

## 招商蛇口 (001979)

买入 (维持)

## 招商蛇口深度报告：地产巨擘，扬帆启航

2017年06月07日

## 市场数据

报告日期	2017-06-07
收盘价(元)	21.01
总股本(百万股)	7904.09
流通股本(百万股)	1899.43
总市值(百万元)	166064.99
流通市值(百万元)	39907.01
净资产(百万元)	58558.83
总资产(百万元)	261686.56
每股净资产	7.41

## 主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	63573	75767	99783	117744
同比增长(%)	29.2%	19.2%	31.7%	18.0%
净利润(百万元)	9581	11195	11853	14092
同比增长(%)	97.5%	16.8%	5.9%	18.9%
毛利率(%)	34.5%	36.1%	35.3%	35.7%
净利润率(%)	15.1%	14.8%	11.9%	12.0%
净资产收益率(%)	17.4%	15.8%	14.5%	14.6%
每股收益(元)	1.21	1.42	1.50	1.78
每股经营现金流(元)	-1.61	-3.15	-4.57	-2.07

## 相关报告

《招商蛇口：推出项目跟投制度，加快规模扩张速度》  
2017-06-02

《一季报点评：业绩大幅增长，与华为强强联合》  
2017-04-20  
《招商蛇口3月销售点评：一季度销售快速增长，加速迈向千亿》  
2017-04-11

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

研究助理：

齐东

陈永

## 投资要点

- **园区开发经验充足、土储优质，板块未来增长潜力巨大。**招商蛇口作为我国园区建设的先驱，积累了较多的综合开发及运营的专业技能及经验。公司是“粤港澳大湾区”核心受益标的，园区土储资源极为丰厚，在前海、蛇口、太子湾三大片区的土地储备占地面积为510万方。优质的土储加上蛇口成功模式的加速复制，将使园区业务板块对营业收入的贡献提高。
- **社区业务剑指千亿，精准布局加速拿地。**2016年公司销售业绩大幅增长，17年一季度延续了增长趋势，2017年公司销售目标剑指千亿。公司布局重点聚焦一二线城市，16年新增土储均位于一二线城市，其中一线占比52%，二线为48%。公司不仅布局精准，拿地速度也进一步提高。全年拿地金额与全年签约销售额的比重高达113.9%。丰富优质的土地资源，将为公司未来发展蓄力。
- **央企强强联手，加强资源禀赋优势。**一方面公司依托强大的股东背景优势，全年综合融资成本较上年下降了0.39个百分点，继续在行业内保持较大的资金成本优势，资本结构不断优化。另一方面，公司与昆钢、武钢合作，通过增资扩股或注册平台公司的方式，合作开发因去产能闲置的土地资源，从而增加公司在热点城市的土地资源。
- **投资建议：**招商蛇口在核心一二线城市，特别是前海蛇口自贸区内土地储备丰厚，未来成长空间广阔。我们测算公司每股RNAV25.5元，预计公司2017-2018年EPS分别为1.42和1.50元，对应PE分别为14.8、14.0倍，维持“买入”评级。

## 目 录

一、“前港-中区-后城”，三大业务紧密结合	- 3 -
二、园区开发经验充足、土储优质，未来增长潜力巨大	- 4 -
2.1、园区建设先驱，具有先天开发优势	- 4 -
2.2、重点布局大湾区，土储资源极为丰厚	- 5 -
2.3 三大片区产权明晰，未来收益可观	- 7 -
2.4 顺应国家发展战略，园区业绩持续释放	- 11 -
三、社区业务剑指千亿，精准布局加速拿地	- 11 -
四、央企强强联手，加强资源禀赋	- 15 -
4.1 集团内部融资渠道广泛，融资成本较低	- 15 -
4.2 央企创新合作，拓展土地资源	- 16 -
五、盈利预测与估值过程	- 17 -
5.1 RNAV 估值法	- 17 -
5.2 DCF 估值法	- 18 -

## 图表目录

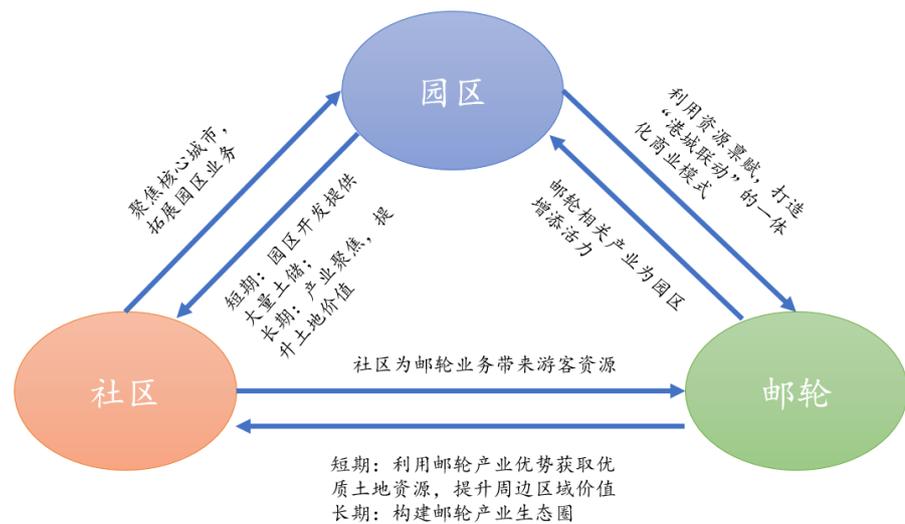
图表 1、三大板块业务联动发展	- 3 -
图表 2、招商蛇口各板块业务收入占比 (%)	- 4 -
图表 3、招商蛇口各板块业务毛利率 (%)	- 4 -
图表 4、园区开发产业链	- 5 -
图表 5、招商蛇口股权结构图	- 5 -
图表 6、前海地理位置优越是重要交通枢纽	- 6 -
图表 7、前海自贸区规划图	- 6 -
图表 8、前海蛇口自贸区产业布局规划	- 6 -
图表 9、深圳前海蛇口土地储备情况 (万平方米)	- 7 -
图表 10、招商蛇口前海土地整备开发进展	- 8 -
图表 11、太子湾片区宗地信息	- 8 -
图表 12、太子湾片区规划明确	- 9 -
图表 13、太子湾第一阶段设计图	- 9 -
图表 14、太子湾建成效果图	- 9 -
图表 15、蛇口片区土储结构情况	- 10 -
图表 16、蛇口滨海深港创业创新产业带蓝图	- 10 -
图表 17、招商蛇口园区板块营业收入及增速 (亿元, %)	- 11 -
图表 18、招商蛇口签约销售面积及增速	- 12 -
图表 19、招商蛇口签约销售金额及增速	- 12 -
图表 20、2016 及 2017Q1 新增项目城市分布 (万平方米)	- 12 -
图表 21、2016 及 2017Q1 招商蛇口新增土储情况	- 12 -
图表 22、招商蛇口土地储备城市分布	- 15 -
图表 23、招商蛇口土地储备结构领先行业	- 15 -
图表 24、招商蛇口负债率呈下降趋势 (%)	- 16 -
图表 25、招商蛇口与昆钢合作项目	- 17 -
图表 26、招商蛇口 RNAV 估值结果	- 18 -

