

# 建立项目跟投制度、央企激励机制突破

——招商蛇口建立跟投制度点评

■事件：公司5月31日晚公告，公司董事会同意建立项目跟投管理制度。

1) 范围为由城市公司操盘开发的，通过市场化的方式获取土地的销售型项目；2) 分为强制跟投和自愿跟投。跟投人员按照岗位职责及其对跟投项目负责程度的关联程度与重要程度，对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投，同时允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投；3) 跟投人员通过信托计划或资管计划等合规的投资结构实施跟投；4) 单一项目跟投总金额上限不超过该项目资金峰值的5%。

■央企机制突破，跟投制度深化空间较大。根据本次公司建立项目跟投管理制度方案，本次计划单一项目跟投总金额上限不超过该项目资金峰值的5%。1) 跟投比例有逐步深化空间：参照万科的跟投制度，万科首次（2014年3月）推出跟投计划时，初始跟投投资总额不超过项目资金峰值的5%（追加不超过8%，实际跟投总额不超过13%），今年1月万科第二次修订方案，将初次跟投总额调整为“不超过项目资金峰值的10%”。2) 跟投制度对公司规模扩张效果明显：碧桂园2014年推出“同心共享”跟投机制，所有新获取的项目均采取跟投机制，项目经过内部审批定案后共同组成项目公司，集团投资85%以上，员工跟投不超过15%的项目股权。其后，碧桂园市场份额大幅增长，市场排名快速跃升（2017年1-5月排名第1）。公司作为央企项目跟投“先行者”，对全员上下的激励作用值得期待，未来继续深化的空间。

■销售高歌猛进，下半年有望继续充分利用独特背景，加大项目投资。据克而瑞披露，1-5月公司销售额实现428.1亿（同比+75.5%），全国排名13位（比1-4月提升2位），其中5月单月销售84.7亿（环比增长8.2%，同比增长52.9%）。1-4月公司拿地金额214.4亿（上年同期为129.2万方），新增规划建面119.4万方（上年同期为117万方）。按照公司经营计划，2017年预计新增货值1490亿，全年拿地目标500亿，在深圳占比达24%。上半年公司在深圳未有斩获，下半年预计将会继续推进，不排除通过多种方式，充分利用央企背景获取项目（类似会展中心项目）。另外跟其他国资相比，招商蛇口有很多并购带来的机会，能够从国资体系中获得相当多的资源。据公司公告披露，目前公司已经与武钢、昆钢、中外运长航有相关土地资源合作。

■投资建议：公司具有非市场获取资源的独特优势，同时也是央企体制中激励力度最大的上市公司之一，具有激励市场化的优势。公司上市时已经实施员工持股计划（成本23.6元/股，占总股本0.36%，认购金额6.69亿），2016年11月，公司底推出了股权激励计划（占总股本0.98%），通过以混合所有制形式实现产权多元化。本次若实施项目跟投机制后，员工上下对做强业绩的诉求将更强烈。我们预计公司2017-2019年EPS为1.35、1.73和2.36，6个月内给予目标价25.6元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：区域建设低于预期、前海蛇口开发进度低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	49,222.4	63,572.8	84,049.6	107,844.1	134,815.2
净利润	4,850.3	9,581.4	10,643.8	13,684.6	18,625.2
每股收益(元)	0.61	1.21	1.35	1.73	2.36
每股净资产(元)	5.90	7.14	7.96	9.17	10.69

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	29.6	15.0	13.5	10.5	7.7
市净率(倍)	3.1	2.5	2.3	2.0	1.7
净利润率	9.9%	15.1%	12.7%	12.7%	13.8%
净资产收益率	10.4%	17.0%	16.9%	18.9%	22.0%
股息收益率	1.4%	0.0%	2.2%	3.2%	4.4%
ROIC	20.0%	26.1%	26.8%	28.9%	61.3%

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：25.6元  
股价(2017-05-31) 20.06元

## 交易数据

总市值(百万元)	158,556.10
流通市值(百万元)	38,102.55
总股本(百万股)	7,904.09
流通股本(百万股)	1,899.43
12个月价格区间	13.78/20.95元

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.09	26.75	50.81
绝对收益	4.92	17.1	47.39

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17年一季报点评/陈天诚	2017-04-21
招商蛇口：2016招商蛇口年报点评/陈天诚	2017-04-10
招商蛇口：成长性地产龙头，业绩持续兑现/陈天诚	2017-01-17
招商蛇口：业绩放量，前海出蛟龙——公司三季报点评/陈天诚	2016-11-01
招商蛇口：9月销售再提速，太子湾土地增值可观/陈天诚	2016-10-10

