



买入

25% ↑

目标价格:人民币 22.56

原目标价格:人民币 19.20

001979.CH

价格:人民币 17.66

目标价格基础:16倍 17年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.1	3.1	7.6	19.6
相对深证成指	3.1	1.4	3.9	16.8

发行股数(百万)	7,904
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	33,544
3个月日均交易额(人民币 百万)	374
净负债比率(%) (2017E)	20
主要股东(%)	
招商局集团	66

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢骁峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

招商蛇口

前海开发加速推进, 销售剑指千亿目标

2016年1-12月,招商蛇口实现营业收入总额635.7亿元,同比增长29.2%,实现归属于上市公司股东的净利润95.8亿元,同比增长97.5%,同比去年备考口径增长39%,超额完成89.4亿元的业绩承诺;基本每股收益为1.21元,同比增长37.5%;拟每10股派发现金红利5.00元。2017年公司计划销售1,000亿,同比大幅增长35%,体现集团做大做强地产业务的战略决心,而公司前2月销售额已近翻番。报告期间,公司在前海片区开发取得实质性进展,并连续公告获得通州台湖镇政企合作项目以及深圳国际会展中心BOT项目,显示公司的“前港—中区—后城”的战略正加速落地。考虑到公司优质土地资源的价值、较高的销售目标以及业绩承诺,我们给予公司2017-2018年预测每股收益分别为1.41元和1.56元,目标价上调至22.56元/股,相当于16倍的17年市盈率,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 16年房地产销售增长28%,17年销售目标1,000亿。2016年,公司实现签约销售面积471万平米,签约销售金额739亿元,同比增加28.4%,销售均价15,692元/平米;实现结转收入561亿元,同比增长33.9%,结算均价10,317元/平米,结转毛利率32.3%,同比下降2.6个百分点,主要由于深圳区域外项目结转较多。2017年,公司计划实现销售额1,000亿元,同比增长35%,前2月已同增96%,预计全年可售货值约2,200亿元。
- 投资聚焦一二线,多渠道获取土地资源。土地储备方面,公司聚焦一二线核心城市,目前土地储备1,826万平米,权益储备1,291万平米;去年公司拿地积极,合计拿地建面702万平米,拿地金额905亿元,新增土地储备中,一线和二线城市分别占比52%和48%。未来除了从公开市场获取资源,集团内资源的协同和产业新城的拓展也成为重要途径。2017年公司计划新开工面积765万平米增长40%,计划竣工面积528万平米。
- 前海片区开发取得实质性进展,土地重估价值可观。2016年7月,公司与前海管理局下属企业组建股权比例为50:50的合资公司,共同开发建设列入合作范围的2.9平方公里的前海土地,实际开发权益比例41.25%,标志着前海蛇口自贸区片机制的创新取得重大突破。截止2016年末,公司在深圳前海蛇口自贸区的土地及物业合计516万平米,包括:蛇口片区(220万平米)、太子湾片区(53万平米)和前海片区(238万平米)。
- “前港—中区—后城”联动,股权激励助力战略实施。2016年8月,公司与北京市通州区政府合作签署协议通过建立平台公司对台湖镇进行综合开发;公司与华侨城联合竞得深圳国际会展中心(一期)项目,将通过BOT模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。2016年底,公司实施股票期权激励计划,行权价格19.51元/股且设定三年CAGR13%的目标,有望加速“前港-中区-后城”发展战略的落地。

评级面临的主要风险

- 销量受到楼市限购及货币政策影响;前海蛇口地块开发进度低于预期。

估值

- 我们给予公司2017-19年预测每股收益分别为1.41元、1.56元和1.73元,目标价格由19.20元上调至22.56元,相当于16倍17年市盈率,维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	49,222	63,573	79,033	95,329	110,542
变动(%)	8	29	24	21	16
净利润(人民币 百万)	4,850	9,581	11,166	12,343	13,691
全面摊薄每股收益(人民币)	0.614	1.212	1.413	1.562	1.732
变动(%)	51.4	97.5	16.5	10.5	10.9
全面摊薄市盈率(倍)	28.8	14.6	12.5	11.3	10.2
价格/每股现金流量(倍)	67.0	(11.0)	(52.5)	(74.7)	27.6
每股现金流量(人民币)	0.26	(1.61)	(0.34)	(0.24)	0.01
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	10.7	9.7	9.1	8.0
每股股息(人民币)	0.260	0.500	0.583	0.644	0.714
股息率(%)	1.5	2.8	3.3	3.6	4.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 招商蛇口 2016 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
营业收入	49,222	63,573	29.2
营业成本	(30,677)	(41,617)	35.7
营业税	(5,204)	(6,171)	18.6
毛利润	13,342	15,785	18.3
其他收入	(7)	51	(839.9)
销售费用	(1,124)	(1,160)	3.2
管理费用	(1,227)	(1,066)	(13.1)
营业利润	10,984	13,610	23.9
投资收益	592	4,146	600.3
财务费用	(1,549)	(1,418)	(8.4)
营业外收支	383	142	(63.0)
税前利润	10,410	16,480	58.3
所得税	(2,364)	(4,293)	81.6
少数股东权益	(3,196)	(2,605)	(18.5)
归属上市公司股东净利润	4,850	9,581	97.5
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	27.1	24.8	(2.3)
经营利润率	22.3	21.4	(0.9)
净利率	9.9	15.1	5.2

