研究报告

园区

招商蛇口（001979.SZ）

9 月销售再提速，太子湾土地增值可观

■**事件**：公司 10 月 9 日公告，1）9 月份实现销售面积 40.51 万平米，签约销售额 62.30 亿元；1-9 月份累计实现销售面积 294.72 万平米，累计销售额 471.40 亿元；2）公司拟通过增资扩股方式引入合作方持有商鼎置业、乐湾置业 49%股权及拟出售高立公司、长诚公司 100%股权。

■**本次拟转让、引入投资者开发项目涉及太子湾土地 30 万方，挂牌底价 89 亿。**公司本次增资扩股及转让子公司的主要资产分别为太子湾四宗土地，其中商鼎置业、乐湾置业持有地块为公司募集资金投资项目太子湾自贸启动区一期部分地块，计划引入品牌商业地产运营商，子公司净资产评估增值分别为 20.6、21.7、27.6、20.6 亿，总计土地规划建面达 38.5 万方，其中涉及股权增资、权转让项目挂牌底价合计 88.9 亿，预期可为公司带来可观的资产收益，并实现本年业绩增厚。

■**与前海投资设立合资公司，前海资源开发有望提速：**9 月 13 日公司控股子公司招商前海实业与前海投资控股共同投资设立的合资公司“深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司”，共同开发建设列入合作范围的 2.9 平方公里的前海土地，前海片区开发建设合作落地自此确认，不确定性逐步消除。

■**推盘力度加大，9 月销售再提速：**9 月份，公司推盘力度持续加大，单月签约面积 40.51 万平米（环比+30.6%，同比-13.0%），签约金额 62.30 亿元（环比+35.5%，同比-32.9%），同比下滑主要由于上年 9 月异常高基数影响。1-9 月累计签约面积 254.21 万平米，同比增 25.3%，签约金额 408.93 亿，同比增 25.3%，累计销售均价 15,995 元/平方，预计在传统旺季 10 月份推盘力度将继续增加。

■■**深圳土地储备大幅提升，资源结构优质：**1-9 月公司拿地权益面积 378.4 万方、权益价款 417.2 亿。今年布局城市包括北上广深及天津、苏州、南京、南宁四大核心二线，其中公司在 8 月携手华侨城按 50：50 联合竞得深圳国际会展中心配套商业用地的土地使用权及会展中心建设运营权（包括商业 154 万方及会展用地 91 万方），公司新增权益面积 122.7 万方，楼面价 12636 元/平方，成本较为合理。

■**投资建议：**公司手握前海优质土地资源，与前海当局合作开展顺利，未来业绩释放可期。公司深圳土地资源丰富，今年大概率实现 650 亿销售目标，目前公司内在价值有待市场认知，RNAV24.66 元，折价明显，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.12、1.38 和 1.70，对应当前股价 PE 估值为 13.7X、11.1X、9.0X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 22.4 元。

■**风险提示：**地产经营的区域风险、市场对政策调控反应过度。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	45,485.9	49,222.4	65,411.1	80,509.2	100,644.0
净利润	3,204.6	4,850.3	8,821.6	10,926.3	13,425.9
每股收益(元)	0.41	0.61	1.12	1.38	1.70
每股净资产(元)	2.13	5.90	6.92	8.30	10.00

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	37.8	25.0	13.7	11.1	9.0
市净率(倍)	7.2	2.6	2.2	1.8	1.5
净利润率	7.0%	9.9%	13.5%	13.6%	13.3%
净资产收益率	19.1%	10.4%	16.1%	16.7%	17.0%
股息收益率	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.0%	20.0%	23.9%	20.5%	22.9%

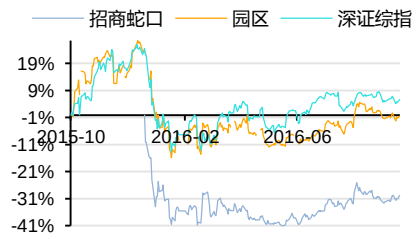
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	22.4 元
股价（2016-10-10）	15.41 元

