

招商地产 (000024)

高溢价换股彰显信心，蛇口自贸区龙头冉冉升起

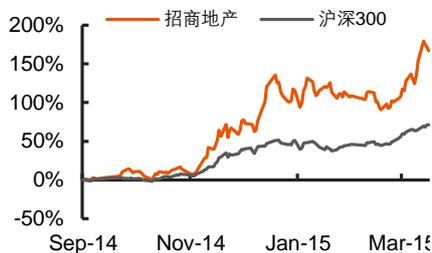
强烈推荐 (维持)

现价: 31.64 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.cmpd.cn
大股东/持股	招商局蛇口工业区有限公司 /40.38%
实际控制人/持股	国资委/51.89%
总股本(百万股)	2,576
流通 A 股(百万股)	1,026
流通 B/H 股(百万股)	212
总市值 (亿元)	815.03
流通 A 股市值(亿元)	324.76
每股净资产(元)	12.72
资产负债率(%)	71.90

行情走势图



相关研究报告

《招商地产*000024*资产减值影响业绩表现》
2015-03-10

证券分析师

王琳 投资咨询资格编号
S1060513090001
010-59730724
WANGLIN170@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 招商局蛇口控股拟发行 A 股股份换股吸收合并招商地产，并向包括员工持股计划在内的 10 名特定投资者募集资金不超过 150 亿元，发行价 23.6 元。公司暂不复牌。

平安观点:

- **高溢价换股及增持承诺，彰显信心。**根据方案，招商局蛇口将以发行 A 股形式吸收合并招商地产，其中招商地产 A 股换股价为 38.1 元/股（除息后 37.78 元），较停牌前 120 日均价溢价 73.81%，较停牌前价格亦溢价 20.4%。同时给予 24.11 元/股的现金选择权（除息后 23.79 元/股）。此外招商局蛇口控股承诺上市后 3 个交易日内任意交易日 A 股收盘价低于换股发行价（相当于目前招商地产股价低于 38.1 元），将累计投入不超过 30 亿的资金用于增持。大股东高溢价换股及增持承诺，体现出其对未来发展前景的信心。
- **“整体上市+引入战投+员工持股”，央企改革先行一步。**招商局蛇口拟以 23.6 元/股（相当于招商地产 38.1 元的股价）向包括员工持股计划在内的 10 名特定投资者募集资金，“大股东整体上市+引入战投+员工持股”，招商地产在央企改革中先行一步。引入国开金融等战投，有助于进一步优化公司股权结构，同时覆盖不超过 2585 名核心员工的持股计划，亦利于绑定员工及公司的利益。此外定增价较招地停牌前价格溢价 20.4%，战投及公司员工高溢价参与定增，亦以实际行动表明对公司发展前景的认可。
- **业绩承诺高增长，深圳优质土地快速补充。**根据公司测算，预计招商局蛇口 2015-2017 年扣非后净利润分别为 62.4 亿、85.9 亿和 103.0 亿，2016 年、2017 年增速分别达到 37.7%和 19.9%，均明显高于行业平均增速，同时招商局集团承诺将对实际盈利数与预测净利润差额进行补偿，体现集团对未来盈利前景的信心。招商局蛇口拥有土地储备 388.2 万平，其中 90%位于深圳，深圳优质土地快速补充。加上招商地产拥有的 1265 万土地，招商局蛇口总土地储备超过 1653 万平米。

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	32568	43385	57702	76320
YoY(%)	28.7	33.2	33.0	32.3
净利润(百万元)	4190	4264	5083	6170
YoY(%)	26.3	1.7	19.2	21.4
毛利率(%)	41.5	37.3	35.5	35.3
净利率(%)	12.9	9.8	8.8	8.1
ROE(%)	15.7	13.7	13.1	13.8
EPS(摊薄/元)	1.63	1.66	1.97	2.40
P/E(倍)	18.4	18.1	15.1	12.2
P/B(倍)	3.0	2.6	2.1	1.8

- **蛇口自贸区龙头冉冉升起，打造“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”。**招商局蛇口旗下 388.2 万平土地，其中 80%位于蛇口和前海，换股完成后有望成为蛇口自贸区最大地主，将显著受益自贸区和一路一带建设。未来新公司有望借助其前海蛇口自贸区的核心资源，围绕社区运营、园区运营、邮轮轮船三大产业，打造成“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”。
- **维持“强烈推荐”评级。**考虑到本方案仍需要监管当局批准，我们暂维持招商地产原有盈利预测不变，预计 2015-2016 年 EPS 分别为 1.97 元、2.4 元，对应 PE 分别为 15.1 倍和 12.2 倍。大股东高溢价换股、战投及公司员工高溢价参与定增，均体现对新公司未来发展前景的信心，公司换股合并后，将成为蛇口自贸区最大地主，将直接受益自贸区建设带来的政策红利，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**换股吸收合并失败的风险。

