



核心观点

❖ 招商局旗下旗舰企业，资源禀赋凸显

招商局蛇口是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业。2015年12月，招商蛇口吸收合并招商地产重组上市，之后公司营业收入和净利润均保持高速增长。近年来，集团内资源整合动作频频，加强了对内的资源互补。凭借母公司雄厚的综合实力，招商蛇口在行业竞争中优势显著。

❖ 前港-中区-后城，协同优势逐步显现

公司主营业务为社区开发、邮轮产业建设、园区建设。邮轮与园区业务板块尚在建设初期，2017年公司邮轮产业建设业务板块实现收入5.95亿元，同比增长75.05%，成为公司增长最快业务。园区板块积极拓展“蛇口模式”，实现营业收入58.14亿元。社区开发板块实现营业收入690亿元，在公司主营业务收入中占比最大。公司主打“前港-中区-后城”的发展模式，通过三大业务的有机融合，实现协同发展。

❖ 低成本+优土储+跟投 千亿之上再谋扩张

2017年公司商品房销售额为1127.79亿元，位列百强房企第14位。2018年公司销售目标为1500亿元，考虑到公司2018年可售货值达2660亿元，去化率只要保持在56%即可顺利完成目标。公司近年来一直保持较强的拿地力度和较高的拿地质量，截至2017年年末公司土地储备面积超过2300万方，长三角、珠三角和京津冀三大城市群占据总量的59%，土储较为优质。从成本来看，近年来融资利率不断走高的大环境下，2017年公司平均融资成本为4.8%，显著低于行业水平。此外，公司2017年正式实施项目跟投制度，进一步保证了公司的规模扩张。

❖ 首次覆盖给予“增持”评级

首次覆盖予以“增持”评级。我们预计2018-2020年公司主营业务收入分别为912.14、1102.19和1342.58亿元，净利润有望达到145.65、177.43和213.88亿元，EPS分别为1.84、2.24和2.71元/股，对应PE分别为10.06、8.25和6.85倍，公司未来几年业绩有望保持高增长，有持续看点。

❖ 风险提示：房地产销售不及预期风险；多元化发展不及预期等

盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	75455	91214	110219	134258
+/-%	19%	21%	21%	22%
净利润(百万)	12220	14565	17743	21388
+/-%	28%	19%	22%	21%
EPS(元)	1.55	1.84	2.24	2.71
PE	11.99	10.06	8.25	6.85

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	金融地产/地产
报告时间	2018/5/7
前收盘价	21.79元
公司评级	增持评级

📄 分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

📄 联系人

徐伟平

证书编号：S1100117100001
010-66495956
xuweiping@cczq.com

📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、招商局旗下，资源禀赋凸显	5
二、前港：聚焦邮轮生态圈	7
2.1 中国邮轮产业步入快速发展期	7
2.2 聚焦游轮生态圈 打牢地基再升级	8
2.3 布局沿海，港城联动	10
三、中区：打造特色现代园区	11
3.1 产业园区由内拓到外延	11
3.2 打造创新意义的现代园区	14
四、后城：低成本+优土储+跟投 千亿之上再谋扩张	16
4.1 销售保持高增速	16
4.2 多元化拿地，高土储保证规模扩张	17
4.3 低成本，同业优势尽显	20
4.4 高盈利，企业增长之源	21
4.5 千亿之上，再谋增长	22
给予“增持”评级	25
风险提示	25
盈利预测	26

图表目录

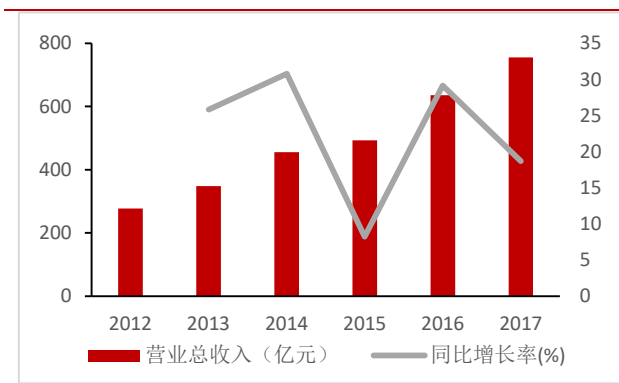
图 1:	招商蛇口主营业务收入增长情况	5
图 2:	归属母公司净利润增长情况	5
图 3:	招商蛇口股权结构图	6
图 4:	招商局集团三大平台	6
图 5:	招商蛇口总资产变动情况 (亿元)	7
图 6:	招商蛇口净资产变动情况 (亿元)	7
图 7:	亚洲邮轮载客量增长迅速	7
图 8:	中国成为全球第二大邮轮市场	7
图 9:	招商蛇口邮轮生态圈	8
图 10:	邮轮产业板块收入变化情况 (亿元)	8
图 11:	邮轮产业板块毛利率变化情况	8
图 12:	招商蛇口的邮轮朋友圈	9
图 13:	招商蛇口的邮轮母港	9
图 14:	招商蛇口邮轮母港升级模式	10
图 15:	招商蛇口园区业务发展在在路上	11
图 16:	园区产业板块收入变化情况 (亿元)	12
图 17:	园区产业板块毛利率变化情况	12
图 18:	粤港澳大湾区地理位置	12
图 19:	招商蛇口将“蛇口模式”推向全国	14
图 20:	核心能力锻造初显成效	15
图 21:	打造“公寓、健康、文化”现代园区	15
图 22:	2013 年以来公司商品房销售额情况 (亿元)	16
图 23:	2013 年以来公司商品房销售面积情况 (万平方米)	16
图 24:	公司项目建设情况	17
图 25:	项目建设完成率	17
图 26:	各类型产品达预售货值去化率 (%)	17
图 27:	整售金额变化情况 (亿元)	17
图 28:	土地储备面积分布 (万平方米)	18
图 29:	公司在三大城市群土地分布情况	18
图 30:	招商蛇口新增土地储备情况	18
图 31:	新增土地储备分布 (万平方米)	19
图 32:	2017 年新增土地储备权益地价占比	19
图 33:	2017 年按宗地数统计拿地方式占比 (%)	19
图 34:	近三年新增土储权益地价合作比例 (%)	19
图 35:	招商蛇口销售均价及楼板价变化情况	21
图 36:	2018 年五大区域预计可售货值占比	23
图 37:	2018 年预计各季度新增可售货值占比	23
图 38:	2018 年预计各产品形态可售货值占比	23
图 39:	招商蛇口销售目标与实际销售情况 (亿元)	24
图 40:	招商蛇口跟投模式发展	24

表格 1. 招商蛇口邮轮产业带动母港经济发展.....	10
表格 2. 港城联动异地复制	10
表格 3. 招商蛇口在粤港澳大湾区项目.....	13
表格 4. “蛇口模式”内托外延，重点项目加速落地.....	14
表格 5. 招商蛇口 2017 年融资情况	20
表格 6. 招商蛇口融资成本情况.....	20
表格 7. 招商蛇口资产收益率连年增长（%）	21
表格 8. 招商蛇口销售毛利率较高（%）	22

一、招商局旗下，资源禀赋凸显

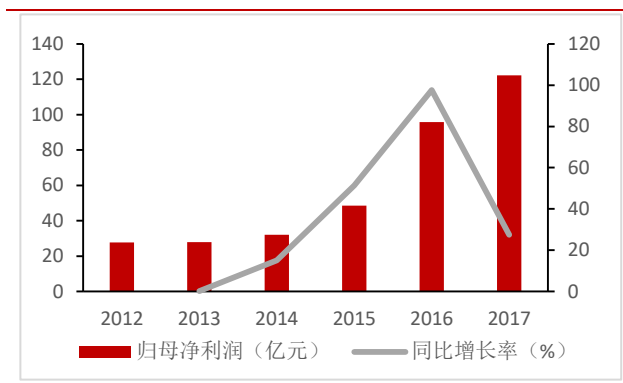
招商局蛇口工业区控股股份有限公司创立于1979年，是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业。2015年12月30日，招商蛇口吸收合并招商地产重组上市。2016年招商蛇口业绩实现了跨越式增长，营业收入突破600亿元，达到635.73亿元，同比增长29.15%，归属上市公司股东净利润达到95.81亿元，同比增长97.54%。2017年公司实现营业收入754.55亿元，同比增长18.69%；实现归属上市公司股东净利润为122.2亿元，同比增长27.5%，继续保持高速增长态势。

图 1：招商蛇口主营业务收入增长情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：归属母公司净利润增长情况

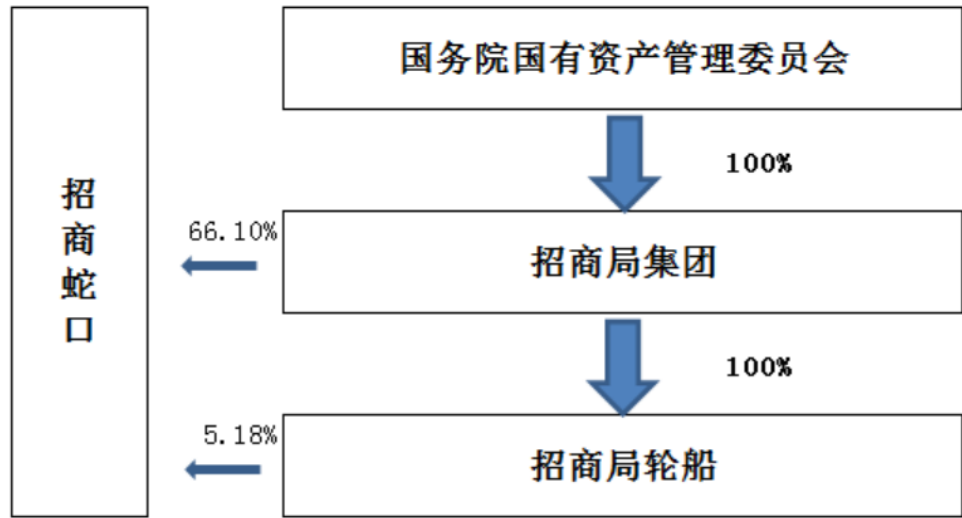


资料来源：Wind，川财证券研究所

招商蛇口控股股东为国企招商局集团，控股比例达到71.28%，股权集中度较高。作为招商蛇口的控股股东和实际控制人，招商局集团旗下拥有一批横跨实业和金融两大领域的优秀企业，如招商局港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商证券、招商局资本、仁和保险、中外运长航以及漳州开发区等。近年来，集团内资源整合动作频频，加强了对内的资源互补。