交易数据

总市值（百万元）	126,307.40
流通市值(百万元)	28,219.89
总股本（百万股）	7,904.09
流通股本(百万股)	1,765.95
12 个月价格区间	13.70/23.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.8	12.97	-10.16
绝对收益	-2.74	12.14	

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：——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
招商蛇口：招商蛇口公司动态分析	2016-07-29
招商蛇口：土地确权加厚，龙头前海弄潮	2016-06-20
招商蛇口：招商蛇口 2015 年年报点评	2016-04-01

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	45,485.9	49,222.4	65,411.1	80,509.2	100,644.0
减:营业成本	27,491.8	30,676.9	40,051.2	49,424.6	61,835.7
营业税费	5,709.3	5,203.8	6,822.4	8,497.3	10,586.6
销售费用	1,042.6	1,124.3	1,535.7	1,690.2	2,258.2
管理费用	932.2	1,226.7	1,223.8	1,372.4	2,035.6
财务费用	921.4	1,548.6	960.0	1,135.8	1,157.5
资产减值损失	572.4	6.9	75.7	218.3	100.3
加:公允价值变动收益	-	7.0	-	-	-
投资和汇兑收益	833.7	585.1	670.0	696.3	650.5
营业利润	9,650.0	10,027.3	15,412.3	18,866.8	23,320.6
加:营业外净收支	45.4	383.1	174.8	201.1	253.0
利润总额	9,695.4	10,410.3	15,587.2	19,067.9	23,573.6
减:所得税	3,109.6	2,363.8	4,130.6	4,691.3	6,023.4
净利润	3,204.6	4,850.3	8,821.6	10,926.3	13,425.9

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	26,133.0	40,643.5	37,578.7	46,252.5	57,820.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	9,847.7	17,625.4	21,797.7	23,810.6	34,138.2
应收票据	4.4	35.9	14.3	24.5	33.8
预付帐款	3,647.8	865.8	6,151.7	3,045.1	7,434.5
存货	100,675.6	121,380.5	168,928.8	178,929.9	264,744.7
其他流动资产	3,872.9	6,021.7	4,330.8	4,497.0	4,704.2
可供出售金融资产	3,113.7	91.9	91.9	91.9	91.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,091.9	2,100.3	2,305.8	2,395.9	2,497.3
投资性房地产	10,667.7	11,720.2	13,357.8	14,425.9	15,678.7
固定资产	2,367.2	2,544.2	2,338.6	1,736.5	1,217.5
在建工程	215.2	525.7	713.6	962.8	1,181.3
无形资产	525.1	507.3	487.9	468.5	449.1
其他非流动资产	5,101.5	6,836.8	5,687.3	5,943.9	5,544.0
资产总额	168,263.7	210,899.2	263,785.0	282,585.1	395,535.1
短期债务	5,169.1	2,580.0	3,558.0	5,079.0	11,236.4
应付帐款	30,723.6	33,851.4	57,500.1	49,574.8	85,480.5
应付票据	47.3	959.4	64.7	82.2	109.6
其他流动负债	51,874.9	65,503.0	78,457.9	93,500.3	116,280.7
长期借款	29,738.2	32,199.8	39,935.4	40,438.1	70,407.1
其他非流动负债	5,311.0	13,642.2	11,432.7	6,697.9	7,257.6
负债总额	122,864.1	148,735.9	190,948.8	195,372.3	290,772.0
少数股东权益	28,587.4	15,535.0	18,170.0	21,620.4	25,744.7
股本	2,236.0	7,904.1	7,904.1	7,904.1	7,904.1
留存收益	14,415.4	37,940.6	46,762.1	57,688.4	71,114.3
股东权益	45,399.5	62,163.3	72,836.2	87,212.8	104,763.1

