

业绩放量，前海出蛟龙——公司三季报点评

■事件：公司10月30日公布三季报，1-3季度实现营业收入367.32亿，同比+43.98%（单季+141.45%）；实现归属于上市公司股东净利润56.11亿，同比88.40%（单季+1082.6%）；基本EPS 0.71，同比+76.43%（以上增速根据备考利润表的口径）。

■Q3单季业绩放量，未来可持续较强。公司第三季度地产结转量大增，单季营收大增141.45%，毛利率仍维持35.8%，甚至比上年同期增0.63个pct。另外公司年初转让的深圳“梦工厂大厦”项目贡献了17.67亿投资收益。预计随着公司前海权益的逐步明晰及相关土地规划的出台，片区开发有望加速，有助于公司未来业绩持续释放。

■前海土地资本运作不断，兑现了部分土地增值收益。根据公告整理，公司在9月29日及10月15日分别公告拟转让了旗下子公司商鼎置业（49%股权）、乐湾置业（49%股权）、高立公司（100%股权）、长诚公司（100%股权）、前海湾置业（100%股权）及蛇口集装箱码头一期港口土地使用权；其中，商鼎置业、乐湾置业持有地块为公司计划增资扩股项目，并引入国际知名的品牌商业地产运营商。而转让前海湾置业（95.7%股权）及蛇口集装箱码头一期港口土地使用权主要为与集团的关联交易，为集团内部资源整合。上述子公司持有的土地面积总计34.98万方，净资产评估总值合计127.33亿，原账面价值仅仅8.93亿元（部分项目公司无账面价值）。其中交易涉及股权增资、股权转让项目挂牌底价合计113.6亿。（除增资扩股项目外）上述资产预期在四季度挂牌成交之后可为公司带来可观的资产收益，未来有望增厚公司业绩。

■三方正式签订前海土地整备框架协议：模式进一步确立，静待具体规划出台。10月26日，公司公告招商局、深圳土改委、前海管理局集团等三方签订了《关于招商局集团前海湾物流园区土地整备框架协议》，本次土地整备范围为2.9平方公里前海湾物流园用地。协议要点包括：1) 以2015年1月1日作为土地使用起始日期；2) 原规划条件下土地价值以政府及招商局集团委托评估的结果经算术平均后确定，该价值由招商局集团享有；3) 新规划条件下土地价值以政府委托评估的结果为准，新规划-原规划条件下的土地增值收益由前海管理局、招商局集团在扣除政策性刚性支出（按5%计提）后双方60:40分享；4) A1类用地中部分用地已调整为经营性用地，土地增值收益分配同上；5) 土地使用权的等价置换：新规划条件下确定的补偿价值为招商局集团置换等价值的土地使用权。公司控股的平台公司或其全资子公司为土地使用权的权利人；6) 整备范围内市政、公共服务设施用地及干道、支路及公共绿地等建成后产权无偿移交政府；合资公司在用地中向前海管理局配建移交一定规模的总部与产业用房，用于保障深港合作，引进和扶持产业发展。双方合作模式进一步确立，静待具体规划出台。

■投资建议：我们估计公司RNAV24.66元，折价明显。在目前土地供应和规划制度下，我们认为主流房企在核心区域土地市场上的竞争并不会因为调控而有所消减，往后一段时间内，毛利水平可能会受到销售端和拿地端的双重压制。在这样的背景下，公司前海土地资源更稀缺，未来1-2年内业绩释放时可以预期的，我们预计公司今年大概率完成上市初公告盈利预测85.85亿的业绩目标，预计公司2016-2018年EPS为1.09、1.23、1.45，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	65,913.7	84,573.9	105,725.3
净利润	3,204.6	4,850.3	8,616.0	9,734.5	11,494.1
每股收益(元)	0.41	0.61	1.09	1.23	1.45
每股净资产(元)	2.13	5.90	6.56	7.45	8.37

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	41.4	27.4	15.4	13.6	11.5
市净率(倍)	7.9	2.8	2.6	2.3	2.0
净利润率	7.0%	9.9%	13.1%	11.5%	10.9%
净资产收益率	19.1%	10.4%	16.6%	16.5%	17.4%
股息收益率	0.0%	1.5%	2.0%	2.4%	3.0%
ROIC	21.0%	20.0%	29.8%	27.0%	25.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

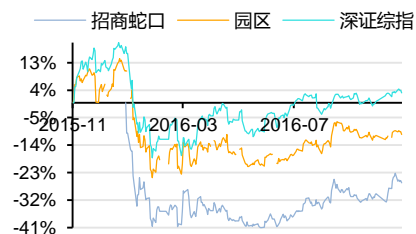
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**22.4元**
股价(2016-10-28) **16.79元**

交易数据

总市值(百万元)	132,709.72
流通市值(百万元)	29,650.31
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	3.55	3.91	-1.84
绝对收益	6.87	9.6	

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：9月销售再提速，太子湾土地增值可观	2016-10-10
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