## 报告正文

### 一、“前港-中区-后城”，三大业务紧密结合

“前港-中区-后城”发展模式，促进片区联动发展。在公司 30 多年的蛇口深耕历程中，提炼出“前港-中区-后城”的空间发展模式，即港口先行，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。这一模式将公司的“社区运营、园区运营、邮轮运营”三大业务板块紧密结合了起来，形成良性互动。首先，社区业务深耕核心城市，使园区业务的拓展也重点聚焦核心区域，园区业务的开发在短期看来提供了大量的土地储备，长期则通过产业的聚焦和基础设施的建设提高社区的品质和价值；其次，园区的建设开发，利用资源禀赋，提升了产业研究与聚集的能力，有助于打造邮轮母港和园区的一体化商业模式，而邮轮母港的建设也带动相关产业为园区增添活力；最后，邮轮母港利用产业优势获取土地资源，降低土地获取成本，在长期则着力构建邮轮产业生态圈，社区的发展则为邮轮业务带来了旅客资源。

图表 1、三大板块业务联动发展



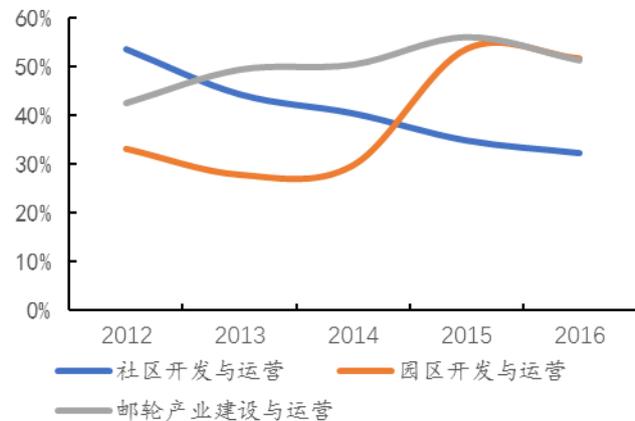
数据来源：公开资料整理、兴业证券研究所

社区业务是主要收入来源，高毛利率园区及邮轮业务是未来重点发展方向。社区业务的开发销售为企业重要的收入来源，2012-2016 年，社区业务对主营业务收入的贡献比例一直在 85% 以上，园区业务平均占比为 10% 左右，而邮轮业务板块收入贡献不足 1%。园区业务及邮轮业务毛利率较高，社区业务毛利逐年下滑。截止 2016 年园区开发与邮轮业务毛利率均超过 50%，高于社区业务板块 20 个百分点。社区业务在销售量上易受限购限价政策的影响，且近几年核心城市拿地成本不断提高，对毛利率造成挤压。为了避免住宅市场销售的周期性对公司经营业绩的影响，未来公司将提高园区开发板块对收入的贡献比例，以保持经营业绩的稳定增长。

图表 2、招商蛇口各板块业务收入占比 (%)



图表 3、招商蛇口各板块业务毛利率 (%)



数据来源：Wind、兴业证券研究所

## 二、园区开发经验充足、土储优质，未来增长潜力巨大

### 2.1、园区建设先驱，具有先天开发优势

园区建设先驱，开发经验充足。行业趋势转变，使得园区开发业务由单纯的土地运营向综合的“产业开发”和“氛围培育”转变。园区开发行业经历 30 多年的发展，经历了从单个企业到产业集群发展路径的演变，现阶段需要通过集群化的产业发展，激发出更大的能量，“产业集聚和产业升级”成为政府诉求的重点。

招商蛇口作为我国园区建设的先驱，30 年来积累了较多的综合开发及运营的专业技能及经验。其业务主要涉及园区土地的综合开发、园区服务、园区管理等，主要“生产过程”是将“生地”变成具备通平条件的“熟地”和厂房、写字楼、商铺、住宅、酒店式公寓等物业。因此，园区开发业务收入主要由两部分组成：一是土地开发收入；二是相关的园区物业租售收入。

公司以提升产业聚集能力、加强产业合作、促进产融结合为目标，逐个击破。在提升产业聚集能力方面，公司在北上广设立了产业研究院和产业基金，分别为产业提供智力和资金支持，同时公司发挥产业合作平台的优势，锁定产业资源，促进产业间的协作；在加强产业合作方面，公司与腾讯、中电子科技、中国人寿等多家公司签署战略合作协议，成立多个产业联盟；在产融结合方面，公司在企业的各成长阶段提供不同的融资服务。

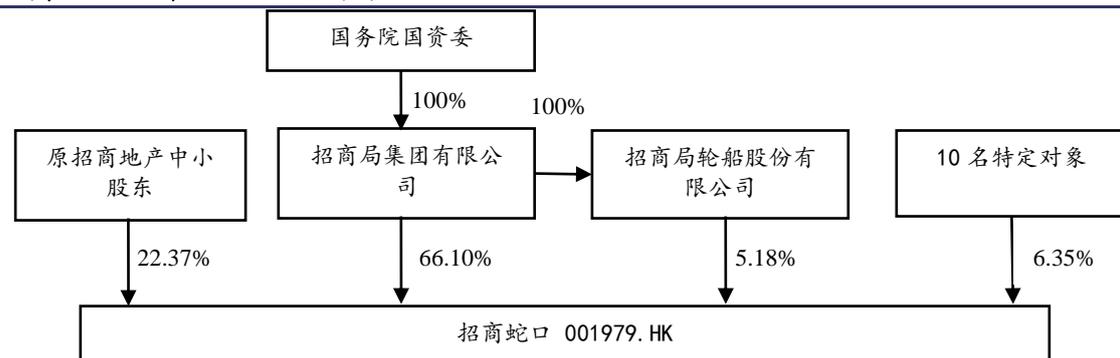
图表 4、园区开发产业链



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

股东背景强大，极具先天优势。对于国家级主导的自贸区开发建设有较高行业进入壁垒，园区开发企业必须具备政府背景的依托和支持。我国的园区开发主要采取政企合作的委托开发方式，即政府通过委托园区开发企业融资、征地、配套，政府出让土地，并用土地出让金支付征地成本、财务费用、回购基础设施资产。招商蛇口强大的股东背景，使其在园区开发的政企合作方面极具先天优势。招商蛇口由招商局集团直接及间接持有 71.28% 的股权，系公司的实际控制人。招商局集团是国务院国资委 100% 持股的中央企业，是国家“一带一路”战略的重要参与者和推动者。