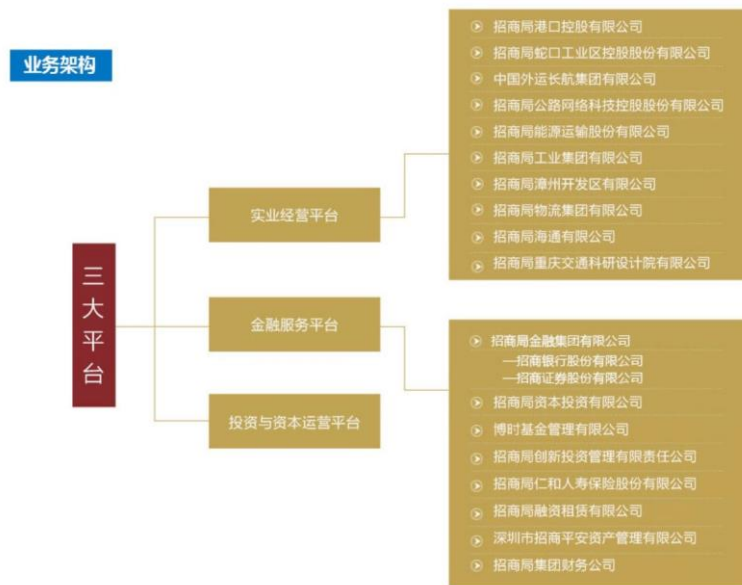
凭借母公司雄厚的综合实力，招商蛇口在行业竞争中优势显著。除公开招拍挂市场外，公司还通过产业新城拓展、集团内资源整合、外部资源合作等非市场化渠道获取优质土储，资源禀赋突出。

图 3：招商蛇口股权结构图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 4：招商局集团三大平台

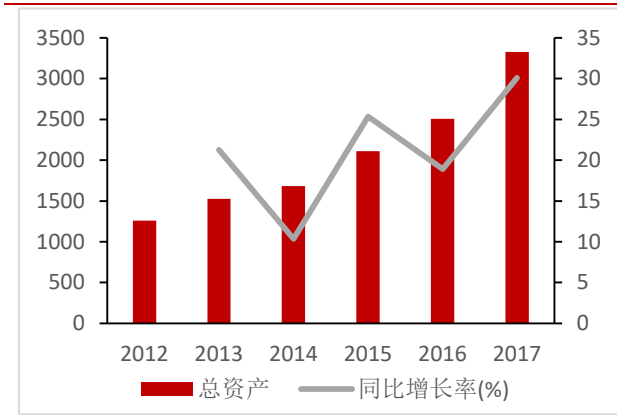


资料来源：公司网站，川财证券研究所

公司战略定位清晰，致力于打造“前港-中区-后城”的空间发展模式，以港口为切入口，以临港产业园区为核心和主要载体，配套城市的新区开发，通过港区城的有机融合，实现协同发展。近年来公司总资产和净资产连年保持稳定增长。2017 年公司总资产 3326.21 亿元，较 2015 年重组上市之初增长 57.72%，较 2012 年增长 164.47%。净资产高达 927.83 亿元，较 2015 年重组上市之初增长 49.26%，较 2012 年增长 205.07%。

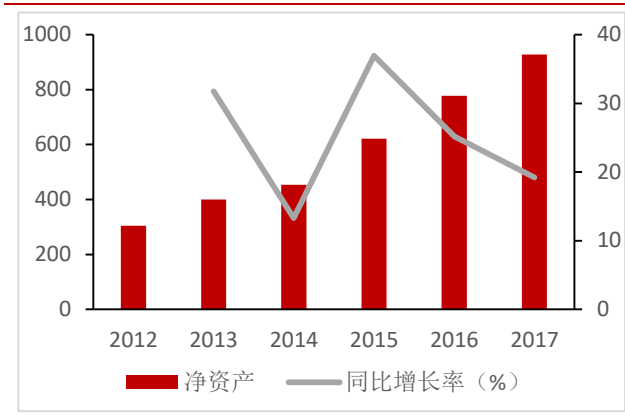
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 5：招商蛇口总资产变动情况（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：招商蛇口净资产变动情况（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

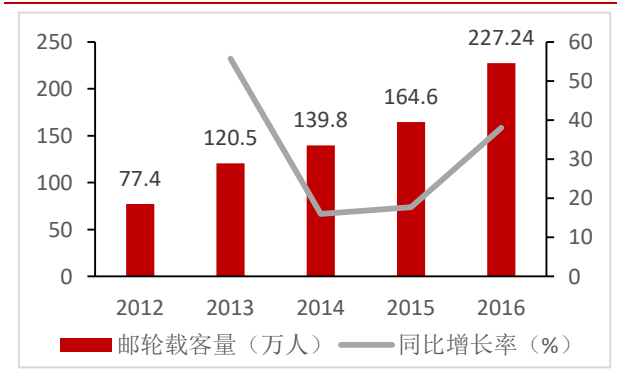
二、前港：聚焦邮轮生态圈

2.1 中国邮轮产业步入快速发展期

2016 年亚洲地区邮轮载客量占全球邮轮市场份额约 9.2%，达到 227.24 万人次，较 2015 年增长 38.06%，较 2012 年增长 193.59%，年化增长率达到 30.90%，是全球增长最快的邮轮市场。

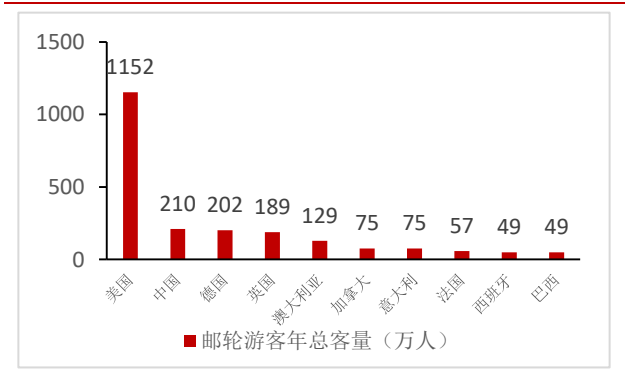
2016 年我国游轮游客以 210 万人的总客量超越德国成为全球第二大邮轮市场。2017 年我国 11 个邮轮港（包括天津、大连、青岛、上海、舟山、温州、厦门、广州、深圳、海口、三亚，烟台）共接待邮轮 1181 艘次，同比增长 17%；邮轮旅客出入境 495 万人次，同比增长 8%。

图 7：亚洲邮轮载客量增长迅速



资料来源：2017 中国邮轮产业发展报告，川财证券研究所

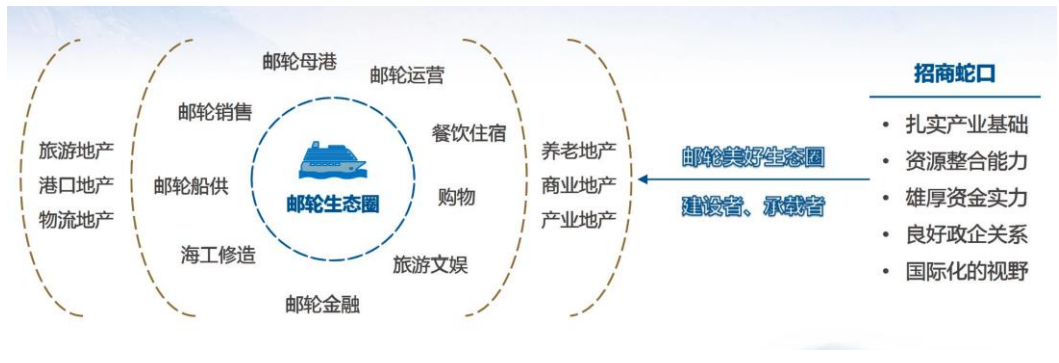
图 8：中国成为全球第二大邮轮市场



资料来源：2017 中国邮轮产业发展报告，川财证券研究所

招商蛇口积极布局邮轮旅游产业，力图打造形成以邮轮旅游产业为核心，涵盖餐饮住宿、购物、邮轮金融在内的旅游商业产业和包括邮轮运营、邮轮母港、邮轮销售、邮轮传供、海工修造在内的工业产业，带动旅游地产、港口地产、物流地产、养老地产、商业地产和产业地产为基础的多功能地产项目发展的邮轮生态圈。