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	30.8%	8.2%	32.9%	23.1%	25.0%
营业利润增长率	9.9%	3.9%	53.7%	22.4%	23.6%
净利润增长率	15.0%	51.4%	81.9%	23.9%	22.9%
EBITDA 增长率	13.0%	8.8%	40.1%	21.4%	21.9%
EBIT 增长率	13.1%	9.5%	41.4%	22.2%	22.4%
NOPLAT 增长率	10.2%	24.6%	34.5%	25.3%	20.8%
投资资本增长率	30.8%	12.3%	46.2%	8.1%	45.5%
净资产增长率	13.3%	36.9%	17.2%	19.7%	20.1%
利润率					
毛利率	39.6%	37.7%	38.8%	38.6%	38.6%
营业利润率	21.2%	20.4%	23.6%	23.4%	23.2%
净利润率	7.0%	9.9%	13.5%	13.6%	13.3%
EBITDA/营业收入	24.6%	24.8%	26.1%	25.8%	25.1%
EBIT/营业收入	23.2%	23.5%	25.0%	24.8%	24.3%
运营效率					
固定资产周转天数	20	18	13	9	5
流动营业资本周转天数	289	337	335	334	345
流动资产周转天数	1,086	1,210	1,171	1,108	1,119
应收帐款周转天数	97	100	108	102	104
存货周转天数	721	812	799	778	794
总资产周转天数	1,269	1,387	1,306	1,222	1,213
投资资本周转天数	313	348	341	342	349
投资回报率					
ROE	19.1%	10.4%	16.1%	16.7%	17.0%
ROA	3.9%	3.8%	4.3%	5.1%	4.4%
ROIC	21.0%	20.0%	23.9%	20.5%	22.9%
费用率					
销售费用率	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%
管理费用率	2.0%	2.5%	1.9%	1.7%	2.0%
财务费用率	2.0%	3.1%	1.5%	1.4%	1.2%
三费/营业收入	6.4%	7.9%	5.7%	5.2%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	73.0%	70.5%	72.4%	69.1%	73.5%
负债权益比	270.6%	239.3%	262.2%	224.0%	277.6%
流动比率	1.64	1.81	1.71	1.73	1.73
速动比率	0.50	0.63	0.50	0.52	0.49
利息保障倍数	11.47	7.48	17.05	17.61	21.15
分红指标					
DPS(元)	-	0.26	-	-	-
分红比率	0.0%	42.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6,585.8	8,046.6	8,821.6	10,926.3	13,425.9
加:折旧和摊销	706.8	693.5	706.3	733.2	795.1
资产减值准备	572.4	6.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-7.0	-	-	-
财务费用	1,215.5	1,254.8	960.0	1,135.8	1,157.5
投资损失	-833.7	-585.1	-670.0	-696.3	-650.5
少数股东损益	3,381.2	3,196.2	2,635.0	3,450.4	4,124.3
营运资金的变动	-10,354.9	-7,377.1	-22,351.8	-6,648.5	-36,174.9
经营活动产生现金流量	-4,941.3	2,084.3	-9,898.9	8,900.8	-17,322.5
投资活动产生现金流量	-413.8	-2,042.6	-901.5	-729.6	-1,079.1
融资活动产生现金流量	3,988.7	14,273.3	7,735.6	502.6	29,969.1

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.41	0.61	1.12	1.38	1.70
BVPS(元)	2.13	5.90	6.92	8.30	10.00
PE(X)	37.8	25.0	13.7	11.1	9.0
PB(X)	7.2	2.6	2.2	1.8	1.5
P/FCF	-104.4	39.0	-24.5	18.3	14.4
P/S	2.7	2.5	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	-	13.8	8.2	6.5	6.2
CAGR(%)	29.7%	29.7%	22.8%	29.7%	29.7%
PEG	1.3	0.8	0.6	0.4	0.3
ROIC/WACC	2.9	2.7	3.3	2.8	3.1
REP	-	1.2	0.6	0.6	0.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 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 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 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	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
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。