图表 5、招商蛇口股权结构图



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

## 2.2、重点布局大湾区，土储资源极为丰厚

粤港澳大湾区迎来重大历史发展机遇，前海是湾区核心引擎。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，于今年写进《政府工作报告》。4 月，李克强总理在会见香港特首林郑月娥时，强调要研究制定粤港澳大湾区发展规划。

前海蛇口是粤港澳大湾区核心引擎。一方面，前海是深港地理边界的交汇处，集聚了“海陆空铁”交通网络。前海处在“香港—深圳—广州”经济发展主轴和沿海功能拓展带的十字交汇点，集聚了“海陆空铁”交通网络，拥有纵横交错的发达交通体系，与纽约湾区的曼哈顿类似。位于前海桂湾片区的前海综合交通枢纽，总投资约 288 亿元，完工后将成为亚洲最大的交通枢纽。

另一方面，前海是三大国家重点发展战略的支点：**自由贸易试验区战略、深港合作战略和一带一路战略**。前海自贸区着力打造高附加值的现代服务业，按照产业形态主要分为三个功能区：前海金融商务区、前海湾保税港区 and 蛇口商务区。2016年金融类企业对前海蛇口片区增加值和税收增长的贡献率分别为39.8%和47.6%。**前海是香港、深圳两大经济体深度交融的核心区和先导区**。实现粤港澳的跨境深度合作，是发展大湾区的关键要素。港企已成为片区的重要经济支柱之一，土地出让方面：2013年以来前海蛇口自贸区累计向港企出让土地33.47万平方米，占总出让土地的48.5%；注册企业方面：蛇口自贸区注册港企4441家；投资与纳税贡献方面：港企完成固定资产投资占整个自贸区的25%以上，纳税金额超过1/3。**前海蛇口是“海上丝绸之路”国际港口链和自贸区网络的原点**。前海妈湾被确定为“一带一路”国际经贸合作先导区，将打造全球价值链升级中心、跨产业链创新中心和国际供应链管理中心。

图表 6、前海地理位置优越是重要交通枢纽

图表 7、前海自贸区规划图



数据来源:前海门户网站、兴业证券研究所

图表 8、前海蛇口自贸区产业布局规划

功能区	重点发展产业形态	发展目标
前海金融商务区	金融、信息服务、科技服务、专业服务	金融业对外开放试验示范窗口、亚太地区重要生产性服务业中心
前海湾保税港区	港口物流、国际贸易、供应链管理、高端航运服务	国际性枢纽港
蛇口商务区	网络信息、科技服务、文化创意等新兴服务业	与前海区块形成产业联动、优势互补

数据来源：前海门户网站、兴业证券研究所

**前海蛇口自贸区日新月异，挂牌两年飞速发展**。自贸区挂牌两周年，在片区28.2平方公里的土地上，固定资产投资总额大幅增加。2017年一季度，前海蛇口自贸区完成固定资产投资54.79亿元，同比增长17.8%，高于年度计划9.6个百分点。截止2017年3月底，片区累计注册企业13.3万家，居全国自贸区首位；开业企

业 5.5 万家，开业率 41.3%。2016 年，注册企业增加值实现 1416.2 亿元，同比增长 39%；实现税收收入 269.3 亿元，同比增长 48.8%；全社会固定资产投资达到 388.7 亿元，同比增长 44.6%；合同及实际利用外资分别达到 547.7 亿美元和 38.0 亿美元，同比增长 151.5% 和 70.6%，分列全国自贸区第一、第二。

**前海资源空间有限，公司前海蛇口土储资源充足。**前海土地面积仅 15 平方公里，土地、空间资源有限，对土地出让方的要求极高。很多宗地的竞买申请人必须满足：具有独立法人资格的中外合资的人寿保险公司或财产保险公司，在深圳无总部企业用地，且股东之一须为世界 500 强企业或其全资子公司，持股比例不低于 25% 等多项严格要求，拿地门槛极高。**招商蛇口园区业务板块深耕前海蛇口。**招商局集团在前海拥有的土储比前海三大地主中的第二名中集集团和第三名深圳国际所拥有的土储总和还要多。截止 2016 年底，公司在前海片区、蛇口片区、太子湾片区的土地储备占地面积共计 510.73 万平方米。其中已取得权属证书的占比为 63%；已经开发建设的土地占比为 40%。截止 2016 年底，招商蛇口在前海片区的土地储备为 237.68 万平方米，蛇口片区的土地储备为 219.77 万平方米，太子湾片区的土地储备为 53.28 万平方米。

图表 9、深圳前海蛇口土地储备情况（万平方米）

分类	类型	蛇口片区	太子湾片区	前海片区
按是否取得权属证书分类	已经取得权属证书	48.83	9.39	129.04
	尚未取得权属证书	170.94	43.89	108.64
	小计	219.77	53.28	237.68
按开发进度分类	已经开发建设	183.91	4.22	9.41
	正在开发建设	5.43	3.31	-
	尚未开发建设	30.44	45.75	228.28
	小计	219.77	53.28	237.68

数据来源：公司 2016 年年报，兴业证券研究所

### 2.3 三大片区产权明晰，未来收益可观

**前海片区大部分土储产权明晰。**前海片区 237.68 万方土储中，有 232.1 万方是招商局集团与深圳市国土资源和房产管理局签署《前海物流园区用地协议》取得；另 5.58 万平方米，是公司控股子公司拥有的两项土地使用权。**未确权土地并不存在权属争议。**公司合法拥有上述土地使用权，但由于该等土地需要调整规划用途，在规划用途尚未明确前，公司及其控股子公司无法办理权属证书。

**前海土地与政府合作开发，享受 40% 改性增值收益。**前海片区总土储中，未开发建设的占 96%。首个开发项目为前海自由贸易中心一期，拟建成商业、办公、公寓、住宅综合体。根据招商局集团与前海管理局签署的框架协议，各出资 50%，合作开发土地，规划建筑面积为 500 万平方米。对于新规划条件下的土地价值，扣除原规划条件下的土地价值后的余额，按照前海管理局 60%，招商局集团 40% 的比例进行分享。公司通过理顺与相关政府部门共同开发、共同受益的关系，较