图 9：招商蛇口邮轮生态圈

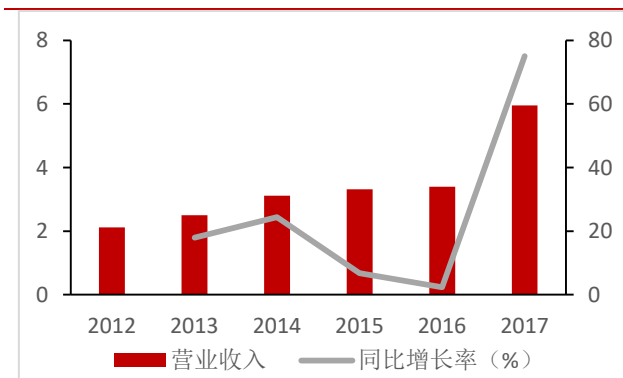


资料来源：公司网站，川财证券研究所

2.2 聚焦游轮生态圈 打牢地基再升级

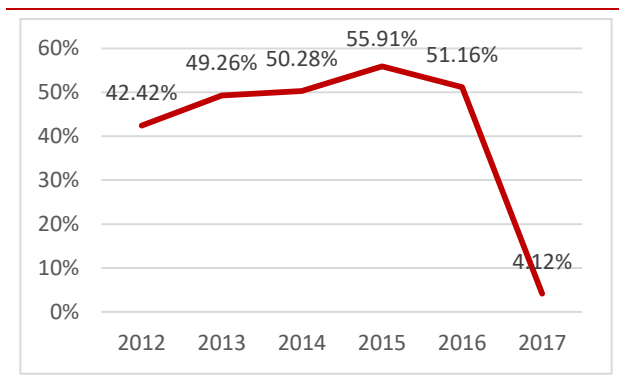
目前招商局集团以独资、参股或联合开发的形式，介入了深圳、上海、天津、厦门、青岛等中国沿海城市邮轮母港的开发运营。2017 年公司邮轮产业建设与运营业务实现收入 5.95 亿元，同比增长 75.05%，成为公司增长最快业务。值得注意的是，公司游轮业务毛利率较高，此前一直维持在 50%左右，近两年由于加大邮轮产业建设投入，2017 年该业务毛利率出现暂时性下降。

图 10：邮轮产业板块收入变化情况（亿元）



资料来源：2017 中国邮轮产业发展报告，川财证券研究所

图 11：邮轮产业板块毛利率变化情况



资料来源：2017 中国邮轮产业发展报告，川财证券研究所

招商蛇口紧抓邮轮旅游产业发展的浪潮，加速邮轮港口建设，目前独资拥有的
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

太子湾邮轮母港建设 22 万 GT 邮轮泊位 1 个、10 万 GT 邮轮泊位 1 个、800GT 高速客轮泊位 12 个（其中待泊泊位 2 个）、2 万 GT 客货滚装泊位 1 个。招商蛇口旗下公司——蛇口邮轮母港（迅隆船务），是专业从事深港澳地区水上旅客运输业务的船务公司，是广东自由贸易实验区深圳前海蛇口片区内重点水上客运企业。

2017 年招商集团布局的国内邮轮港口城市（深圳、上海、天津、厦门、青岛）接待出入境邮轮旅客约 438 万人次，占全国约 88.4%，已成为国内最大的邮轮港口运营实体。2017 年是招商蛇口太子湾邮轮母港完整运营的首个年度，相继接待处女星号、银影号、海洋航行者号、大西洋号、云顶梦号等多艘国际邮轮靠泊，全年累计引轮 109 艘次，覆盖全球 Top5 邮轮公司，创下亚太地区邮轮港口开港首年之最。

图 12：招商蛇口的邮轮朋友圈



资料来源：公司网站，川财证券研究所

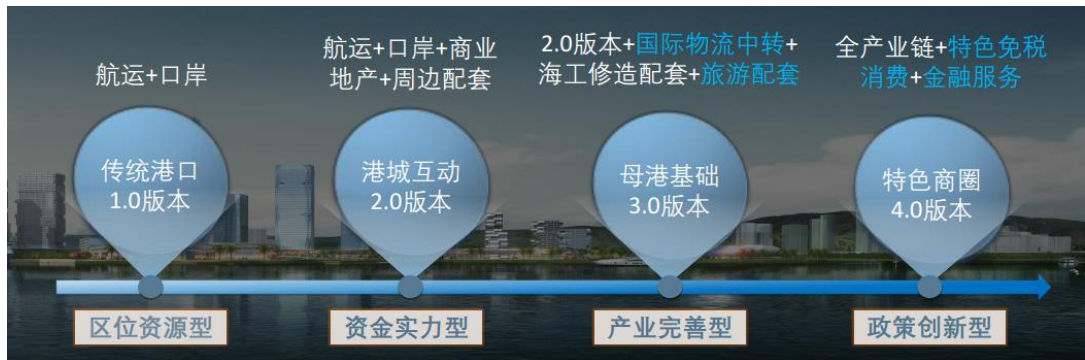
图 13：招商蛇口的邮轮母港



资料来源：公司网站，川财证券研究所

传统的港口模式仅仅聚焦于航运和口岸，公司此前打造的港城互动 2.0 版本加入了商业地产和周边配套。2017 年公司多个项目同时升级，在邮轮船供、邮轮销售和水上旅游三个方面率先开启母港商业新模式。未来随着产业协同效应增强，公司将打造创新型 4.0 版本母港建设模式，将航运、口岸、商业地产、周边配套、旅游、国际物流中转、旅游配套、特色免税消费、金融服务等业务融为一体。

图 14：招商蛇口邮轮母港升级模式



资料来源：公司网站，川财证券研究所

表格 1. 招商蛇口邮轮产业带动母港经济发展

项目	项目信息
邮轮船供	2017 年为 5 艘邮轮提供 28 批次船供服务，实现首单出口退税。
邮轮销售	牵头深圳 18 家旅行社成立邮轮旅游联盟，占据 90% 的深圳邮轮市场份额。
水上旅游	2017 年 9 月 29 日，“海上看深圳”项目启动，开通深圳首条海上观光游船航线。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.3 布局沿海，港城联动

邮轮产业一直被誉为“漂浮在海上的黄金”，国际权威机构测算显示，邮轮经济杠杆效应高达 1:10。在国内旅游业创新发展的大背景下，上海、福州、海南、青岛等沿海城市已经制定出各自“邮轮产业发展规划”，邮轮旅游产业建设已成为沿海城市发展的重点。

作为国内邮轮母港建设的领军者，近年来公司加大了“蛇口模式”的异地复制。2017 年公司分别与上海和湛江签订战略合作协议，将蛇口的“港城联合”模式推向沿海邮轮产业新城，承诺将联合打造建设邮轮母港等多个项目。此外，公司正与南通市政府洽谈建设邮轮母港建设，获取产业配套用地事宜。

沿海城市具有天然的旅游和交通便利条件，建设旅游型城市将成为越来越多海滨城市的选择。公司将邮轮旅游产业与城市建设有机结合，两者相辅相成、相得益彰，将为沿海旅游城市的建设带来新思路，未来发展前景十分广阔。

表格 2. 港城联动异地复制

项目	项目信息
上海	2017 年 9 月 20 日，招商局集团与上海市签署战略合作协议，招商蛇口、绿地控股、吴淞口国际邮轮公司联合打造的上海国际邮轮港临江商业商务中心项目举行奠基典

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	礼。
湛江	2017年7月17日，招商局集团与湛江市签署战略合作协议，双方将在培育建设邮轮母港等多领域合作，共同打造“北部湾蛇口”。
南通	正在洽谈建设邮轮母港、获取产业配套用地。

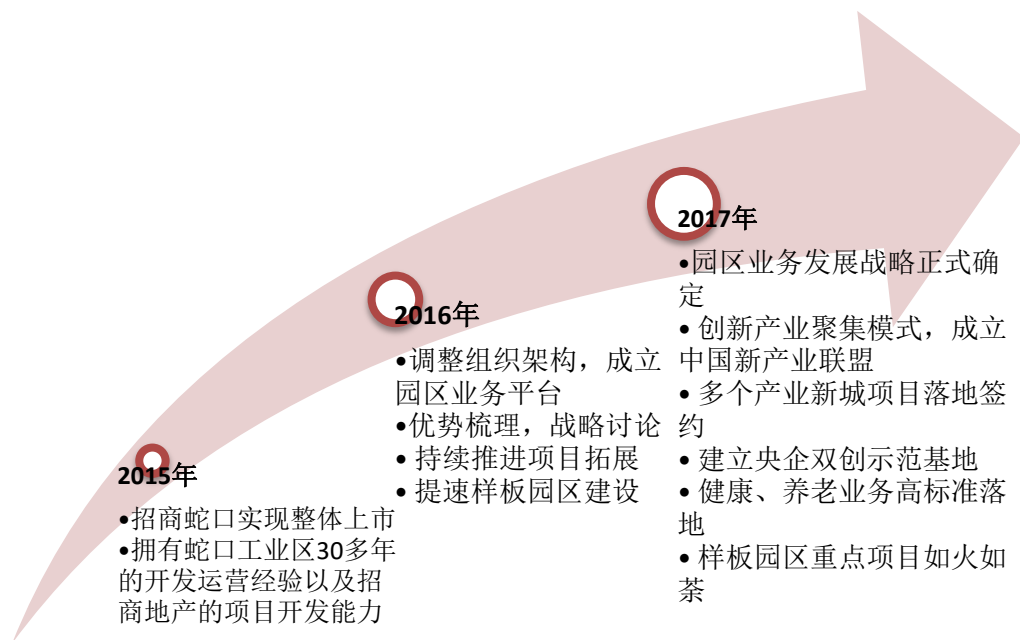
资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、中区：打造特色现代园区

