

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

房地产开发 II

招商蛇口 (001979)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2018年12月28日

前海优质资源更加明确，将显著增厚公司价值

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980510120051

联系人： 陈曦

chenxi4@guosen.com.cn

事项：

2018年12月24日，公司发布《关于签署前海土地整备协议的公告》、《关于签署合资合作协议的公告》（以下简称“两个公告”），明确了公司前海片区土地的土地整备实施方式、补偿价值、土地使用权置换方案，以及前海土地后续合资合作的实施方案。

国信地产观点： 1) 前海土地整备取得阶段性进展，合资公司获 498 万方土地注入；2) 保守测算可增厚公司 NAV 约 298 亿元，对应提升 RNAVPS3.78 元/股；3) 前海建设正大力推进，公司有望受益发展红利；4) 投资建议：公司资源禀赋优异，且显著受益于粤港澳大湾区发展红利。预计 2018、2019 年 EPS 为 1.92、2.35 元，对应 PE 为 8.8、7.2X，维持“买入”评级。5) 风险：若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，或公司销售增长失速。

评论：

■ 前海土地整备取得阶段性进展，合资公司获 498 万方土地注入

2016年7月，公司控股的平台公司与前海管理局下属前海开发投资控股有限公司组建股权比例为 50:50 的合资公司——深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司，以推动前海蛇口自贸区的开发建设、加速前海土地整备。近日，前海土地整备终于取得阶段性进展：

一、土地整备方面，2016年已公告过：前海管理局收回前海土地整备范围内原 19 家持地公司原规划下的全部土地使用权，新规划条件下土地估值为 925.3 亿元，约定土地补偿价值约 432.1 亿元。之后前海管理局将向招商驰迪（公司控股子公司）置换价值等于上述补偿价值的新规划下的土地使用权；

表 1：补偿价值计算过程

序号	项目	金额（亿元）
①	深圳市房地产评估和发展研究中心出具的原规划条件下的评估价值	118.1
②	深圳市同致诚土地房地产估价顾问有限公司出具的原规划条件下的评估价值	142.0
③	原规划条件下的补偿价值((①+②)/2)	130.0
④	新规划条件下（不含 55%港区部分）评估价值	925.3
⑤	土地增值收益(④-③)	795.3
⑥	5%政策性刚性支出(⑤*5%)	39.8
⑦	新规划条件下 40%补偿价值 ((③-⑥)*40%)	302.2
⑧	铲湾渠水廊道、港城二街土地整备项目租金损失补偿	0.15
⑨	总补偿价值(⑦+⑧)	432.1

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

二、合资合作方面，公司控股的平台公司与前海管理局下属公司将各自获得的合资合作范围内新规划下的经营性用地注入合资公司；未来土地增值部分按 4:6 分配，公司通过现金对价补足与前海实现 50%：50%的股权比例；

合资公司获注入土地中：公司置换用地面积约 42.53 万平方米，总建筑面积约 212.9 万平方米；前海管理局作价出资用地约 50.14 万平米，建筑面积约为 284.86 万平方米；**合计用地面积约 92.67 万平米，总建筑面积约 497.76 万平米。**

■ 预计可增厚公司 NAV 达 298 亿元

据公司公告显示，合资公司的经营性用地中将包括代建项目：①总部与产业用房——总建筑面积约 59.67 万平方米；②人才住房——总建筑面积约 60 万平方米；总计建筑面积约 120 万平方米。

剔除以上代建项目，合资公司剩余未来可售建筑面积最大可达 378 万平方米——以住宅占比 10%保守估计，可售住宅建筑面积约 37.8 万平方米，可售综合商业建筑面积约 340.2 万平方米；结合地块周边目前在售的住宅及商业价格，保守估计项目总可售货值达 3700 亿元，公司权益可售货值达 1850 亿元，可增厚公司 NAV 约 298 亿元，对应提升 RNAVPS3.78 元/股。

■ 前海建设正大力推进，公司有望受益发展红利

时值改革开放 40 周年，前海片区发展建设有望大力推进：

一、2018 年 10 月，总书记前往广东自由贸易试验区深圳前海蛇口片区，实地察看前海开发情况并指出“深圳要扎实推进前海建设，拿出更多务实创新的改革举措，探索更多可复制可推广的经验，深化深港合作，相互借助、相得益彰，在共建“一带一路”、推进粤港澳大湾区建设、高水平参与国际合作方面发挥更大作用。”

二、2018 年 11 月，深圳市人民政府正式批复《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》。

