



证券研究报告·上市公司深度

房地产

# 百年巨擘再启航

## 直挂云帆济沧海

### 招商地产 (000024)

**招商局蛇口控股：秉承历史荣耀的百年老店：**9月17日晚公司披露吸收合并方案，换股完成后，招商地产 A、B 退市，同时吸收合并至招商局蛇口控股。招商局蛇口控股将实现整体上市，立足自贸区及园区开发运营、邮轮产业建设与运营、社区开发与运营三大业务，向中国卓越的城市综合开发和运营服务商迈进。

**把握深圳自贸区，为破局而生：**作为深圳前海蛇口自贸区唯一上市开发主体，招商局蛇口控股未来发展将紧密围绕深圳自贸区展开，目前已布局太子湾自贸启动区一期等项目，将充分受益于资源重估，另外我们也期待在自贸区投资过程中，引入香港企业共同开发，为加速推进自贸区开发助力。园区运作方面，公司拥有深厚底蕴，目前在全国深度参与 8 个复合产业园项目，建筑面积超过 324 万平米，并且正在加大重庆、东莞、南宁、天津等区域的模式复制，充裕持有型物业未来存在证券化机遇。

**邮轮产业方兴未艾，全国布局进行时：**我国邮轮产业增长迅速，渗透率低，未来空间巨大。公司旗下目前运作太子湾邮轮母港、海上世界综合体等项目，充分受益邮轮经济，与嘉年华集团的合作深化集团业务内涵。异地扩张方面，公司已经启动青岛、厦门及天津邮轮母港建设，未来将结合集团布局优势，向全国推广复制。

**社区运营根基扎实，布局大健康领域：**公司近年传统地产业务提速优化，一二线占比约 7 成，实现均衡配置，周转效率以及费用控制的改善幅度在龙头企业排名前列。同时公司在产品端思考大健康产业布局，未来将集中在养老服务、度假养生、健康管理三大产品，目前已经和法国第四大医疗养老机构高利泽展开合作。

**强资源匹配，产业大协同：**今年集团董事长李建红明确要求深入推进“三产一科创”的重大项目，公司去年来先后和招商局资本、招商银行、清华启迪、中外运等展开合作，实现大招商旗下资源的盘活和有效利用，同时下半年推出首家房地产移动互联网 5S 店，实现全方位的客户资源整合，为地产平台的快速发展建立强大基础。

**估值及盈利预测：**综合考虑到当前方案仍在推进中，仍存在不确定性，我们暂时不调整原有盈利预测模型，预计公司 15-16 年 EPS 分别为 1.93、2.33 元，维持“买入”评级。

#### 预测和比率

	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入 (百万)	43,385	47,890	54,148	62,504
净利润 (百万)	4,263.6	4,968.4	6,002.4	7,165.3
净利润增长率	1.5%	16.5%	20.8%	19.4%
EPS (元)	1.66	1.93	2.33	2.78
P/E	19.3	16.6	13.7	11.5

维持

买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号：S1440512030001

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

发布日期：2015 年 9 月 21 日

当前股价：31.96 元

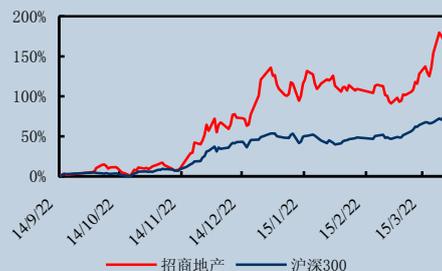
目标价格 6 个月：42 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0/21.85	0/33.79	164.79/137.51
12 月最高/最低价 (元)			36.38/11.85
总股本 (万股)			257595.08
流通 A 股 (万股)			102641.64
总市值 (亿元)			823.27
流通市值 (亿元)			328.04
近 3 月日均成交量 (万)			0.00
主要股东			
招商局蛇口			40.38%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

15.08.25 百年巨擘 王者归来

15.04.30 无与伦比的禀赋优势

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



## 目录

招商局蛇口控股：秉承历史荣耀的百年老店 .....	1
从源起百年的招商局谈起 .....	1
招商地产回顾——辉煌过去 .....	3
整体上市，实现崭新的未来 .....	5
把握深圳自贸区，为破局而生 .....	7
什么是前海蛇口自贸区？ .....	7
前海蛇口自贸区有哪些优势？ .....	8
打造产业集聚新高地 .....	13
与自贸区共成长 尽享资源红利 .....	16
政企合作，尽享自贸区资源红利+储备溢价 .....	16
特色产业园区积极创新，向外复制 .....	20
邮轮产业方兴未艾，全国布局进行时 .....	24
邮轮母港经济优先受益者 .....	24
受益邮轮母港经济，打造招商新名片 .....	26
与国际品牌合作共赢 .....	29
“城市客厅”向外复制进行时 .....	30
社区运营根基扎实，布局大健康领域 .....	33
传统业务内外兼修，稳中提速 .....	33
积极布局大健康领域 .....	36
强资源匹配，产业大协同 .....	37
产融结合构筑资源协同 .....	37
产网结合，拥抱互联网 .....	40
估值及盈利预测 .....	42
吸收合并后公司估值的思考 .....	42
大股东增持承诺+员工持股协力护航 .....	44
维持“买入”评级 .....	44