3.1 产业园区由内拓到外延

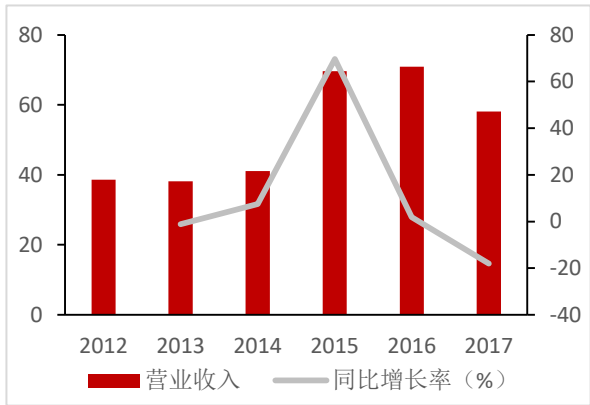
招商蛇口于1979年起对我国第一个外向型经济开发区——蛇口工业区进行开发建设。经历了近40年的发展，公司积累了丰富的城市开发与运营经验，已经可以独立开发、建设、运营、管理一个相对独立的城区，并构建了招商蛇口特有的土地开发和运营模式。2017年公司园区板块实现营业收入58.14亿元，毛利润18.55亿元，整体毛利率为31.91%。

图 15：招商蛇口园区业务发展在在路上



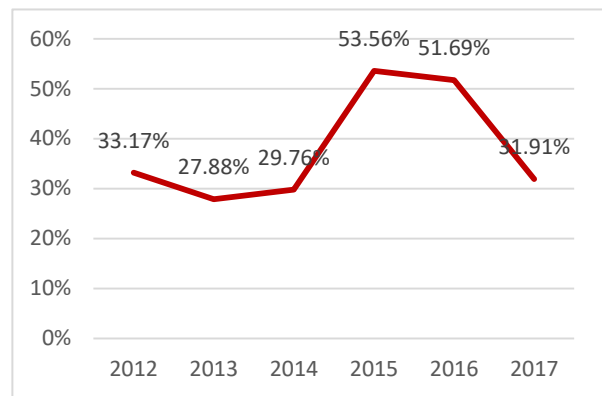
资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 16: 园区产业板块收入变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 园区产业板块毛利率变化情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

“蛇口模式”内拓，大湾区价值凸显。粤港澳大湾区是指为由广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门 9 市和香港、澳门两个特别行政区形成的城市群。是继美国纽约湾区、美国旧金山湾区、日本东京湾区之后，世界第四大湾区。是国家建设世界级城市群和参与全球竞争的重要空间载体。作为中国改革开放的前沿和经济增长的重要引擎，粤港澳大湾区覆盖广东的广州、深圳、珠海、东莞、惠州、佛山、中山、江门、肇庆九市，和香港、澳门两个特别行政区，面积 5.6 万平方公里，人口 6000 多万人。有数据统计，2016 年粤港澳大湾区 11 城的 GDP 之和为 9.35 万亿元，是旧金山湾区的两倍，接近纽约湾区水平。

图 18: 粤港澳大湾区地理位置



资料来源: 南方日报, 川财证券研究所

在 2017 年 3 月份的全国两会上，“粤港澳大湾区”被正式写入政府工作报告，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

指出要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。随后粤港澳大湾区迎来了政策密集发布期。

作为招商局集团旗下城市综合开发的旗舰企业，招商蛇口是招商局集团全面支持粤港澳大湾区建设的重要抓手。2016年9月，在招商局集团与前海管理局共同组建合资公司、实现政企合作之后，招商蛇口又启动对前海妈湾片区的开发进程。随着前海的进一步开发，招商蛇口的土地红利也进入逐步兑现期。作为建设开发前海蛇口自贸区的最大企业主体，目前招商蛇口在大湾区拥有多个在建项目，包括前海项目、太子湾项目、太空港项目等，未来依靠大湾区的不断建设发展，公司在大湾区项目的价值也将逐步显现。

表格 3. 招商蛇口在粤港澳大湾区项目

项目	项目信息
前海项目	包括招商局集团妈湾片区的前海湾物流园区港口用地、保税港物流园区以及平方汽车园区等产业用地。土地整备范围 2.9 平方公里，规划建面约 500 万平方米。土地整备持续推进，片区清理正在进行，启动区一期项目实现定制销售。
太子湾项目	位于蛇口核心位置港湾大道首排，是深圳连接世界海上门户。项目总用地面积约为 70 公顷，建筑开发总量约为 170 万平方米。2017 年太子湾邮轮母港客流量突破 549 万人次。
大空港项目	地处深圳西部发展轴大空港新城核心区域。会展总建面 146 万 m ² ，配套区总建面 222 万 m ² 。会展一期于 2017 年 10 月完成塔楼地下室结构封顶，休闲带配套商业已与 2017 年 4 月开工。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

“蛇口模式”外延，重点项目加速落地。公司立足蛇口样板园区的升级改造，积极将蛇口模式对外复制，在国内多个城市打造特色产业新城。经过多年的精心运营，深圳、广州、青岛、镇江、重庆等地的十大特色园区，已成为当地产业园的范本。2017 年，招商蛇口继续在全国多个重点城市群发力，跟进产业新城、园区项目十余个，通州台湖项目、蕲春健康产业新城项目、武钢项目、苏州金融小镇项目、常熟琴湖项目、宝钢项目和粤东新城项目七个项目均已落地，“蛇口模式”在全国各地不断开花。

图 19: 招商蛇口将“蛇口模式”推向全国



资料来源：公司网站，川财证券研究所

表格 4. “蛇口模式”内托外延，重点项目加速落地

项目	项目详情
通州台湖项目	位于北京通州区台湖镇，台湖北邻北京副中心，南接亦庄高端制造业新城。项目核心启动区约 1 平方公里，拟导入演艺产业，打造生态演艺小镇、国家文化舞台。
蕲春健康产业新城项目	位于湖北省蕲春县，占地面积 14.7 平方公里。规划建设成为综合业态的大健康产业新城。2017 年 4 月园区签约落地后进展迅速，当年度实现盈利。公司首个采取“轻重资产相结合”的模式的项目，通过落地投奖励的创新方式，当年度实现盈利。
苏州金融小镇项目	位于苏州市高新区科技城核心区，规划面积约 4.04 平方公里，项目拟打造成为一个集聚创新、群英荟萃的科创高地。
粤东新城项目	位于揭阳市惠来县，规划面积 51.3 平方公里。作为广东省级新区，粤东新城是政企合作的主要试验平台，展现了招商蛇口特有的政企合作发展能力。

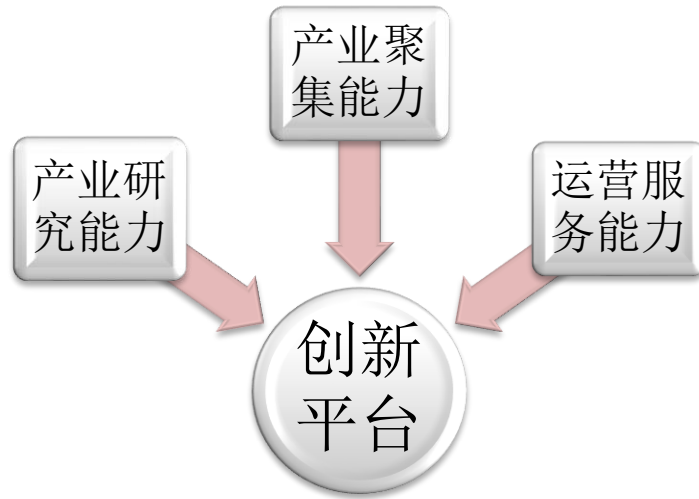
资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 打造创新意义的现代园区

经过多年的耕耘建设，公司园区建设与运营核心能力已初见成效，产业研究能力、产业聚集能力和运营服务能力强力支撑园区创新平台建设。目前，公司已经形成了一只近 40 人的高水平的专业队伍，为公司提供强大的智库支持，产业研究能力显著提升。项目园区内，已聚集超 1000 家企业，2017 年新引进企业超 100 家，其中产业标杆企业超 10 家。成立新产业联盟，龙头会员 25 家，以“联盟+基金+产业新城”的创新模式，服务公司园区项目的产业导入，产业聚集能力进一步增强。同时，公司不断沉淀和总结 40 年园区运营经验，已形成系统的园区运营标准和指南。三大能力同步推升创新平台建设。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 20：核心能力锻造初显成效



资料来源：公司公告，川财证券研究所

三大创新业务不断发展。招商蛇口园区建设项目未来致力于打造“大公寓、大健康、大文化”的园区建设方案。建设了“网谷、意库、智慧城和健康城”四个特色园区，“大公寓、大健康和 大文化”三个产品系列。如今，全球企业巨头——苹果已入驻深圳蛇口网谷。结合招商局“一带一路”战略，“蛇口网谷”模式也在国内外特色园区开发过程中进行经验普及与模式复制。招商蛇口逐渐以“园区+”的形式走向现代化园区的建设之路。

图 21：打造“公寓、健康、文化”现代园区

This figure presents a comprehensive overview of the company's modern park development strategy. It is organized into two main sections:

- 4 个特色园区 (4 Characteristic Parks):** This section features four distinct park types, each with a representative image:
 - 网谷 (Net Valley):** A modern office park with a curved glass facade.
 - 意库 (Intention Warehouse):** A multi-story industrial-style building with a mix of brick and concrete.
 - 智慧城 (Smart City):** A futuristic, illuminated architectural rendering of a smart city.
 - 健康城 (Health City):** A large-scale residential or mixed-use development with green spaces.
- 3 大产品系列 (3 Product Series):** This section details the product lines under each park type:
 - 大公寓 (Big Apartment):** Includes logos for '壹栈' (YI ZHAN), '壹间' (YI JIAN), and '壹棠' (YI TANG).
 - 大健康 (Big Health):** Includes architectural renderings of health-oriented facilities.
 - 大文化 (Big Culture):** Includes logos for '意库 NH@COOL', 'DESIGN 设计互联 SOCIETY', and '价值工厂 I-FACTORY'.

