证券研究报告—动态报告

房地产

房地产开发Ⅱ

招商蛇口(001979)

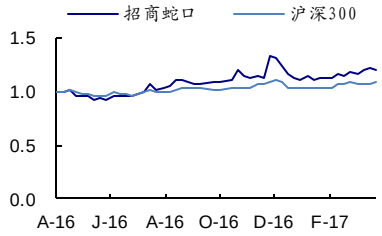
买入

2016年年报点评

（维持评级）

2017年03月29日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	7,904/1,766
总市值/流通(百万元)	140,456/31,381
上证综指/深圳成指	3,267/10,582
12个月最高/最低(元)	20.45/13.26

相关研究报告:

《招商蛇口-001979-重大事件快评：销售大增，“粤港澳大湾区”利好公司发展，维持“买入”评级》 ——2017-03-13

《招商蛇口-001979-重大事件快评：业绩大增，“千亿规模、百亿利润”可期》 ——2017-01-17

《招商蛇口-001979-重大事件快评：2016年销售大增，维持“买入”评级》 ——2017-01-16

《招商蛇口-001979-2016年三季报点评：净利大增，前海土地整备再获实质性进展》 ——2016-11-01

《招商蛇口-001979-2016年中报点评：重组红利释放，增效提质明显》 ——2016-08-23

证券分析师：区瑞明
电话：0755-82130678
E-MAIL：ourm@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051
证券分析师：王越明
电话：0755-82130478
E-MAIL：wangyuem@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

整合元年，“蛇口模式”启航

- **2016年净利大增97.54%，EPS1.21元/股，符合预期**

2016年实现收入635.73亿元，同比增长29.15%，其中房地产板块收入561.39亿元，园区板块收入70.94亿元，邮轮板块收入3.4亿元；归母净利润95.81亿元，同比增长97.54%；扣非归母净利润89.42亿元，超额4.2%完成公司吸收合并上市时承诺的2016年备考扣非归母净利润目标；EPS为1.21元，符合预期。拟每10股派现金5元（含税）。

- **销售快速增长，扩张积极，剑指千亿销售目标**

2016年，房地产板块仍是公司收入及利润的主要来源——①销售：2016年，公司在全国36个城市以及香港、新西兰等地拥有108个在售楼盘，实现销售面积471万平方米，同比增长35.6%；销售金额739.34亿元，同比增长28.41%，86%集中在一、二线城市，其中华东地区销售额占比41%，首次超过深圳，其它地区相对平均；②新增土储：2016年，公司聚焦一、二线核心城市，新增开发项目27个，计容建面702.13万平方米，其中权益面积430.76万平方米；总地价905亿元，总地价/销售金额为1.22，扩张积极；公司加大了合作拿地比例，达50%；③战略储备充足：按计容建面计算，公司总土储1826万平米，85%集中在一、二线城市，深圳、华中地区分别占比30%、25%；④建设规模创新高：新开工面积562万平米、竣工576万平米，在建项目面积1302万平米。

2017年剑指1000亿元销售，多措施保障目标实现——①开局良好：即使在春节因素扰动下，公司1-2月仍实现销售额154.48亿元，同比增长95.67%，凸显强者风范；②精细化任务铺排：计划新开工面积765万平米、竣工面积528万平方米、在建项目面积1555万平米；③可售货值充足：可售货值2190亿元，其中60%为住宅。④销售策略明晰：公司制定“紧盯市场”、“狠抓去化难点”、“加大营销创新”等手段促进销售。

- **资金成本下降，财务状况优，业绩锁定性佳**

2016年末，公司有息负债余额602亿元，全年综合资金成本约为4.5%，较2015年下降0.39个百分点；剔除预收账款后的资产负债率为60.7%，同比下降0.4个百分点；货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为3.4倍，短期偿债能力优；2016年末净负债率为18.4%，同比上升6.6个百分点。公司2016年末预收款为524.85亿元，可锁定2017年wind一致预期营收的66%。

- **“蛇口模式”推动邮轮、园区、房地产板块协同发展**

公司提出“前港-中区-后城”的蛇口模式：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。凭借房地产开发的专业能力、园区运营管理的丰富经验、产业聚集的协同效应，公司将全面参与城市升级、产业新城建设及“一带一路”沿线国家的发展机遇，进而复制蛇口模式，使房地产运营、园区运营、邮轮运营三大业务板块协同一致、互促发展。目前公司三大业务板块有序推进：①邮轮板块，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；②园区板块，公司立足蛇口作为样板园区的升级改造，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运营，北京台湖、东莞长安等产业新城项目也在有序推进中；③房地产板块，公司依托品牌优势，专注提供精品住宅，目前已布局全国36个城市及香港、新西兰等海外地区，健康地产、医疗地产和旅游地产也在着重培育。