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	45,485.9	49,222.4	65,913.7	84,573.9	105,725.3	成长性					
减:营业成本	27,491.8	30,676.9	40,359.0	51,074.2	63,900.4	营业收入增长率	30.8%	8.2%	33.9%	28.3%	25.0%
营业税费	5,709.3	5,203.8	6,677.1	7,992.2	9,779.6	营业利润增长率	9.9%	3.9%	80.0%	23.3%	23.4%
销售费用	1,042.6	1,124.3	1,324.9	1,556.2	2,072.2	净利润增长率	15.0%	51.4%	77.6%	13.0%	18.1%
管理费用	932.2	1,226.7	1,324.9	1,733.8	2,125.1	EBITDA 增长率	13.0%	8.8%	62.8%	23.0%	23.1%
财务费用	921.4	1,548.6	1,167.9	1,485.4	1,864.0	EBIT 增长率	13.1%	9.5%	66.0%	23.5%	23.6%
资产减值损失	572.4	6.9	-214.9	-145.0	-117.6	NOPLAT 增长率	10.2%	24.6%	67.5%	24.6%	23.0%
加:公允价值变动收益	-	7.0	-12.1	3.5	4.1	投资资本增长率	30.8%	12.3%	37.4%	32.0%	20.6%
投资和汇兑收益	833.7	585.1	2,783.5	1,367.0	1,354.0	净资产增长率	13.3%	36.9%	17.8%	20.5%	20.0%
营业利润	9,650.0	10,027.3	18,046.3	22,247.6	27,459.8	利润率					
加:营业外净收支	45.4	383.1	458.9	295.8	379.3	毛利率	39.6%	37.7%	38.8%	39.6%	39.6%
利润总额	9,695.4	10,410.3	18,505.2	22,543.4	27,839.1	营业利润率	21.2%	20.4%	27.4%	26.3%	26.0%
减:所得税	3,109.6	2,363.8	4,073.0	4,801.7	6,028.6	净利润率	7.0%	9.9%	13.1%	11.5%	10.9%
净利润	3,204.6	4,850.3	8,616.0	9,734.5	11,494.1	EBITDA/营业收入	24.6%	24.8%	30.1%	28.9%	28.4%
						EBIT/营业收入	23.2%	23.5%	29.2%	28.1%	27.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	20	18	13	8	5
						流动资产周转天数	289	337	321	333	339
						流动营业资本周转天数	1,086	1,210	1,108	1,046	1,023
						应收账款周转天数	97	100	118	129	135
						存货周转天数	721	812	721	663	638
						总资产周转天数	1,269	1,387	1,242	1,153	1,112
						投资资本周转天数	313	348	326	341	343
						投资回报率					
						ROE	19.1%	10.4%	16.6%	16.5%	17.4%
						ROA	3.9%	3.8%	5.9%	6.0%	6.1%
						ROIC	21.0%	20.0%	29.8%	27.0%	25.2%
						费用率					
						销售费用率	2.3%	2.3%	2.0%	1.8%	2.0%
						管理费用率	2.0%	2.5%	2.0%	2.1%	2.0%
						财务费用率	2.0%	3.1%	1.8%	1.8%	1.8%
						三费/营业收入	6.4%	7.9%	5.8%	5.6%	5.7%
						偿债能力					
						资产负债率	73.0%	70.5%	70.0%	70.4%	70.2%
						负债权益比	270.6%	239.3%	233.0%	237.8%	235.3%
						流动比率	1.64	1.81	1.81	1.99	1.96
						速动比率	0.50	0.63	0.63	0.76	0.73
						利息保障倍数	11.47	7.48	16.45	15.98	15.73
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.26	0.33	0.41	0.50
						分红比率	0.0%	42.4%	30.1%	33.2%	34.1%
						股息收益率	0.0%	1.5%	2.0%	2.4%	3.0%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6,585.8	8,046.6	8,616.0	9,734.5	11,494.1	EPS(元)	0.41	0.61	1.09	1.23	1.45
加:折旧和摊销	706.8	693.5	632.9	669.8	710.5	BVPS(元)	2.13	5.90	6.56	7.45	8.37
资产减值准备	572.4	6.9	-	-	-	PE(X)	41.4	27.4	15.4	13.6	11.5
公允价值变动损失	-	-7.0	-12.1	3.5	4.1	PB(X)	7.9	2.8	2.6	2.3	2.0
财务费用	1,215.5	1,254.8	1,167.9	1,485.4	1,864.0	P/FCF	-114.2	42.7	-50.4	11.8	25.2
投资损失	-833.7	-585.1	-2,783.5	-1,367.0	-1,354.0	P/S	2.9	2.7	2.0	1.6	1.3
少数股东损益	3,381.2	3,196.2	5,816.2	8,007.2	10,316.4	EV/EBITDA	-	13.8	7.6	6.8	5.9
营运资金的变动	-10,354.9	-7,377.1	-18,094.0	-22,242.1	-19,212.4	CAGR(%)	39.1%	39.4%	32.6%	39.1%	39.4%
经营活动产生现金流量	-4,941.3	2,084.3	-4,656.6	-3,708.7	3,822.8	PEG	1.1	0.7	0.5	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-413.8	-2,042.6	1,515.1	-491.4	80.7	ROIC/WACC	2.7	2.6	3.8	3.5	3.2
融资活动产生现金流量	3,988.7	14,273.3	2,988.9	19,368.4	6,515.6	REP	-	1.3	0.6	0.5	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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

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