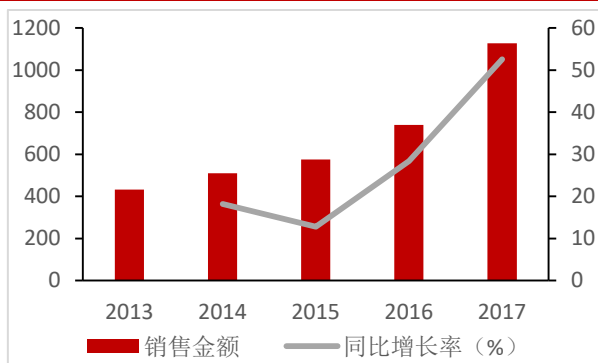
资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、后城:低成本+优土储+跟投 千亿之上再谋扩张

4.1 销售保持高增速

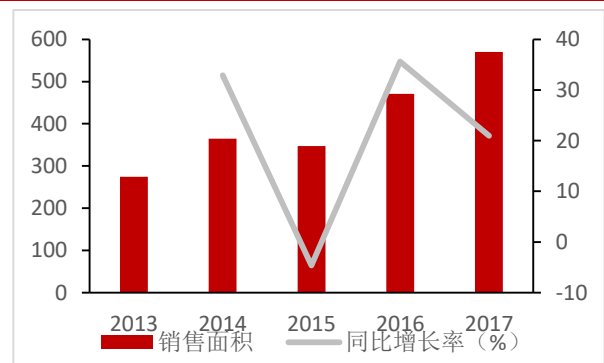
公司社区开发与运用板块以房地产开发为主，为公司最主要收入来源。2016年，招商蛇口经营业绩实现了跨越式增长，销售额首次突破700亿元。2017年，房地产行业遭遇严监管，多地相继出台限购、限价、限售等政策。招商蛇口逆势攀升，在原有深耕城市的基础上不断扩张开发版图，全年实现签约销售面积570.01万平方米，同比增长20.98%；签约销售额1127.79亿元，同比增长52.54%，迈上千亿台阶，位列百强房企第14位。

图 22：2013 年以来公司商品房销售额情况（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

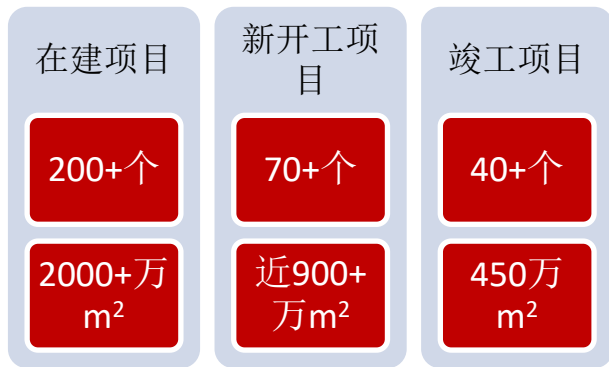
图 23：2013 年以来公司商品房销售面积情况（万平方米）



资料来源：Wind，川财证券研究所

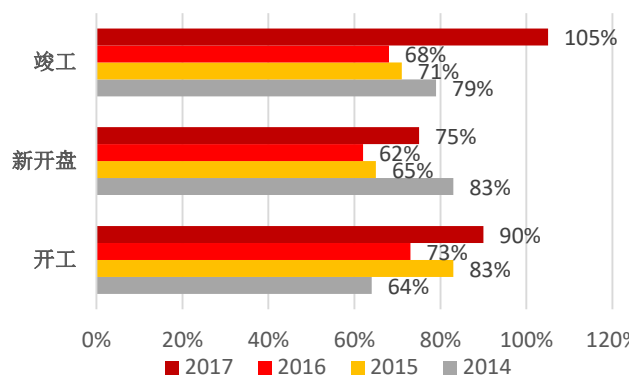
在公司业务规模不断创新高的同时，项目开发进入高速增长阶段。2017年，公司在建项目达200多个，在建面积2000余万平方米，其中，新开工项目70余个，新开工面积近900万平方米，全年竣工项目40多个，竣工面积450万平方米。项目各节点完成率增长较为明显，开工、新开盘、竣工项目完成率分别达到90%、75%和105%。

图 24：公司项目建设情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

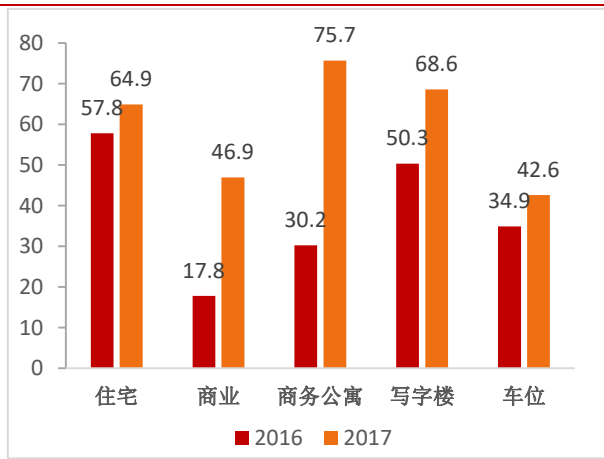
图 25：项目建设完成率



资料来源：Wind，川财证券研究所

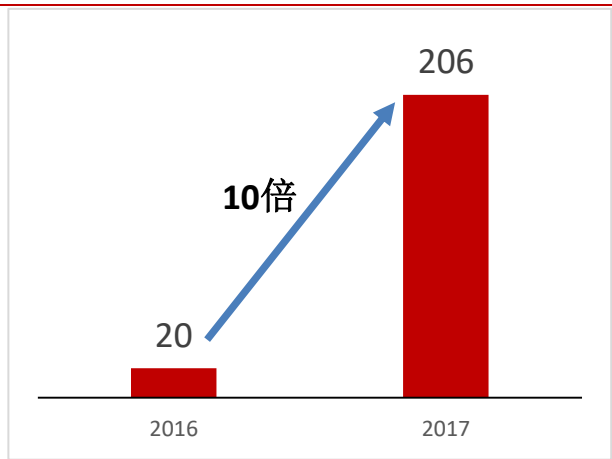
相较于 2016 年，公司多方位去化率明显改善，2017 年住宅房产去化率为 64.3%，较 2016 年增长 6.5%；商业房产去化率为 46.9%，较 2016 年增长 29.1%；公寓房产去化率达 75.7%，较 2016 年增长 45.5%。同时公司整售金额大幅增长，2017 年较 2016 年增长 10 余倍达 206 亿元。目前公司已布局全国近 40 个城市，开发项目超 200 个，涉及别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房、大型社区等各品类住宅产品，积累了全面的住宅开发经验。

图 26：各类型产品达预售货值去化率 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：整售金额变化情况 (亿元)