好地解决了前海土地的转性问题。

图表 10、招商蛇口前海土地整备开发进展

时间	参与方	进展
2016-6-18	招商局集团、前海管理局	签署《关于组建合资公司推动前海蛇口自贸区管理体制机制创新的框架协议》。招商蛇口控股的平台公司将作为出资主体，与前海管理局指定的出资方共同组建合资公司推进自贸区建设。协议双方在合资公司的股权比例为 50:50。
2016-7-29	招商蛇口、招商局集团	公司拟与安通捷码头仓储服务（深圳）有限公司、招商局物流集团有限公司共同投资设立合资公司深圳市招商前海投资控股有限公司，招商前海投资拟最终与深圳市前海开发投资控股有限公司成立合资公司。招商蛇口占比 82.5%
2016-9-14	招商蛇口、前海管理局	控股子公司深圳市招商前海实业发展有限公司与深圳市前海开发投资控股有限公司共同投资设立合资公司“深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司”。双方签署了合资公司章程以约定有关事项，其中，招商前海实业与前海投资控股分别认缴出资 50,000 万元，各占合资公司注册资本 50%。
2016-10-27	深圳规划与国土资源委员会、前海管理局、招商局集团	招商局集团与深圳规土委、前海管理局就前海湾物流园区土地整备有关问题签订的框架协议书，明确了整备范围、整备面积、整备思路、整备原则。 核心要点：1) 原规划条件下土地价值以政府委托评估的结果与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。2) 新规划条件下土地价值扣除原规划条件下土地价值后的土地增值收益在扣除政策性刚性支出（按土地增值收益的 5% 计提）后，按照前海管理局 60%、招商局集团 40% 的比例进行分享。3) A1 类用地中部分用地已调整为经营性用地，由此产生的土地增值收益按照前海管理局 60%、招商局集团 40% 的比例进行分享。

资料来源：兴业证券研究所、公司公告

太子湾片区权属明确，规划完整。公司在太子湾片区的土储为 53.28 万平方米，是 2011 年通过挂牌出让获得土地使用权。该地块的土地权属明晰，目前未确权的土地占 82.3%，主要是因为太子湾地块分宗开发，土地使用年期在土地分宗时给予明确。太子湾片区规划为总建筑面积约为 170 万平米的，具体规划如图表 12 所示，其中占比较多的为办公（25.21%）和文化及艺术类建筑（26.89%）。太子湾将打造成集国际邮轮母港、港澳客运码头配套区、滨海特色娱乐休闲区等功能于一体的深圳新“海上门户”，定位为中国最大的邮轮母港。

图表 11、太子湾片区宗地信息

宗地编号	K202-0014
宗地类型	经营性用地
土地面积（平方米）	697639.7
建筑面积（平方米）	1700000
容积率	2.44
成交价（亿元）	64.39
楼面地价（元/平方米）	3787.64
公告用途	商业服务业设施用地+仓储用地+港口码头用地+居住用地
位置	南山区蛇口太子湾片区

数据来源：土地出让合同、兴业证券研究所

图表 12、太子湾片区规划明确

规划用途	具体类型	建筑面积（平方米）	占比
商业	大型商业	378000	22.24%
	其他类商业	86000	5.06%
	小计	464000	27.29%
办公	商务花园	70000	4.12%
	多层办公	40000	2.35%
	超高层办公	82000	4.82%
	高层办公	416500	24.5%
	小计	608500	35.79%
文化及艺术类建筑	——	600000	3.53%
公寓	人才公寓	50000	2.94%
	商务公寓	235000	13.82%
	小计	285000	16.76%
居住	——	100000	5.88%
酒店	商务酒店	40000	2.35%
	休闲型酒店	40000	2.35%
	小计	80000	5.7%
仓储	集中式仓储	44000	2.59%
	分散式仓储	6000	0.35%
	小计	50000	2.94%
国际学校	——	15000	0.88%
公交枢纽站	——	7500	0.44%
国际医院	——	30000	1.76%

数据来源：《招商蛇口太子湾区综合开发项目详细蓝图》、兴业证券研究所

图表 13、太子湾第一阶段设计图



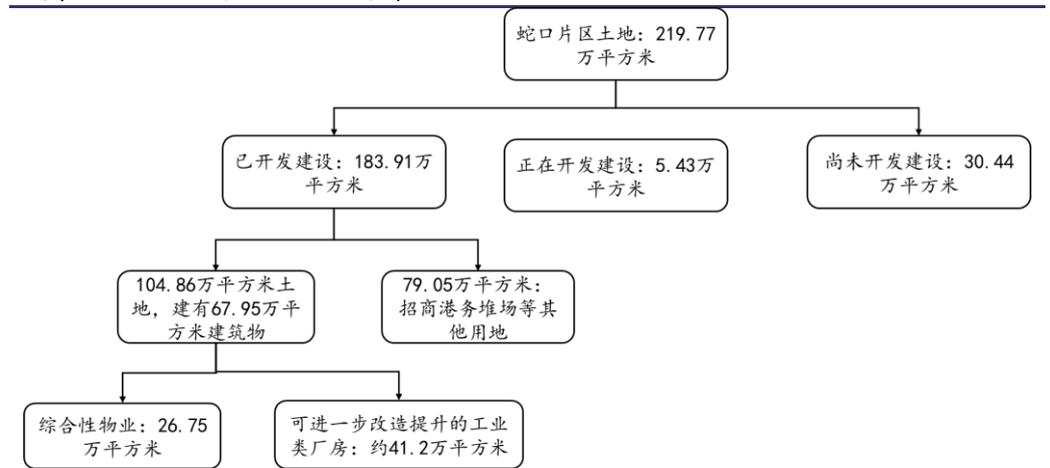
图表 14、太子湾建成效果图



数据来源：前海门户网站、兴业证券研究所

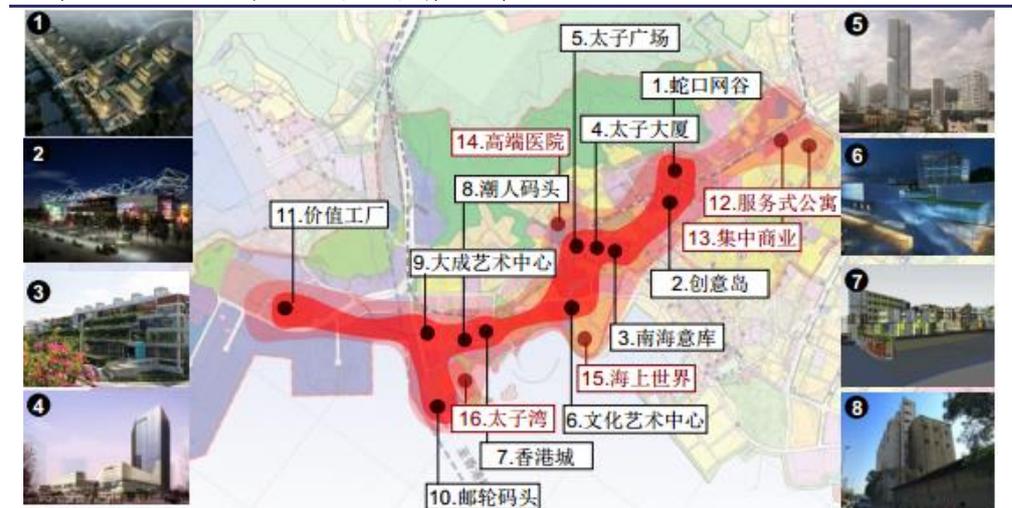
蛇口片区的开发已步入成熟期，已从最初的工业区逐步转型为宜居宜业的国际化滨海城区。蛇口片区共 219.77 万平方米：已开发建设的土地面积为 183.91 万平方米，正在开发建设的土地面积为 5.34 万平方米，尚未开发建设的为 30.44 万平方米。在已开发建设的土地中：104.86 万平方米的土地上建造了建面积为 67.95 万平方米的建筑物，主要包括 26.75 万平方米的综合性物业和可进一步改造提升的工业类厂房约 41.2 万平方米；另 79.05 万平方米的土地为招商港务堆场等其他用地。包括早年在蛇口片区开发的土地在内，公司在蛇口可租物业的建筑面积达 156.19 万平方米。