资料来源: 公司数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	49,222	63,573	79,033	95,329	110,542
销售成本	(35,881)	(47,788)	(60,821)	(75,059)	(87,895)
经营费用	(1,657)	(1,427)	(2,077)	(2,647)	(3,178)
息税折旧前利润	11,684	14,358	16,135	17,623	19,468
折旧及摊销	(694)	(799)	(691)	(691)	(692)
经营利润(息税前利润)	10,991	13,559	15,445	16,932	18,776
净利息收入/(费用)	(298)	(103)	(605)	(643)	(588)
其他收益/(损失)	299	3,836	5,105	5,858	6,438
税前利润	10,410	16,480	18,935	20,930	23,214
所得税	(2,364)	(4,293)	(4,733)	(5,231)	(5,802)
少数股东权益	(3,196)	(2,605)	(3,036)	(3,355)	(3,721)
净利润	4,850	9,581	11,166	12,343	13,691
核心净利润	4,850	9,581	11,166	12,343	13,691
每股收益(人民币)	0.614	1.212	1.413	1.562	1.732
核心每股收益(人民币)	0.614	1.212	1.413	1.562	1.732
每股股息(人民币)	0.260	0.500	0.583	0.644	0.714
收入增长(%)	8	29	24	21	16
息税前利润增长(%)	7	23	14	10	11
息税折旧前利润增长(%)	6	23	12	9	10
每股收益增长(%)	51	98	17	11	11
核心每股收益增长(%)	51	98	17	11	11

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	40,644	45,603	56,693	68,382	79,295
应收帐款	17,735	32,795	40,770	49,176	57,024
库存	121,380	114,187	141,957	171,226	198,551
其他流动资产	6,814	18,368	15,845	19,619	23,013
流动资产总计	186,573	210,952	255,265	308,403	357,882
固定资产	2,545	2,626	3,288	3,952	4,617
无形资产	694	681	656	633	611
其他长期资产	21,087	36,472	36,111	35,854	35,467
长期资产总计	24,326	39,780	40,056	40,439	40,695
总资产	210,899	250,732	295,321	348,842	398,578
应付帐款	35,878	44,835	56,977	70,548	82,752
短期债务	8,082	13,528	27,544	41,997	48,609
其他流动负债	58,934	62,425	71,072	85,738	104,980
流动负债总计	102,894	120,788	155,593	198,283	236,341
长期借款	39,926	46,419	46,419	46,419	46,419
其他长期负债	5,916	5,700	7,131	8,731	10,169
股本	7,904	7,904	7,904	7,904	7,904
储备	38,724	48,526	55,095	62,356	70,408
股东权益	46,628	56,430	62,999	70,260	78,312
少数股东权益	15,535	21,395	23,179	25,150	27,337
总负债及权益	210,899	250,732	295,321	348,842	398,578
每股帐面价值(人民币)	5.90	7.14	7.97	8.89	9.91
每股有形资产(人民币)	5.81	7.05	7.89	8.81	9.83
每股净负债/(现金)(人民币)	0.93	1.81	2.18	2.53	1.99

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	10,410	16,480	18,935	20,930	23,214
折旧与摊销	694	799	691	691	692
净利息费用	879	915	1,614	1,860	2,000
运营资本变动	(7,282)	(23,109)	(14,215)	(14,425)	(13,803)
税金	(2,364)	(4,293)	(4,733)	(5,231)	(5,802)
其他经营现金流	(253)	(3,507)	(4,952)	(5,693)	(6,258)
经营活动产生的现金流	2,084	(12,715)	(2,660)	(1,867)	43
购买固定资产净值	(1,484)	(1,317)	0	0	0
投资减少/增加	1,316	2,229	1,009	1,217	1,411
其他投资现金流	(1,875)	4,570	1,685	1,487	4,244
投资活动产生的现金流	(2,043)	5,483	2,694	2,704	5,655
净增权益	12,465	5,918	0	0	0
净增债务	3,276	11,993	14,015	14,453	6,613
支付股息	(4,904)	(5,773)	(4,605)	(5,089)	(5,645)
其他融资现金流	3,437	(382)	1,685	1,487	4,244
融资活动产生的现金流	14,273	11,756	11,095	10,851	5,212
现金变动	14,315	4,524	11,129	11,687	10,910
期初现金	26,133	40,644	45,603	56,693	68,382
公司自由现金流	42	(7,232)	33	837	5,698
权益自由现金流	3,318	4,761	14,049	15,290	12,310

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.7	22.6	20.4	18.5	17.6
息税前利润率(%)	22.3	21.3	19.5	17.8	17.0
税前利润率(%)	21.1	25.9	24.0	22.0	21.0
净利率(%)	9.9	15.1	14.1	12.9	12.4
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	7.5	7.9	5.9	5.5	5.5
净权益负债率(%)	11.8	18.4	20.0	21.0	14.9
速动比率(倍)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	28.8	14.6	12.5	11.3	10.2
核心业务市盈率(倍)	28.8	14.6	12.5	11.3	10.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	35.9	18.1	15.6	14.1	12.7
市净率(倍)	3.0	2.5	2.2	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	67.0	(11.0)	(52.5)	(74.7)	27.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	10.7	9.7	9.1	8.0
周转率					
存货周转天数	1,129.4	899.6	768.6	761.5	767.8
应收帐款周转天数	103.5	145.1	169.9	172.2	175.3
应付帐款周转天数	249.3	231.7	235.1	244.1	253.1
回报率					
股息支付率(%)	54.8	55.8	55.0	55.0	55.0
净资产收益率(%)	15.3	18.6	18.7	18.5	18.4
资产收益率(%)	4.5	4.3	4.2	3.9	3.8
已运用资本收益率(%)	11.6	11.6	11.0	10.6	10.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371