资料来源：Wind，川财证券研究所

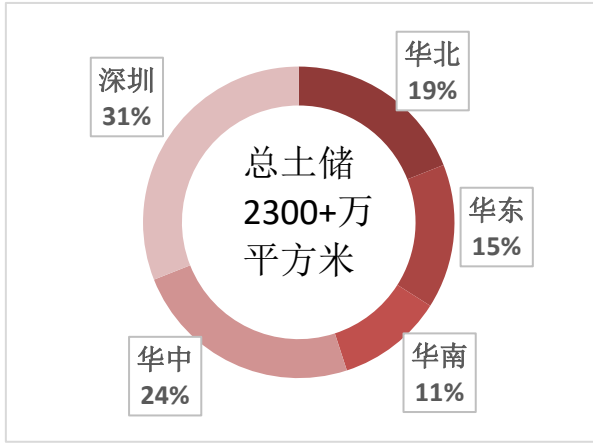
4.2 多元化拿地，高土储保证规模扩张

公司自身土地储备充足，2015 年底重组上市又被注入大量优质土地资源，2017 年公司土地储备总量超过 2300 万平方米。从土地储备分布来看，长三角、珠

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

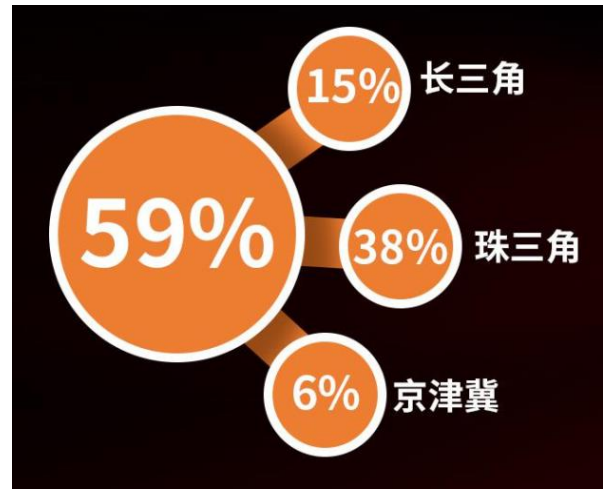
三角和京津冀三大城市群占据总量的 59%，单深圳一地就占据土储总量的 31%。

图 28：土地储备面积分布（万平方米）



资料来源：Wind，川财证券研究所

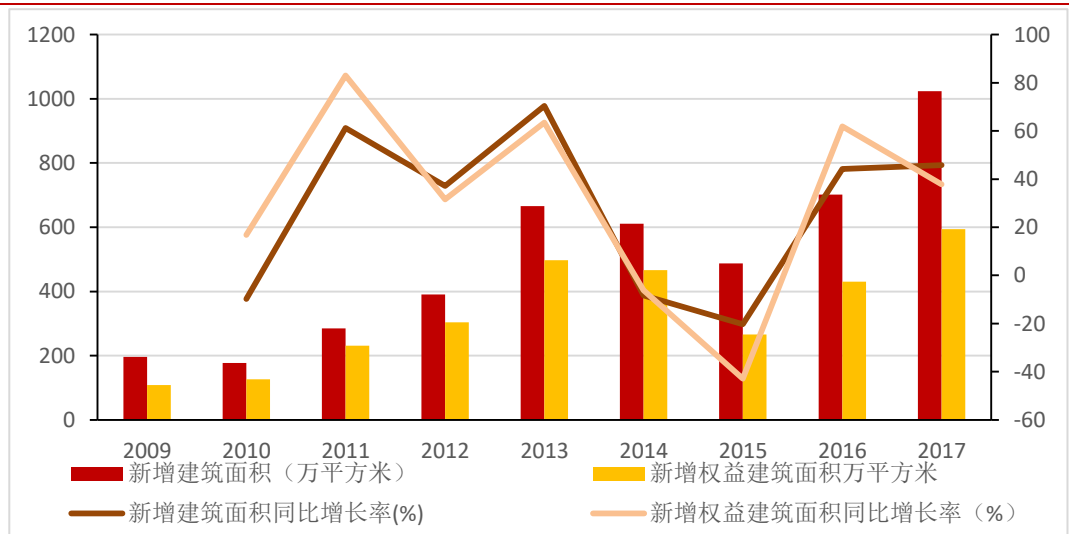
图 29：公司在三大城市群土地分布情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司近年来一直保持较强的拿地力度和较高的拿地质量。2017 年公司新增土地储备 432.7 万平方米，其中一线城市新增土地储备 40.7 万平方米，二线城市新增土地储备 285 万平方米，三线城市新增土地储备 106.9 万平方米。2017 年，一、二线城市新增土地储备面积占总面积的 75.27%。按权益地价测算，公司 2017 年一线城市新增土地储备权益地价占总量的 18%，二线城市为 79%，三四线城市占比仅为 3%。2017 年，公司新增土地储备项目 29 个，新增建筑面积达到 1023.56 万平方米，同比增幅超过 40%；新增权益面积 593.78 万平方米，同比增长 37.84%。

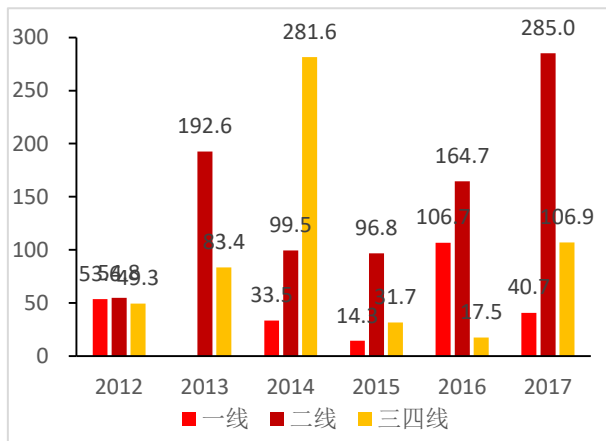
图 30：招商蛇口新增土地储备情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

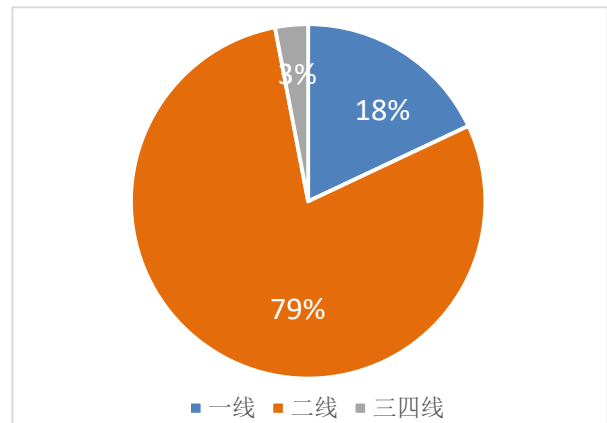
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 31：新增土地储备分布（万平方米）



资料来源：Wind，川财证券研究所

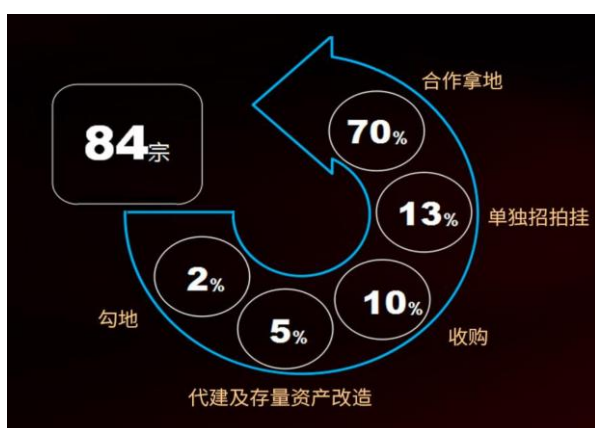
图 32：2017 年新增土地储备权益地价占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

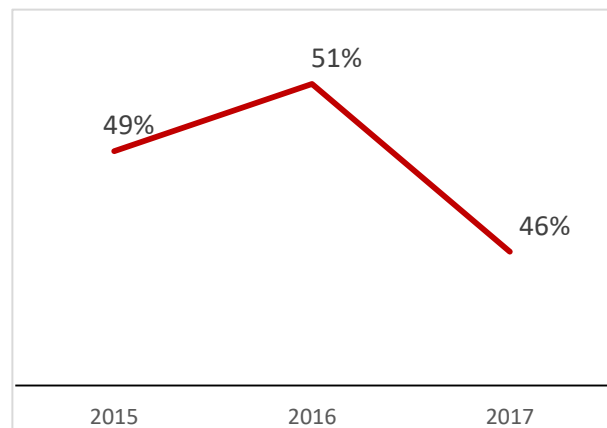
如果说商品房是面包，那土地是房地产行业的面粉，拿地方式、土储规模是房企核心竞争力。近年来土地溢价率不断走高，深圳、上海等热点城市更是“地王”频出，显示房企对于优质土地资源的争夺愈发激烈。与普通通过“招拍挂”拿地的房企不同，招商蛇口的拿地方式更加多元化，包括合作拿地、单独招拍挂、收购、代建及存量资产改造和勾地。2017 年在公司拿的 84 宗土地储备中，利用合作拿地方式获得的土地占总数的 70%，单独招拍挂占 13%，收购、代建及存量改造和勾地方式分别占总数的 10%、5%和 2%。并且，公司近三年新增土地储备地价的 合作比例也一直维持在 45%以上，公司具备较强的拿地能力。

图 33：2017 年按宗地数统计拿地方式占比 (%)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 34：近三年新增土储权益地价合作比例 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

4.3 低成本，同业优势尽显

一般而言，房地产企业开发资金来源主要包括：直接融资（权益股票融资和债券融资）、商业贷款、非标融资、资产证券化和海外融资，其中资产证券化和海外融资额度占比较小。近年来随着国内货币信贷市场的持续收紧，企业融资成本不断走高。

不过依靠国企业的资源禀赋，公司创新利用多种融资工具进行融资，完成多项直接融资产品的发行，2017年公司平均融资成本4.8%，较2016年上升0.3个百分点。在前二十大已公布2017年年报的房企中，融资成本仅高于万科，低成本融资优势显著。

表格 5. 招商蛇口 2017 年融资情况

日期	项目	简称	发行金额	期限	起息日	到期日	票面利率
2017/3/9	中期票据一	17 招商蛇口 MTN001	20 亿	3 年	2017/3/13	2020/3/13	4.64%
	中期票据二	17 招商蛇口 MYN002	30 亿	3 年	2017/8/21	2020/8/21	4.70%
2017/11/20	债券品种一	17 蛇口 01	13.6 亿	5 年	2017/11/20	2022/11/20	5.40%
	债券品种二	17 蛇口 02	10.4 亿	3 年	2017/11/20	2020/11/20	5.20%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 6. 招商蛇口融资成本情况

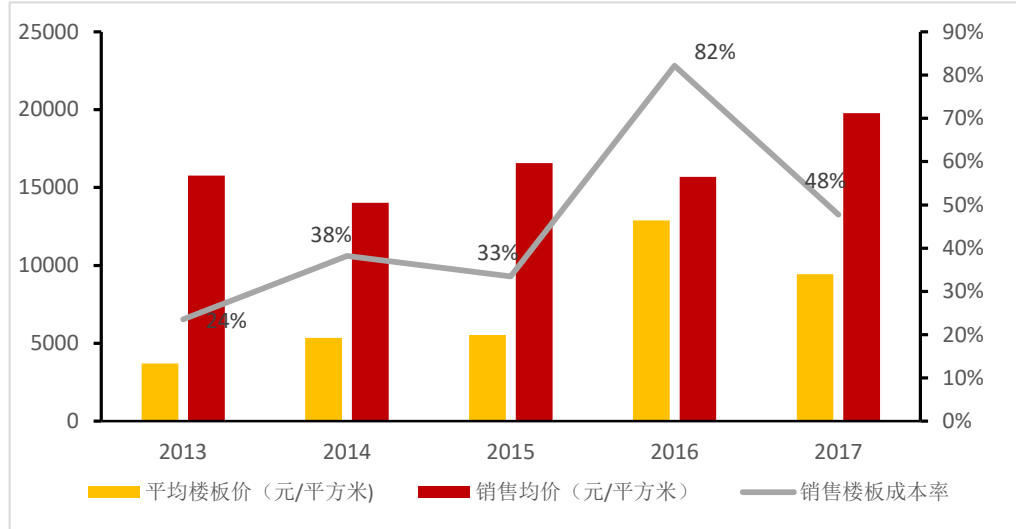
	2015	2016	2017
万科	3.50%	3.20%	4.50%
招商蛇口	4.93%	4.50%	4.80%
保利地产	5.20%	4.40%	4.82%
碧桂园	6.20%	5.66%	5.22%
新城控股	7.18%	5.49%	5.32%
华夏幸福	7.92%	6.97%	5.98%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