图表 15、蛇口片区土储结构情况



资料来源：公司年报、兴业证券研究所

图表 16、蛇口滨海深港创业创新产业带蓝图



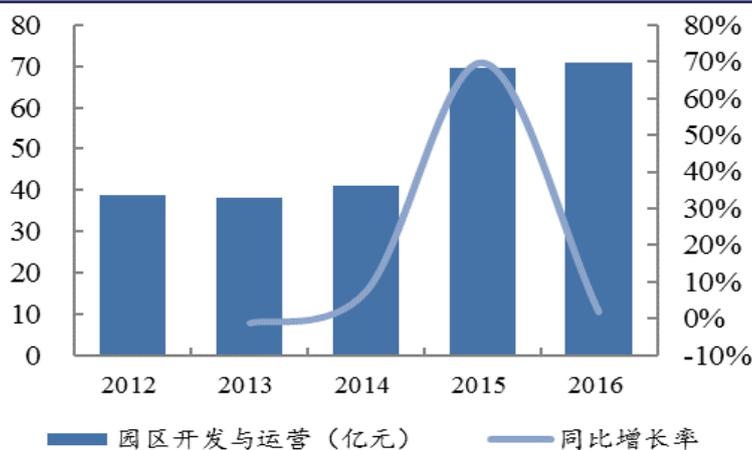
资料来源：公司公告、兴业证券研究所

## 2.4 顺应国家发展战略，园区业绩持续释放

产业园区的发展顺应国家重要发展战略。产业园区不仅是我国经济最优活力、最具潜力的经济增长点，也是实施改革创新驱动的试验田，更是国家“一带一路”发展战略的重要依托。自贸区建设被上升为国家战略，“一带一路”与自贸区建设是“一体两面，相互匹配”的关系，将共同构成我国对外开发的新格局。在这样的时代背景下，公司顺应大势，重点发展布局于广东自贸区的重要组成部分深圳前海蛇口，无异于再一次引领了时代的潮流。

公司园区板块收入增长较快，业绩将持续释放。近三年公司园区板块业务收入增长较快，2014-2016 年板块营业收入由 40 亿增长到 71 亿，复合增长率为 20%。截止 2016 年，园区开发与运营板块营业收入占比为 11%，仅为社区开发与经营板块收入的 1/8。2015-2016 年，公司园区业务板块的毛利率首次超过社区开发业务，2015 年园区业务板块毛利率为 53.56%，相较于 2014 年增长了 23.8 个百分点。随着“蛇口”成功模式的加速复制，预计到 2021 年，园区收入占比约提高到 40%，利润占比将提高至 25%。

图表 17、招商蛇口园区板块营业收入及增速（亿元，%）



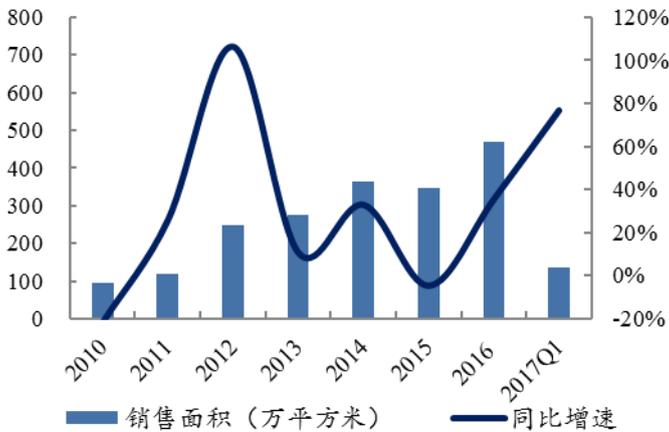
资料来源：Wind、兴业证券研究所

## 三、社区业务剑指千亿，精准布局加速拿地

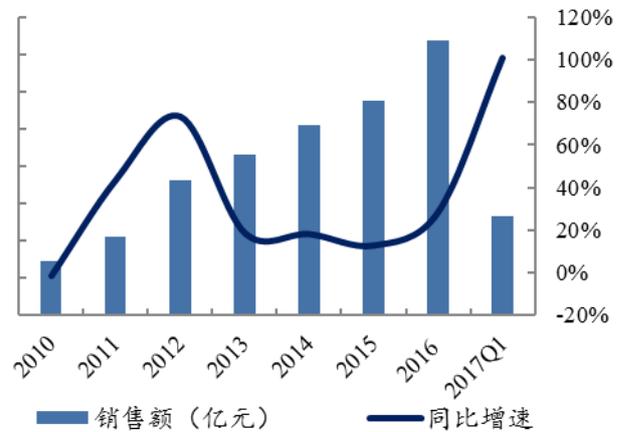
销售同比大幅增长，17 年销售剑指千亿。2016 年，招商蛇口社区业务板块，实现签约销售面积 471 万平方米，同比增长 36%，签约销售金额 739.34 亿元，同比分别增长 28.41%。根据克尔瑞研究的统计，招商蛇口 2016 年全年销售金额排在第 14 位，销售面积排在第 21 位。2017 年一季度，公司积极推盘，销售延续了上涨趋势，实现签约销售面积 137.28 万平方米，同比增加 76.77%，实现签约销售金额 265.11 亿元，同比增加 100.81%。公司销售收入贡献主要来自华南地区，2016 年包括深圳在内的华南地区营业收入占比为 41.57%。**2017 年，公司销售目标剑指千亿**，各季度分别占比 20%、21%、21%、28%。按照全年销售目标的制定，一季