此次《土地整备协议》及《合资合作协议》的正式达成标志着前海深港合作区、前海蛇口自贸区开发的又一大进展，同时也进一步明确了公司在前海区域的土地权益，为公司的估值提升提供了有力依据，预计公司未来将继续受益于前海片区发展红利。

■ 投资建议：公司资源禀赋优异，维持“买入”评级

近日“两个公告”的签署使得公司在前海的优质资源更加明确，预计可增厚 RNAVPS3.78 元/股。公司资源禀赋优异，且显著受益于粤港澳大湾区发展红利。预计 2018、2019 年 EPS 为 1.92、2.35 元，对应 PE 为 8.8、7.2X，维持“买入”评级。

■ 风险

若房地产行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，或公司销售增长失速。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	45278	68684	71574	74635
应收款项	62518	48167	60932	74763
存货净额	164233	172894	186651	203719
其他流动资产	13449	27265	34490	42319
流动资产合计	286585	317010	353647	395436
固定资产	3059	2747	2444	2142
无形资产及其他	465	447	428	410
投资性房地产	34247	34247	34247	34247
长期股权投资	8264	8264	8264	8264
资产总计	332621	362715	399029	440499
短期借款及交易性金融负债	30381	41370	42277	43218
应付款项	22954	26298	33298	40885
其他流动负债	113975	115345	123912	130408
流动负债合计	167310	183014	199487	214511
长期借款及应付债券	69094	70418	72005	73703
其他长期负债	3434	3434	3434	3434
长期负债合计	72529	73853	75440	77138
负债合计	239838	256866	274926	291649
少数股东权益	24415	26846	30242	34846
股东权益	68368	79003	93861	114004
负债和股东权益总计	332621	362715	399029	440499

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.55	1.92	2.35	2.83
每股红利	1.10	0.58	0.47	0.28
每股净资产	8.65	10.00	11.87	14.42
ROIC	9%	9%	10%	11%
ROE	18%	19%	20%	20%
毛利率	38%	38%	38%	38%
EBIT Margin	25%	25%	25%	25%
EBITDA Margin	26%	26%	26%	26%
收入增长	19%	25%	27%	23%
净利润增长率	28%	24%	22%	21%
资产负债率	79%	78%	76%	74%
息率	6.4%	3.4%	2.7%	1.7%
P/E	11.1	8.8	7.2	6.0
P/B	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	18.9	16.2	13.5	11.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	75455	94017	118931	145928
营业成本	47039	58290	73737	90476
营业税金及附加	6673	8461	10704	13134
销售费用	1468	1880	2379	2919
管理费用	1282	1617	2040	2499
财务费用	836	820	858	893
投资收益	2910	2869	2347	2023
资产减值及公允价值变动	(345)	0	0	0
其他收入	30	0	0	0
营业利润	20752	25817	31560	38032
营业外净收支	(18)	0	0	0
利润总额	20734	25817	31560	38032
所得税费用	5725	7151	8742	10535
少数股东损益	2789	3473	4245	5116
归属于母公司净利润	12220	15193	18572	22381

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	12220	15193	18572	22381
资产减值准备的增加(减少)	383	(12)	(29)	(34)
折旧摊销	820	343	351	354
公允价值变动损失	345	0	0	0
财务费用	836	820	858	893
营运资本变动	(47974)	(3423)	(18210)	(24679)
其它	431	2443	3426	4638
经营活动现金流	(33774)	14543	4110	2660
资本开支	(901)	0	0	0
其它投资现金流	(1108)	1108	0	0
投资活动现金流	(7321)	1108	0	0
权益性融资	5145	0	0	0
负债净变化	22411	1324	1587	1698
支付股利、利息	(8656)	(4558)	(3714)	(2238)
其它融资现金流	8114	10989	907	941
融资活动现金流	40770	7755	(1220)	401
现金净变动	(325)	23406	2890	3061
货币资金的期初余额	45603	45278	68684	71574
货币资金的期末余额	45278	68684	71574	74635
企业自由现金流	(34306)	14103	3883	2355
权益自由现金流	(3780)	25824	5757	4348

相关研究报告

- 《招商蛇口-001979-2018 年中报点评: 业绩增长显著, 维持“买入”评级》 ——2018-08-22
- 《招商蛇口-001979-2017 年报点评: 再创辉煌》 ——2018-03-27
- 《招商蛇口-001979-业绩快报点评: 业绩超预期、增长质量高, 维持“买入”评级》 ——2018-01-17
- 《招商蛇口-001979-2016 年年报点评: 整合元年, “蛇口模式”启航》 ——2017-03-29
- 《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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032