从拿地成本来看，2017年公司拿地平均楼板价为9449元/平方米，较2016年的12886元/平方米有所下降，较2015年的5542元/平方米仍上升明显，主要原因系2016年后公司二线城市布局方向出现转变，拿地向宁波、苏州、杭州、南京等东南较为发达地区集中，拿地成本出现较大幅度上升。从销售均价来看，公司房地产销售均价2016年前一直保持较为稳定水平，2017年公

司房地产销售均价约为 19785 元/平方米，楼板价占销售均价比重为 48%，维持在 50% 之下，在规模扩张的同时，公司未来的利润率水平也得到保障。

图 35：招商蛇口销售均价及楼板价变化情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：销售楼板成本率为衡量公司土地成本占销售收入的占比情况，计算公式为：销售楼板成本率=平均楼板价/销售均价*100%。

4.4 高盈利，企业增长之源

2017 年招商蛇口实现归属母公司净利润 122.2 亿元，同比增长 27.54%，扣非净利润 118.63 亿元，同比增长 32.67%，超额完成对于招商局集团的 103 亿扣费净利润业绩承诺。受项目结算等因素影响，2017 年净利润率连续三年增长，达到目前的 19.89%，权益收益率达到 19.58%。

公司近年来加强项目成本与营利性管控，在同业之间保持较高的盈利能力和盈利水平。在全部已公布 2017 年年度报告的房地产企业中，招商蛇口资产收益率为 4.19%，在同业间仅次于新城控股。公司毛利率常年处于行业内较高水平，2017 年公司销售毛利率 37.66%，在前十大房地产公司中仅次于华夏幸福和华润置地。优质的盈利能力是公司不断发展的根本保障，招商蛇口卓越的盈利能力，为其业务扩张提供了坚实的基础。

表格 7. 招商蛇口资产收益率连年增长 (%)

	2014	2015	2016	2017
新城控股	2.42	3.09	3.53	4.21
招商蛇口	2	2.56	4.15	4.19

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

陆家嘴	3.81	3.87	4	3.89
金地集团	3.22	2.42	4.3	3.78
荣盛发展	4.78	2.72	3.34	3.41
华夏幸福	3.76	3.4	3.1	2.81
万科A	3.19	3.24	2.92	2.81
保利地产	3.59	3.21	2.85	2.68
绿地控股	-5.36	2.27	1.08	--

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 8. 招商蛇口销售毛利率较高 (%)

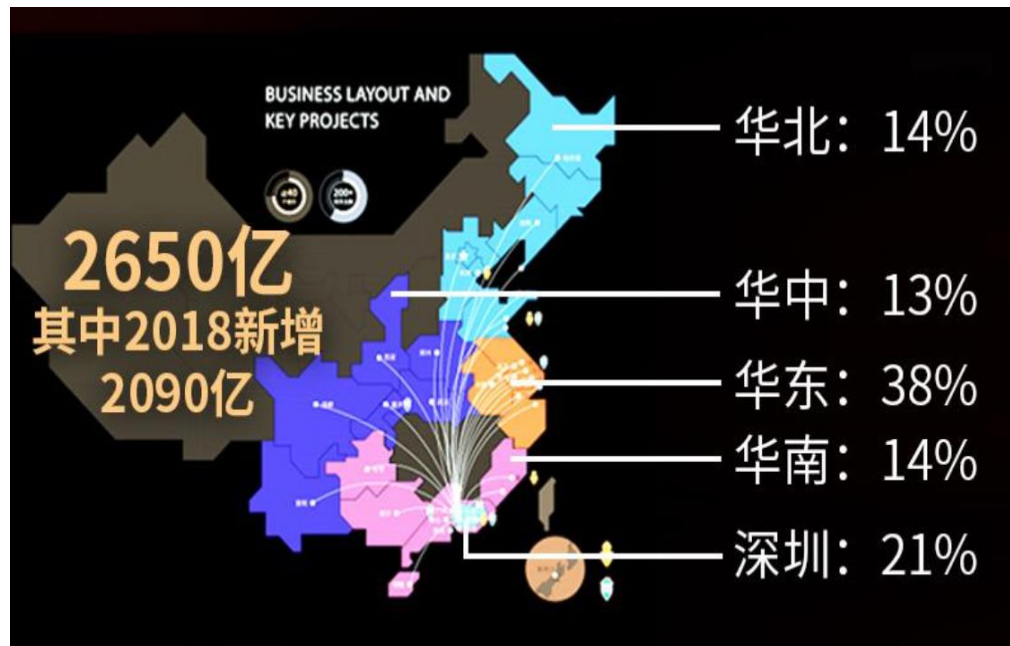
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
华夏幸福	39.65	33.81	35.77	34.52	33.03	47.93
华润置地	37.64	28.17	30.60	31.24	33.74	40.25
招商蛇口	50.69	42.59	39.56	37.68	34.54	37.66
中国恒大	27.90	29.52	28.53	28.10	28.10	36.09
万科地产	36.56	31.47	29.94	29.35	29.41	34.10
保利地产	36.19	32.16	32.03	33.20	29.00	31.05
碧桂园	36.62	30.26	26.09	20.19	21.06	25.91
融创中国	25.82	23.27	17.32	12.42	13.72	20.69
绿城中国	30.27	30.27	25.38	20.81	20.78	19.25

资料来源: Wind, 川财证券研究所

4.5 千亿之上，再谋增长

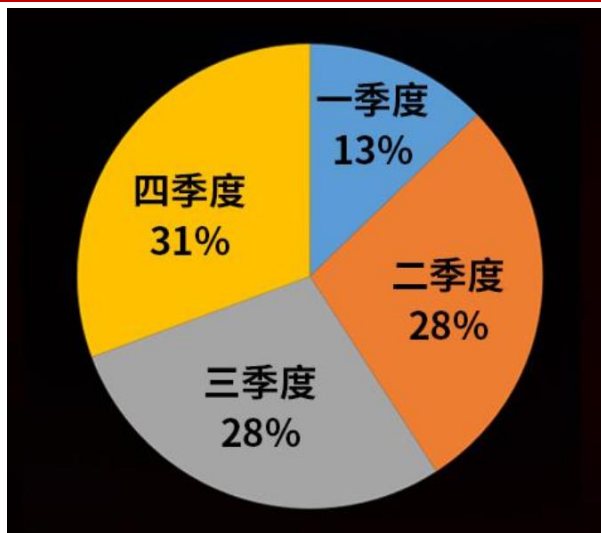
展望 2018 年，全国各地区对于房地产市场的调控将趋于常态化，“房住不炒”仍将作为管理部门调控的主基调，预计未来房地产市场仍将“稳字当头”。目前，招商蛇口在全国拥有充足的可售货值，将继续支撑业绩高速增长。预计 2018 年公司将拥有可售货值 2650 亿元，其中 2018 年新增将达到 2090 亿元。从分布来看，全国五大区域华北、华中、华东、华南和深圳将分别占据 14%、13%、38%、14%和 21%。从全年的推盘节奏来看，一、二、三、四季度推盘比例分别为 13%、28%、28%和 31%。按产品形态看，预计住宅、商业房产、写字楼、公寓和车位分别占据可售货值的 71%、7%、13%、6%和 3%，住宅将继续作为公司开发项目中最重要的部分。

图 36：2018 年五大区域预计可售货值占比



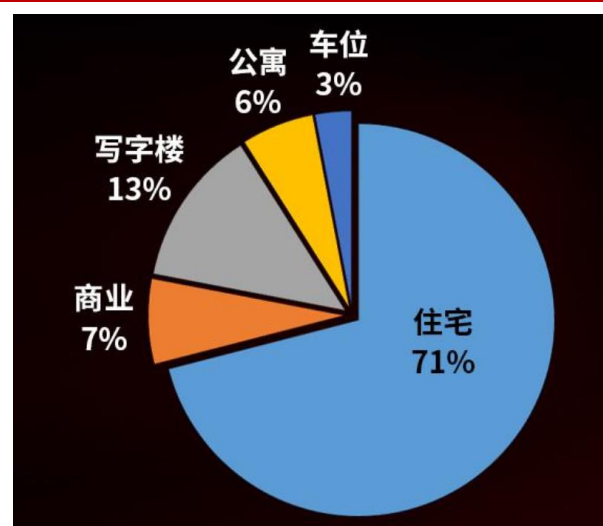
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 37：2018 年预计各季度新增可售货值占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 38：2018 年预计各产品形态可售货值占比