度已超额完成 65 亿元。

图表 18、招商蛇口签约销售面积及增速



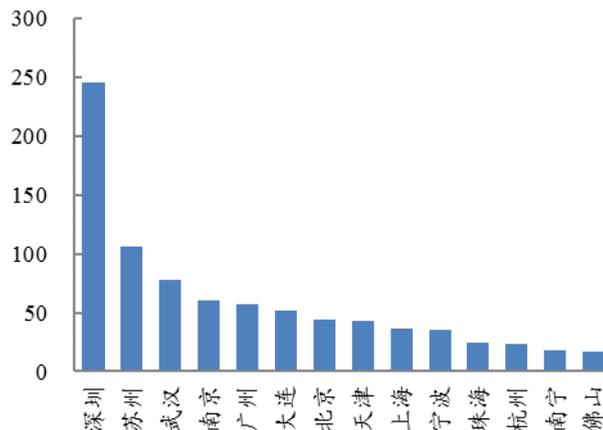
图表 19、招商蛇口签约销售金额及增速



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

**聚焦核心一二线城市，重点拓展战略重镇的土地储备。**2016 年公司新增 27 宗项目，计容建筑面积为 702 万平方米，其中权益面积为 431 万平方米。除佛山项目外，全部位于核心一二线城市，一线城市计容建筑面积占比高达 52%，二线城市占比为 48%。公司 2016 年加速拿地，拿地金额与全年签约销售额的比重为 113.9%。2017 年一季度以来，在热点城市调控升级，一线城市土地供应减少的情况下，公司虽然放缓了拿地速度，但拿地地区位布局均在一二线热点城市，一季度新增 4 个项目，计容建筑面积为 66.3 万平方米，其中一线城市北京、广州占比为 60%，二线城市南京、杭州占比为 40%。

图表 20、2016 及 2017Q1 新增项目城市分布 (万平方米)



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图表 21、2016 及 2017Q1 招商蛇口新增土储情况

序号	城市	项目名称	类别	权益比例 (%)	占地面积 (万平方米)	计容建筑面积 (万平方米)	地价 (亿元)
1	苏州	苏州吴江项目	住宅用地	30%	11.82	33.09	11.30

2	南京	南京鼓楼区热河南路客车厂地块项目	商住混合用地	100%	6.27	16.12	48.20
3	南宁	南宁市塘根路项目	住宅、批发零售用地	100%	3.24	7.14	1.24
4	北京	北京市昌平区南邵镇未来创意城项目0302-57	住宅混合公建用地	70%	8.93	17.87	31.95
5	北京	北京市昌平区南邵镇未来创意城项目0302-70	住宅混合公建用地	70%	8.37	16.75	30.00
6	广州	广州市中新知识城项目	二类居住用地	60%	17.90	26.32	6.50
7	杭州	杭州市铁路北站单元FG21-R21-23项目	住宅(设配套公建)用地	50%	4.04	10.09	13.75
8	杭州	杭州市铁路北站单元FG19-R21-21项目	住宅(设配套公建)用地	100%	3.62	9.04	13.80
9	宁波	宁波市东部新城核心区项目	城镇住宅、商务金融、批发零售、住宿餐饮用地	100%	15.71	35.03	40.88
10	苏州	苏州市吴江经济技术开发区项目WJ-J-2016-016	住宅用地	34%	6.67	16.67	14.60
11	苏州	苏州市吴江经济技术开发区项目WJ-J-2016-017	住宅用地	34%	6.64	16.60	14.55
12	天津	天津市海河教育园项目	住宅(设配套公建)用地	25%	15.02	20.28	9.02
13	武汉	武汉市青山滨江商务区项目	住宅、商服、公园与绿地	100%	14.34	78.03	43.56
14	深圳	深圳国际会展中心(一期)项目	会展、商业用地	50%	178.35	245.33	310.00
15	苏州	苏州市吴江区长安路西项目	城镇住宅用地	100%	5.28	10.56	9.04
16	上海	上海市浦东新区祝桥镇G10项目	住宅用地	33%	14.03	21.04	88.00
17	南宁	南宁市青秀区青环路项目	城镇住宅用地	100%	1.32	2.63	1.19
18	天津	天津静海团泊高尔夫项目	住宅用地	77%	18.49	22.19	7.25

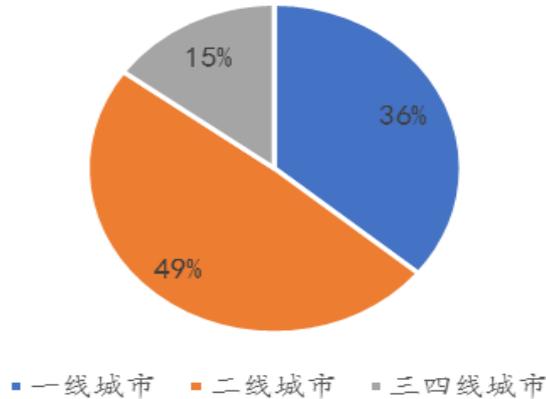
19	佛山	佛山市顺德区陈村金鋸项目	城镇住宅用地兼容批发零售用地、住宿餐饮用地、商务金融用地	100%	6.87	17.18	17.52
20	大连	大连市体育中心四期A区项目	城镇住宅、配套公建、商服用地	100%	9.40	33.80	7.46
21	大连	大连市体育中心B区项目	住宅、商服用地	100%	5.13	17.85	4.27
22	南京	南京 2016G60 青龙地铁小镇国二项目	城镇住宅用地、社区中心用地	33%	7.47	15.00	33.90
23	南京	南京 2016G87 浦口区左所东路项目	住宅用地	100%	4.48	8.00	10.20
24	南宁	南宁市高新区可心渠北侧项目	城镇住宅用地、批发零售用地	100%	2.00	8.00	3.33
25	上海	上海宝山邮轮母港项目	餐饮旅馆业用地, 商办用地, 港口码头用地	45%	4.69	15.87	8.01
26	珠海	珠海市斗门白蕉路项目	二类居住, 商业用地	100%	10.64	24.46	22.87
27	苏州	苏州市劳动路项目	批发零售、城镇住宅用地	30%	12.33	29.46	39.89
28	南京	南京秦淮区越城天地 G98 地块项目	居住用地, 商办混合用地	34%	19.93	21.73	98.10
29	北京	北京市朝阳区金盏 603 地块项目	其他类多功能用地	33%	4.62	9.23	22.50
30	广州	广州市增城章坡项目	居住用地	100%	8.64	31.20	43.50
31	杭州	杭州市半山田园 C2-05 地块项目	商业、商务用地	100%	2.07	4.13	2.92