图表1 招商局蛇口换股方案

方案	招商地产 A 股	招商地产 B 股
换股方案	换股基准价 38.1 元/股 (除息后为 37.78 元/股), 较停牌前价格溢价 20.4%。折算比例为 1: 1.6008	换股基准价 28.99 元/股 (除息后为 28.67 元/股), 较停牌前价格溢价 63.5%。折算比例为 1: 1.2148
现金选择权	24.11 元/股 (除息后为 23.79 元/股)	19.87 港元/股 (除息后为 19.46 港元/股)

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表2 招商局蛇口定增主要参与方

序号	募集配套资金认购对象	发行价格 (元/股)	认购金额 (亿元)	认购数量 (万股)
1	工银瑞投拟设立及管理的资产管理计划	23.60	15.00 (注)	6,355.93
2	国开金融	23.60	15.00	6,355.93
3	华侨城	23.60	15.00	6,355.93
4	奇点投资拟设立及管理的有限合伙企业	23.60	15.00	6,355.93
5	易方达投资拟设立及管理的契约式基金	23.60	15.00	6,355.93
6	兴业财富拟设立及管理的资产管理计划	23.60	15.00	6,355.93
7	鼎晖百孚拟设立及管理的有限合伙企业	23.60	10.00	4,237.29
8	致远励新拟设立及管理的有限合伙企业	23.60	20.00	8,474.58
9	博时资本拟设立及管理的资产管理计划 A 及资产管理计划 B	23.60	20.00	8,474.58
10	员工持股计划	23.60	不超过 10.00	不超过 4,237.29
	合计		不超过 150	不超过 63,559.32

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 招商局蛇口换股前后股权结构的变化

股东名称	本次交易前		募集资金前		募集资金后	
	数量 (万股)	比例	数量 (万股)	比例	数量 (万股)	比例
招商局集团及关联方	550,000.00	100%	550,000.00	74.31%	550,000.00	68.43%
原招商地产中小股东	-	-	190,179.76	25.69%	190,179.76	23.66%
10 名特定对象	-	-	-	-	63,559.32	7.91%
总股本	550,000.00	100%	740,179.76	100%	803,739.08	100%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 招商局蛇口换股员工持股计划参与对象

持有人	人数	出资金额（万元）	出资金额占本次员工持股计划的比例（%）
参与员工持股计划的董事、监事及高级管理人员	合计共 20 人	5,178.80	5.18
核心骨干	合计不超过 2,565 人	不超过 94,821.20	94.82
合计		不超过 100,000.00	100.00

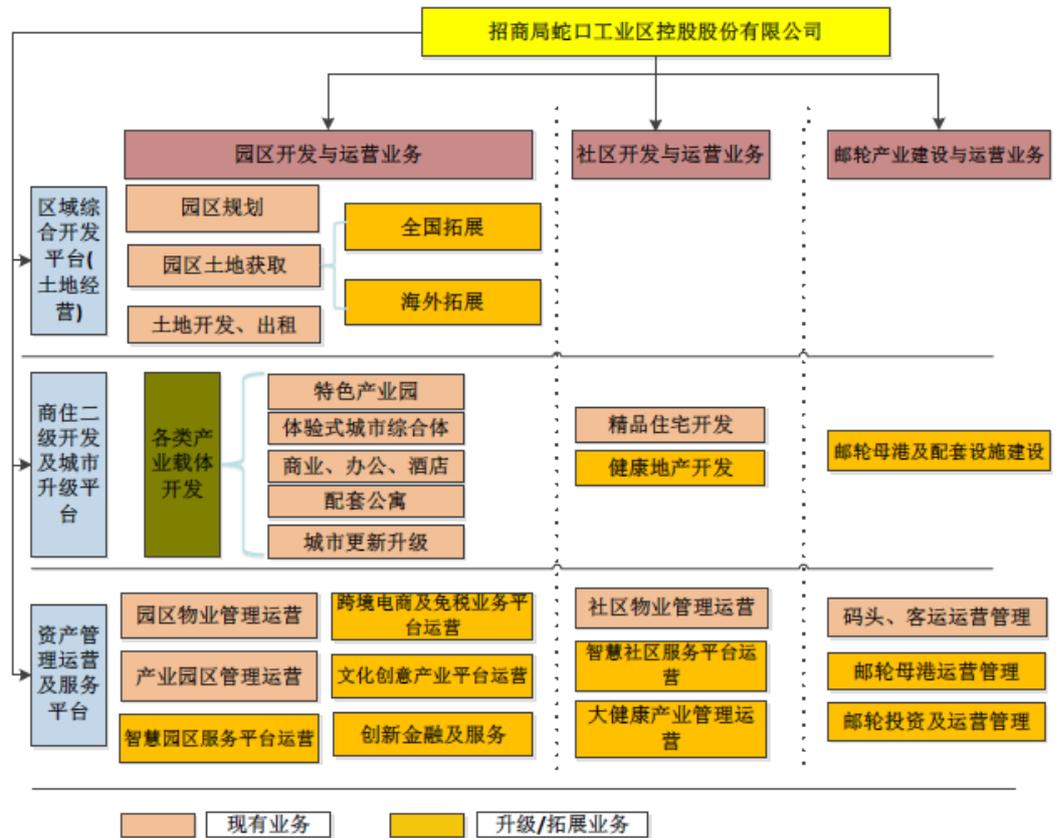
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表5 招商局蛇口业绩测算