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	49,222.4	63,572.8	84,049.6	107,844.1	134,815.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	30,676.9	41,617.1	53,732.9	68,362.4	81,482.3	营业收入增长率	8.2%	29.2%	32.2%	28.3%	25.0%
营业税费	5,203.8	6,171.1	8,514.2	10,191.3	12,470.4	营业利润增长率	3.9%	62.9%	15.2%	36.3%	41.5%
销售费用	1,124.3	1,159.9	1,689.4	1,984.3	2,642.4	净利润增长率	51.4%	97.5%	11.1%	28.6%	36.1%
管理费用	1,226.7	1,066.1	1,689.4	2,210.8	2,709.8	EBITDA 增长率	8.8%	51.2%	14.0%	30.2%	38.1%
财务费用	1,548.6	1,417.7	1,481.9	943.6	679.5	EBIT 增长率	9.5%	53.4%	14.4%	31.0%	39.1%
资产减值损失	6.9	-51.3	-214.9	-145.0	-137.0	NOPLAT 增长率	24.6%	46.8%	20.6%	32.2%	38.4%
加:公允价值变动收益	7.0	-56.5	-12.1	3.5	4.1	投资资本增长率	12.3%	17.3%	23.0%	-34.8%	69.5%
投资和汇兑收益	585.1	4,202.6	1,683.5	1,367.0	1,354.0	净资产增长率	36.9%	25.2%	13.9%	18.5%	21.0%
<b>营业利润</b>	10,027.3	16,338.2	18,828.0	25,667.2	36,326.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	383.1	141.6	448.4	324.4	304.8	毛利率	37.7%	34.5%	36.1%	36.6%	39.6%
<b>利润总额</b>	10,410.3	16,479.8	19,276.4	25,991.6	36,630.8	营业利润率	20.4%	25.7%	22.4%	23.8%	26.9%
减:所得税	2,363.8	4,293.0	4,242.7	5,536.2	7,932.4	净利润率	9.9%	15.1%	12.7%	12.7%	13.8%
<b>净利润</b>	4,850.3	9,581.4	10,643.8	13,684.6	18,625.2	EBITDA/营业收入	24.8%	29.0%	25.0%	25.4%	28.0%
						EBIT/营业收入	23.5%	27.9%	24.2%	24.7%	27.4%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	18	15	10	6	3
						流动营业资本周转天数	337	307	276	193	166
						流动资产周转天数	1,210	1,126	998	924	862
						应收帐款周转天数	100	142	138	129	135
						存货周转天数	812	667	599	527	462
						总资产周转天数	1,387	1,307	1,173	1,071	995
						投资资本周转天数	348	310	282	200	170
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	10.4%	17.0%	16.9%	18.9%	22.0%
						ROA	3.8%	4.9%	5.1%	5.9%	7.2%
						ROIC	20.0%	26.1%	26.8%	28.9%	61.3%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.3%	1.8%	2.0%	1.8%	2.0%
						管理费用率	2.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%
						财务费用率	3.1%	2.2%	1.8%	0.9%	0.5%
						三费/营业收入	7.9%	5.7%	5.8%	4.8%	4.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	70.5%	69.0%	70.1%	69.5%	68.3%
						负债权益比	239.3%	222.2%	234.9%	228.1%	215.3%
						流动比率	1.81	1.75	1.71	1.64	1.72
						速动比率	0.63	0.80	0.60	0.81	0.75
						利息保障倍数	7.48	12.52	13.71	28.20	54.46
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.26	-	0.41	0.57	0.80
						分红比率	42.4%	0.0%	30.1%	33.2%	34.1%
						股息收益率	1.4%	0.0%	2.2%	3.2%	4.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8,046.6	12,186.9	10,643.8	13,684.6	18,625.2	EPS(元)	0.61	1.21	1.35	1.73	2.36
加:折旧和摊销	693.5	799.3	704.9	743.6	778.2	BVPS(元)	5.90	7.14	7.96	9.17	10.69
资产减值准备	6.9	-51.3	-	-	-	PE(X)	29.6	15.0	13.5	10.5	7.7
公允价值变动损失	-7.0	56.5	-12.1	3.5	4.1	PB(X)	3.1	2.5	2.3	2.0	1.7
财务费用	1,254.8	1,740.0	1,481.9	943.6	679.5	P/FCF	46.2	11.2	29.3	3.9	26.1
投资损失	-585.1	-4,202.6	-1,683.5	-1,367.0	-1,354.0	P/S	2.9	2.3	1.7	1.3	1.1
少数股东损益	3,196.2	2,605.5	4,389.8	6,770.7	10,073.1	EV/EBITDA	13.8	7.2	7.3	4.3	3.7
营运资金的变动	-7,377.1	-22,975.0	-13,252.7	26,402.8	-33,992.4	CAGR(%)	36.5%	33.0%	31.7%	36.5%	33.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,084.3	-12,714.7	2,272.2	47,181.9	-5,186.2	PEG	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,042.6	5,482.7	-1,692.2	-5,344.0	-6,173.8	ROIC/WACC	2.6	3.4	3.5	3.8	8.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	14,273.3	11,755.7	2,103.9	-6,964.7	12,459.9	REP	1.3	0.7	0.6	0.7	0.2

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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
	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

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