- **整合元年，模式独特，期待复制扩张，维持“买入”评级**

2016年是公司整合后的发展元年，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势，业务多元化、产品全系列，经营模式转向生态圈导向，依托“前港-中区-后城”的蛇口模式促进三大业务板块协同发展，将形成公司特有的发展路径和竞争优势。预计2017/2018年EPS为1.38/1.60元，对应PE为12.8/11X。维持“买入”评级。

- **风险提示**

若房地产行业2017年调整幅度及政策调控严厉程度超预期。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,222	63,573	79,555	95,625	112,646
(+/-%)	%	29.2%	25.1%	20.2%	17.8%
净利润(百万元)	4,850	9,581	10881.33	12681.73	15257.44
(+/-%)	%	97.5%	13.6%	16.5%	20.3%
摊薄每股收益(元)	0.61	1.21	1.38	1.60	1.93
EBIT Margin	24.3%	28.2%	23.2%	22.7%	23.1%
净资产收益率(ROE)	10.4%	17.0%	17.6%	17.9%	18.4%
市盈率(PE)	29.0	14.7	12.8	11.0	9.1
EV/EBITDA	22.9	16.8	18.4	17.1	15.3
市净率(PB)	3.0	2.5	2.26	1.97	1.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	45603	45625	45635	45664
应收款项	32691	40758	48992	57712
存货净额	114187	141320	170664	200339
其他流动资产	18471	23071	27731	32667
流动资产合计	**210952**	**250774**	**293022**	**336383**
固定资产	2996	2675	2395	2113
无形资产及其他	494	445	395	346
投资性房地产	33337	33337	33337	33337
长期股权投资	2952	2952	2952	2952
资产总计	**250732**	**290183**	**332101**	**375131**
短期借款及交易性金融负债	13528	22069	25164	25182
应付款项	18707	23074	27865	32711
其他流动负债	88553	108207	130991	153691
流动负债合计	**120788**	**153350**	**184020**	**211583**
长期借款及应付债券	46419	46419	46419	46419
其他长期负债	5700	5700	5700	5700
长期负债合计	**52118**	**52118**	**52118**	**52118**
负债合计	**172906**	**205468**	**236138**	**263701**
少数股东权益	21395	22844	25215	28475
股东权益	56430	61871	70748	82954
负债和股东权益总计	**250732**	**290183**	**332101**	**375131**

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.21	1.38	1.60	1.93
每股红利	0.73	0.69	0.48	0.39
每股净资产	7.14	7.83	8.95	10.50
ROIC	8%	10%	10%	11%
ROE	17%	18%	18%	18%
毛利率	35%	35%	35%	35%
EBIT Margin	21%	23%	23%	23%
EBITDA Margin	22%	24%	23%	23%
收入增长	29%	25%	20%	18%
净利润增长率	98%	14%	17%	20%
资产负债率	77%	79%	79%	78%
息率	4.1%	3.9%	2.7%	2.2%
P/E	14.6	12.8	11.0	9.1
P/B	2.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	22.0	18.4	17.1	15.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**63573**	**79555**	**95625**	**112646**
营业成本	41617	51393	62061	72770
营业税金及附加	6171	7160	8606	10138
销售费用	1160	1392	1731	2028
管理费用	1066	1163	1522	1739
财务费用	1418	1339	1412	1407
投资收益	4203	1214	1132	1212
资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	16338	18322	21425	25777
营业外净收支	142	0	0	0
利润总额	**16480**	**18322**	**21425**	**25777**
所得税费用	4293	4544	5356	6444
少数股东损益	2605	2897	3387	4075
归属于母公司净利润	**9581**	**10881**	**12682**	**15257**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	**9581**	**10881**	**12682**	**15257**
资产减值准备	(58)	54	(0)	(0)
折旧摊销	670	317	330	331
公允价值变动损失	5	0	0	0
财务费用	1418	1339	1412	1407
营运资本变动	(22681)	(15724)	(14663)	(15787)
其它	1094	1394	2371	3261
经营活动现金流	**(11388)**	**(3077)**	**719**	**3062**
资本开支	(517)	0	0	0
其它投资现金流	746	0	0	0
投资活动现金流	**(623)**	**0**	**0**	**0**
权益性融资	5918	0	0	0
负债净变化	6085	0	0	0
支付股利、利息	(5773)	(5441)	(3805)	(3051)
其它融资现金流	10428	8540	3095	18
融资活动现金流	**16970**	**3100**	**(709)**	**(3033)**
现金净变动	**4959**	**22**	**10**	**29**
货币资金的期初余额	40644	45603	45625	45635
货币资金的期末余额	45603	45625	45635	45664
企业自由现金流	(12501)	(1535)	1946	4024
权益自由现金流	4013	5998	3982	2987

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队			
华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王　玮 13726685252	吴　国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏　雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪　婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林　若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简　洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周　鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		