公司名称	项目	2014 年		2015 年 预测	2016 年 预测	2017 年 预测
		合并前	合并后	合并后	合并后	合并后
招商局蛇口控股	归属于母公司基本每股收益（元/股）	0.58	0.71	0.90	1.13	1.38
招商地产 ^注	归属于母公司基本每股收益（元/股）	1.66	1.14	1.45	1.82	2.21
公司名称	项目	2014 年		2015 年 预测	2016 年 预测	2017 年 预测
		合并前	合并后	合并后	合并后	合并后
招商局蛇口控股	扣非后归属于母公司基本每股收益（元/股）	0.53	0.68	0.84	1.16	1.39
招商地产 ^注	扣非后归属于母公司基本每股收益（元/股）	1.71	1.08	1.35	1.86	2.23

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表6 招商局蛇口未来主营业务定位



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	122852	140251	170048	213429
现金	24240	22983	17311	22896
应收账款	77	57	217	277
其他应收款	13684	16421	19705	23646
预付账款	2816	3619	2816	2816
存货	78477	101019	126445	160241
其他流动资产	3558	-3848	3554	3554
非流动资产	11188	11442	13143	14098
长期投资	1653	1906	2364	2600
固定资产	2038	2717	3412	4080
无形资产	542	512	542	542
其他非流动资产	6954	6307	6825	6875
资产总计	134040	151692	183191	227528
流动负债	74835	80114	101083	133141
短期借款	4250	3887	4162	6848
应付账款	12011	15213	12976	14273
其他流动负债	58574	61014	83945	112020
非流动负债	20288	27831	27400	29900
长期借款	17052	24667	27167	29667
其他非流动负债	3236	3165	234	233
负债合计	95123	107946	128483	163041
少数股东权益	12192	12652	15212	19201
股本	1717	2576	2576	2576
资本公积	8447	8530	7588	7588
留存收益	16482	23989	28714	34504
归属母公司股东权益	26726	31094	38878	44668
负债和股东权益	134040	151692	183191	227528

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	496	-6447	1640	2542
净利润	5508	5510	7643	10158
折旧摊销	142	244	323	406
财务费用	614	819	592	529
投资损失	-569	-325	-59	-65
营运资金变动	-5716	-19926	-7207	-8412
其他经营现金流	516	7231	347	-74
投资活动现金流	-747	-79	-1637	-1233
资本支出	324	830	949	1019
长期投资	-34	38	673	236
其他投资现金流	-457	789	-14	22
筹资活动现金流	6234	5225	-1266	4276
短期借款	2145	-363	275	2687
长期借款	2674	7615	2500	2500
普通股增加	0	859	0	0
资本公积增加	60	83	-941	0
其他筹资现金流	1355	-2968	-3099	-910
现金净增加额	6017	-1301	-1263	5585

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	32568	43385	57702	76320
营业成本	19045	27189	37218	49379
营业税金及附加	4578	5418	7291	9644
营业费用	771	888	1317	1742
管理费用	556	547	933	1234
财务费用	614	819	592	529
资产减值损失	-354	541	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	569	325	59	65
营业利润	7927	8308	10410	13856
营业外收入	69	67	69	69
营业外支出	29	49	10	10
利润总额	7967	8326	10470	13915
所得税	2459	2816	2827	3757
净利润	5508	5510	7643	10158
少数股东损益	1306	1246	2560	3989
归属母公司净利润	4190	4264	5083	6170
EBITDA	8684	9371	11325	14791
EPS (元)	1.63	1.66	1.97	2.40

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	28.7	33.2	33.0	32.3
营业利润(%)	27.2	4.8	25.3	33.1
归属于母公司净利润(%)	26.3	1.7	19.2	21.4
获利能力				
毛利率(%)	41.5	37.3	35.5	35.3
净利率(%)	12.9	9.8	8.8	8.1
ROE(%)	15.7	13.7	13.1	13.8
ROIC(%)	15.6	11.4	12.1	14.0
偿债能力				
资产负债率(%)	71.0	71.2	70.4	71.9
净负债比率(%)	8.7	26.4	37.0	30.7
流动比率	1.64	1.75	1.68	1.60
速动比率	0.59	0.49	0.43	0.40
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.30	0.34	0.37
应收账款周转率	243	540	350	257
应付账款周转率	1.60	2.00	2.64	3.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.63	1.66	1.97	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	-2.50	0.64	0.99
每股净资产(最新摊薄)	10.38	12.07	15.09	17.34
估值比率				
P/E	18.4	18.1	15.1	12.2
P/B	3.0	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	8	8	6	5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033