数据来源: 公司公告、兴业证券研究所

**地产大周期向上, 总土储布局合理。**截止 2016 年末, 公司总土储为 1826 万平方米, 权益面积为 1291 万平方米, 一线、二线、三线土地储备占比分别为 36%、49%、15%。从结构上看, 招商蛇口土地储备结构优于大部分房企, 尤其一线城市占比最高, 一线与二线占比合计高达 85%。在利率市场化、金融自由化的背景下, 商业银行配置住房按揭, 为居民加杠杆是大趋势, 从而引导地产大周期向上。政府限购限贷是为了抑制部分城市的超预期增长, 其主要目的不是为了打压房地产,

而是使房地产形成长效稳定机制。我们认为核心一二线城市大周期仍将向上，招商蛇口在核心城市的大量优质土储将为公司发展打下坚实基础。

图表 22、招商蛇口土地储备城市分布



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图表 23、招商蛇口土地储备结构领先行业

公司简称	国内土地储备分条线占比		
	一线城市	二线城市	三四线城市
万科 A	9%	65%	26%
招商蛇口	35%	49%	16%
绿地控股	8%	52%	34%
保利地产	9%	59%	32%
金地集团	22%	64%	14%
金融街	36%	64%	0%
荣盛发展	0%	13%	87%
中天金融	0%	99%	1%
首开股份	29%	54%	17%

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

## 四、央企强强联手，加强资源禀赋

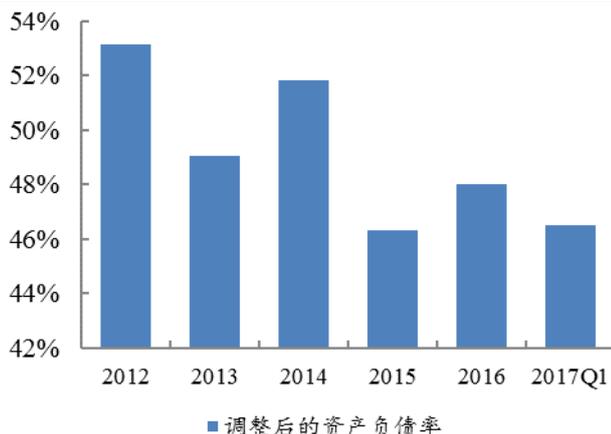
### 4.1 集团内部融资渠道广泛，融资成本较低

综合融资成本降低，拓宽融资渠道。园区开发板块业务不同于住宅类房地产，其周转周期较长，对资金的要求高。2016 年，公司综合资金成本约为 4.5%，比上年下降 0.39 个百分点，继续在行业内保持较大的资金成本优势。公司目前主要的融资方式为银行贷款，同时积极尝试新的融资方式，通过境外股权和债权融资、保险资金、信托贷款等多种融资方式的引入，持续降低融资成本，优化融资结构。直接与间接融资比例为 49:51。公司探索存量资产证券化的途径，有序盘活存量资

产，通过组建地产基金、REITs 等项目实现产融结合。

**资本结构不断优化。**公司近两年的资产负债率相较并购整合前有一定幅度的下降，2015 及 2016 年，扣除预收账款后的资产负债率分别为 46.53%和 48.03%，相较 2014 年的 51.84%分别下降了 5.49 和 3.81 个百分点。资本结构的优化有利于企业在保持财务状况稳健的基础上，全国布局扩张。

**图表 24、招商蛇口负债率呈下降趋势 (%)**



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

## 4.2 央企创新合作，拓展土地资源

**与央企创新合作，开启拓展土地资源新模式。**2017 年一季度以来，公司加强与央企之间的合作，通过增资扩股或注册成立平台公司的形式，对土地资源进行合作开发。大型钢铁企业去产能后留下闲置的土地资源，政府鼓励积极盘活资源，改变土地性质和用途。2016 年 2 月，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求用 5 年时间压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨，2017 年以来，全国钢铁共退出钢铁产能 3170 万吨，完成年度任务的 63.4%。**非地产行业国企无土地开发经验。**拥有土地资源的非地产行业国企，在开发土地、经营规划方面没有经验，与招商蛇口进行合作是不二之选。这样的创新合作可复制，开启了招商蛇口拓展土地资源的新模式。

**武钢集团土地储备丰富，与蛇口合作协同作用显著。**2017 年 3 月 15 日，招商蛇口与武钢集团、武汉市青山区国有资本投资运营控股集团有限公司三方合资设立地产投资平台公司“武汉钢铁集团资产经营有限责任公司”，增资后三方股权比例分别为 50%、34%、16%。未来将以武钢集团存量土地为合作基础，三方展开在社区开发与运营、园区开发与运营、物业与商业运营管理、产业对接等方向的合作。根据兴业钢铁有色团队对武钢的调研显示，**目前武钢集团土地储备丰富：1) 在武汉周边，武钢 10 多年前就在武汉阳逻地区买了 2000 多亩土地作为储备；2) 武钢目前占地 21 平方公里，折合大约 3 万多亩地；3) 集团在防城港也有较多土地储备。**未来招商蛇口将通过平台公司展开在社区开发与运营、园区开发与运营、

物业与商业运营管理、产业对接等方向的合作，公司开发、品牌、操盘能力强大，与武钢丰富的土地储备强强联合，将形成显著协同效应。

2017年4月26日，公司与昆钢共同出资设立合资公司，注册资本金为1亿元，其中昆钢出资3500万元，占比35%，公司出资6500万元，占比65%，双方同股同权。合资公司合作开发昆钢拥有的有关房地产开发项目和存量不动产，共计9个项目。

**图表 25、招商蛇口与昆钢合作项目**

项目性质	项目名称
昆钢拥有100%股权的项目公司所属项目	雨花国际项目、晋宁项目、石林江岸鑫城项目
昆钢拥有股权的项目公司，拟获取项目	凤凰御景二期、安宁太平龙旺瑞城二期、腾冲自在山居项目
土地使用权归昆钢，但土地性质用途需要改变	团山钢铁厂项目、凉亭轧钢厂项目、九号院项目

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

招商蛇口加强与央企之间的合作，通过增资扩股或注册成立平台公司的形式，对土地资源进行合作开发，相比于招拍挂模式，不仅降低了拿地成本，而且拓展了核心城市的优质土地资源。预计这样的创新模式在以后也将得到进一步复制。

## 五、盈利预测与估值过程

### 5.1 RNAV 估值法

重估净资产（RNAV）估值法，是对地产公司估值的常用方法，是以公司目前的净资产为基准，加上在建和待建的项目所产生的净利润折现到当前对公司净资产的增加值。

具体估值过程如下：

- 从2016年年报中，摘取公司所有在建和拟建项目的基本信息：总可供出售面积、累计已结算面积、项目总投资额和上年末销售单价。根据项目用途分为住宅和商业，根据项目的处置方式分为出租和出售。
- 对于出售类项目，则需根据项目的开工进度，估计后五年的结算比例，根据结算面积和结算均价，计算出结算收入，扣除结算成本后、主营业务税率、所得税、少数股东权益后，得到归属于母公司的净利润。
- 对于出租类项目，则需估计出租率，根据租赁面积、出租天数和租赁单价计算出年租赁收入，再根据租赁业务的净利率水平，估计年租赁净利润。
- 将出售类项目和出租类项目分别用加权平均资本成本进行贴现，再加上公司的账面净资产，最终得到RNAV。