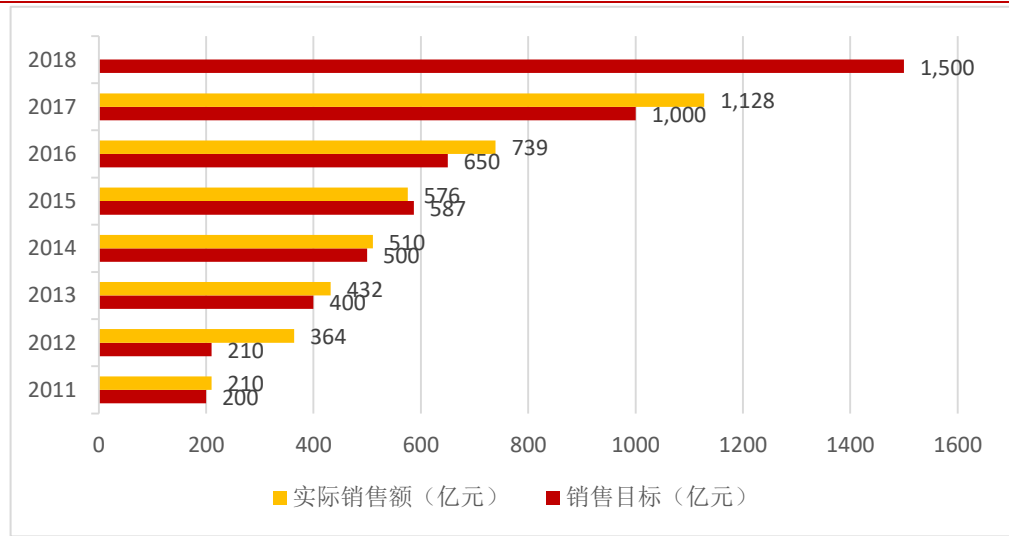


资料来源：公司公告，川财证券研究所

从历年的销售目标完成率来看，自 2011 年公司首次制定年度销售目标后，除 2015 年实际销售额略低于目标值外，其余年份实际销售情况均高于销售目标。2017 年实际销售额更是超额完成 128 亿，达到 1128 亿元。2018 年公司销售目标 1500 亿元，考虑到公司 2018 年可售货值达 2660 亿元，去化率只要保持在 56% 左右即可顺利完成。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 39：招商蛇口销售目标与实际销售情况（亿元）

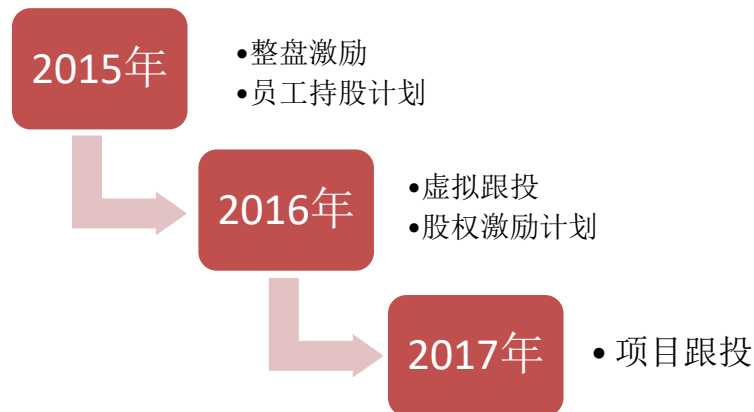


资料来源：Wind，川财证券研究所

跟投机制提升整体开发效率。公司为提升房地产开发效率，在2015年首次实行整盘激励和员工持股计划，在2016年推行实施虚拟跟投和股权激励计划，2017年正式实施项目跟投制度，以期建立长效、健全的激励约束机制，不断提升公司整体开发效率。

跟投计划包括：1) 跟投项目范围为自《项目跟投管理制度》通过之日起，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) 跟投人员按照岗位职责及其对跟投项目负责任的关联程度与重要程度，分为强制跟投和自愿跟投，对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投，除强制跟投人员外，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%。

图 40：招商蛇口跟投模式发展



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017年6月在公司施行项目跟投制度后，公司已在20多个项目实行该制度，跟投人数1200余人次，跟投金额超过1亿元人民币。结合前期实施的员工持股计划和股权激励计划，公司已形成全面、立体的激励机制，通过各种激励措施的落地，不断激发团队活力和创造力。

给予“增持”评级

假设公司2018-2020年销售额增速保持在25%左右（2016年销售额增速为28.40%，2017年销售额增速为52.54%），应收结算比为70%左右。

假设公司2018-2020年毛利润率分别为在37%，36%和42%，社区开发与运营板块毛利润率分别为39%，39%和45%，园区开发与运营板块毛利润率分别为35%，30%和25%，邮轮产业建设与运营板块毛利润率分别为36%，57%和71%。

假设公司2018-2020年总体成本率保持稳定，销售费用率、管理费用率和财务费用率合计为2%左右，融资成本率为5%左右。

首次覆盖予以“增持”评级。公司2017年实现营业收入754.55亿元，同比增长18.7%；实现归属于上市公司股东净利润为122.20亿元，同比增长27.5%，基本每股收益为1.55元。我们预计2018-2020年公司主营业务收入分别为912.14、1102.19和1342.58亿元，净利润有望达到145.65、177.43和213.88亿元，EPS分别为1.84、2.24和2.71元/股，对应PE分别为10.06、8.25和6.85倍，公司未来几年业绩有望保持高增长，有持续看点。

风险提示

房地产销售不及预期

地产调控政策具有较大的不确定性，如果政策收紧，公司销售进度可能会受到影响，业绩释放不达预期。

多元化发展不及预期

公司的产业新城、游轮板块属于新兴产业，尽管行业拥有巨大的发展空间，然而市场仍然处于探索之中。未来发展可能低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	286585	328361	384256	451993	营业收入	75455	91214	110219	134258
现金	45278	68431	69529	68244	营业成本	47039	55083	66449	80313
应收账款	220	270	335	402	营业税金及附加	6673	8592	10223	12421
其他应收款	62297	56547	72660	90470	营业费用	1468	1796	2139	2620
预付账款	5792	9151	11565	13085	管理费用	1282	1665	1939	2378
存货	164233	186760	222707	272086	财务费用	836	1267	1741	2270
其他流动资产	8766	7202	7460	7706	资产减值损失	331	160	187	202
非流动资产	46036	39642	40648	39887	公允价值变动损益	-14	0	0	0
长期投资	8264	5466	5980	6189	投资净收益	2910	2910	2910	2910
固定资产	2839	2265	1601	900	营业利润	20752	25608	30691	37100
无形资产	465	425	384	342	营业外收入	158	224	200	201
其他非流动资产	34467	31486	32684	32456	营业外支出	176	124	134	138
资产总计	332621	368003	424905	491880	利润总额	20734	25707	30757	37164
流动负债	167310	169495	191939	219017	所得税	5725	6759	8212	9928
短期借款	16768	10295	11478	11965	净利润	15009	18949	22545	27235
应付账款	21769	26492	31475	38091	少数股东损益	2789	4383	4802	5847
其他流动负债	128773	132707	148986	168961	归属母公司净利润	12220	14565	17743	21388
非流动负债	72529	86777	101721	117449	EBITDA	22531	27711	33291	40239
长期借款	60697	74196	89286	104922	EPS (元)	1.55	1.84	2.24	2.71
其他非流动负债	11832	12581	12434	12526					
负债合计	239838	256272	293660	336465					
少数股东权益	24415	28798	33601	39447	主要财务比率				
股本	7904	7904	7904	7904	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	19714	19714	19714	19714	成长能力				
留存收益	36064	55315	70026	88349	营业收入	18.7%	20.9%	20.8%	21.8%
归属母公司股东权益	68368	82933	97645	115967	营业利润	27.2%	23.4%	19.8%	20.9%
负债和股东权益	332621	368003	424905	491880	归属于母公司净利润	27.5%	19.2%	21.8%	20.5%
					获利能力				
					毛利率(%)	37.7%	39.6%	39.7%	40.2%
					净利率(%)	4.6%	16.2%	16.0%	16.1%
					ROE(%)	17.9%	17.6%	18.2%	18.4%
					ROIC(%)	14.2%	17.2%	15.9%	15.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	72.1%	69.6%	69.1%	68.4%
					净负债比率(%)	37.97%	37.16%	38.20%	38.18%
					流动比率	1.71	1.94	2.00	2.06
					速动比率	0.73	0.83	0.84	0.82
					营运能力				
					总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.29
					应收账款周转率	313	338	330	332
					应付账款周转率	2.27	2.28	2.29	2.31
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.55	1.84	2.24	2.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.60	1.41	-1.56	-1.90
					每股净资产(最新摊薄)	8.65	10.49	12.35	14.67
					估值比率				
					P/E	11.99	10.06	8.25	6.85
					P/B	2.14	1.77	1.50	1.26
					EV/EBITDA	8	7	6	5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-4709	11132	-12354	-15005
净利润	15009	18949	22545	27235
折旧摊销	943	836	859	868
财务费用	836	1267	1741	2270
投资损失	-2910	-2957	-3151	-3046
营运资金变动	-19446	-6308	-34475	-42741
其他经营现金流	860	-654	127	409
投资活动现金流	-32657	9364	1200	2791
资本支出	2491	0	0	0
长期投资	5394	-6109	1826	105
其他投资现金流	-24772	3255	3026	2896
筹资活动现金流	33783	2657	12252	10928
短期借款	12324	-6473	1182	488
长期借款	21544	13500	15090	15636
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-88	0	0	0
其他筹资现金流	2	-4370	-4020	-5195
现金净增加额	-3881	23154	1098	-1285

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0001