**估值重要假设:**

- 假设一线、二线、三线城市的房价年均增幅分别为 2%、4%和 6%，项目销售单价根据所在城市周边区域的平均售价决定。
- 由于公司前海、太子湾片区的项目仍处于规划拟建阶段，在 RNAV 估值时，将前海、太子湾、蛇口分为商业项目和住宅项目，假设前海地区的容积率为 2.5，总建面中有 10%为住宅，20%为商业，商业项目中有 80%将用于出售，权益比例为 40%，住宅结算均价为 10 万元/平方米，商业结算均价为 8.5 万元/平方米；太子湾片区总建面积为 170 万平方米，假设住宅占比为 14%，商业占比为 30%，商业项目中有 80%将用于出售，权益比例为 100%，住宅结算均价为 12 万元/平方米，商业结算均价为 9 万元/平方米。假设前海、太子湾将在 2019 年开始结算，结算比例为 5%。

**估值结果:****图表 26、招商蛇口 RNAV 估值结果**

结果输出	净资产 (亿)	RNAV 增值 (住宅项目)	RNAV 增值 (自持商业物业)	RNAV 增值 (长期股权投资)	RNAV (全部)	每股 RNAV (全部)	总市值 /RNAV
	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元	元	%
	564.3	1274.6	177.9	0.0	2016.8	25.5	82%

数据来源：兴业证券研究所

**5.2 DCF 估值法****估值重要假设**

- 假设招商蛇口未来三年社区业务板块销售收入同比增长率分别为 38%、16%和 15%；结算比率维持在 90%~95%之间，得出社区业务板块营业收入同比增长为 19%、33%和 27%；未来三年园区业务板块营业收入同比增长率为 25%、21%和 21%；邮轮母港业务收入同比增长率为 6%、5%和 5%。
- 三大业务板块的毛利率在未来三年保持相对均衡，社区业务毛利率为 33%、28%和 25%；园区业务板块毛利率为 53%、52%和 49%；邮轮母港业务板块为 47.5%、41.5%和 35.4%，最终预测结果如附表所示。

**投资建议:** 招商蛇口在核心一二线城市，特别是前海蛇口自贸区内土地储备丰厚，未来成长空间广阔。我们测算公司每股 RNAV25.5 元，预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.42 和 1.50 元，对应 PE 分别为 13.9、13.2 倍，维持“买入”评级。

## 附表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	210952	266977	353935	410947
货币资金	45603	53481	74801	85279
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	227	271	356	420
其他应收款	32460	31130	43461	51788
存货	114187	159850	208235	240039
<b>非流动资产</b>	39780	37167	37204	37353
可供出售金融资产	98	98	98	98
长期股权投资	2952	2952	2952	2952
投资性房地产	25409	25409	25409	25409
固定资产	2624	2128	1503	814
在建工程	372	186	93	47
油气资产	0	0	0	0
无形资产	494	476	458	440
<b>资产总计</b>	250732	304145	391139	448301
<b>流动负债</b>	120788	156234	221888	256627
短期借款	4444	30522	84572	109211
应付票据	576	756	1307	1254
应付账款	18130	23064	29735	35339
其他	97638	101891	106274	110822
<b>非流动负债</b>	52118	56786	63913	69777
长期借款	38285	44371	50456	56542
其他	13833	12416	13457	13235
<b>负债合计</b>	172906	213020	285802	326404
股本	7904	7904	7904	7904
资本公积	19754	19754	19754	19754
未分配利润	25463	36820	47835	60921
少数股东权益	21395	23524	25924	28424
<b>股东权益合计</b>	77826	91125	105337	121897
<b>负债及权益合计</b>	250732	304145	391139	448301

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	9581	11195	11853	14092
折旧和摊销	799	830	865	882
资产减值准备	-474	164	190	125
无形资产摊销	145	147	147	147
公允价值变动损失	-57	-25	-41	-33
财务费用	1418	2487	4625	6594
投资损失	-4203	-3200	-2000	-2767
少数股东损益	2605	2129	2400	2500
营运资金的变动	8400	36459	54281	36582
<b>经营活动产生现金流量</b>	1008	-24935	-36121	-16326
<b>投资活动产生现金流量</b>	-9688	3066	1892	2633
<b>融资活动产生现金流量</b>	10788	29747	55549	24171
现金净变动	2109	7878	21320	10478
现金的期初余额	40644	45603	53481	74801
现金的期末余额	42752	53481	74801	85279

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	63573	75767	99783	117744
营业成本	41617	48410	64538	75693
营业税金及附加	6171	7682	9902	11811
销售费用	1160	1498	1922	2289
管理费用	1066	1477	1854	2223
财务费用	1418	2487	4625	6594
资产减值损失	-51	-51	-51	-51
公允价值变动	-57	-25	-41	-33
投资收益	4203	3200	2000	2767
<b>营业利润</b>	16338	17439	18952	21920
营业外收入	219	250	180	215
营业外支出	78	70	74	72
<b>利润总额</b>	16480	17619	19058	22063
所得税	4293	4295	4805	5471
净利润	12187	13324	14253	16592
少数股东损益	2605	2129	2400	2500
<b>归属母公司净利润</b>	9581	11195	11853	14092
<b>EPS(元)</b>	1.21	1.42	1.50	1.78

## 主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	29.2%	19.2%	31.7%	18.0%
营业利润增长率	62.9%	6.7%	8.7%	15.7%
净利润增长率	97.5%	16.8%	5.9%	18.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.5%	36.1%	35.3%	35.7%
净利率	15.1%	14.8%	11.9%	12.0%
ROE	17.0%	16.6%	14.9%	15.1%

偿债能力(%)	偿债能力			
资产负债率	69.0%	70.0%	73.1%	72.8%
流动比率	1.75	1.71	1.60	1.60
速动比率	0.80	0.68	0.65	0.66

## 营运能力

资产周转率	27.5%	27.3%	28.7%	28.1%
应收帐款周转率	343.80	284.76	297.67	283.46

## 每股资料(元)

每股收益	1.21	1.42	1.50	1.78
每股经营现金	-1.61	-3.15	-4.57	-2.07
每股净资产	7.14	8.55	10.05	11.83

## 估值比率(倍)

PE	12.1	10.4	9.8	8.2
PB	2.1	1.7	1.5	1.2

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimz@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。