## 图表

图表 1：招商局股票 .....	1
图表 2：招商局航线图 .....	1
图表 3：积余产业印章 .....	2
图表 4：招商局旗下上海物业 .....	2
图表 5：招商局历史沿革 .....	2
图表 6：招商局集团旗下产业架构 .....	3
图表 7：招商局管理总资产和总资产 .....	3
图表 8：招商局营业收入和净利润 .....	3
图表 9：公司历次资产置换 .....	4
图表 10：销售面积和销售金额 .....	4
图表 11：新增土地储备及业务分部城市数量 .....	4



图表 12: 公司资本市场历次融资 .....	5
图表 13: 招商局蛇口控股吸收合并方案.....	5
图表 14: 商品房销售弹性正在放缓 .....	6
图表 15: 成长型企业的光环正在消退 .....	6
图表 16: 房地产行业历年 TOP5, 龙头地位趋于稳固 .....	6
图表 17: 合并完成后的招商局蛇口主营业务.....	6
图表 18: 前海蛇口自贸区历史沿革 .....	7
图表 19: 前海蛇口功能区区分 .....	8
图表 20: 前海蛇口自贸区“三区叠加”优势.....	9
图表 21: 推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动.....	9
图表 22: 我国一带一路规划 .....	10
图表 23: 前海蛇口自贸区与上海自贸区比较.....	10
图表 24: 前海金融创新政策完整一览 .....	11
图表 25: 前海和上海自贸区入驻企业比较 (2014 年) .....	12
图表 26: 前海合作区入驻企业结构 .....	12
图表 27: 前海自贸区 7 月末入驻企业数量.....	12
图表 28: 前海合作区入驻金融企业占比.....	12
图表 29: 前海深港合作工作方案 .....	13
图表 30: 前海自贸区 7 月末注册港企数量.....	13
图表 31: 前海合作区入驻企业平均注册资本.....	13
图表 32: 前海跨境电商区位优势 .....	14
图表 33: 前海华润 E 万家.....	14
图表 34: 前海要素交易平台 .....	15
图表 35: 前海融资租赁发展规划 .....	15
图表 36: 招商局积极融入参与自贸区建设发展.....	16
图表 37: 招商局“打造一个门户、搭建 3+N 个平台、实现四个突破”战略.....	16
图表 38: 招商局旗下自贸区重大建设项目.....	17
图表 39: 招商局蛇口控股在建拟建自贸区重大建设项目.....	18
图表 40: 上海外高桥新房量价走势 .....	19
图表 41: 前海蛇口新房价格走势 .....	19
图表 42: 蛇口前海房价变化 .....	19
图表 43: 招商地产和香港房企合作一览.....	19
图表 44: 蛇口工业园规划及孵化成果 .....	20
图表 45: 蛇口工业园发展历程 .....	20
图表 46: 蛇口网谷格局 .....	21
图表 47: 蛇口网谷入驻企业结构 .....	21
图表 48: 广东省委书记汪洋率队到蛇口工业区视察调研.....	21
图表 49: 招商局改造后的蛇口网谷产值提升.....	21
图表 50: 招商地产旗下特色产业园区项目整理.....	22
图表 51: 公司历年累计投资型物业规模.....	23
图表 52: 公司近年出租物业经营收入及同比.....	23



图表 53: 公司投资型物业结构 .....	23
图表 54: 公司投资型物业出租率 .....	23
图表 55: 近年国内类 REITs 产品 .....	23
图表 56: 邮轮经济相关产业链 .....	24
图表 57: 2012 年全球主要港口邮轮游客量.....	24
图表 58: 全球主要邮轮母港一览 .....	24
图表 59: 新加坡历年入境游客数量 .....	25
图表 60: 新加坡历年邮轮游客数量及国际邮轮数量.....	25
图表 61: 新加坡旅游贡献收入结构 .....	25
图表 62: 新加坡旅游收入 .....	25
图表 63: 中国大陆邮轮运营航次和出入境游客量.....	26
图表 64: 中国港口接待国际邮轮出入境旅客统计.....	26
图表 65: 主要国家邮轮渗透率 .....	26
图表 66: 全球邮轮市场份额 .....	26
图表 67: 太子湾邮轮母港综合体布局 .....	27
图表 68: 太子湾邮轮母港综合体 .....	27
图表 69: 太子湾邮轮母港推进进展 .....	27
图表 70: 海上世界广场业态 .....	28
图表 71: 海上世界广场业态 .....	28
图表 72: 海上世界双玺花园 .....	28
图表 73: 海上世界伍兹公寓 .....	28
图表 74: 招商地产海上世界土地储备获取情况.....	28
图表 75: 海上世界项目逐年进入收获期.....	29
图表 76: 嘉年华旗下品牌及邮轮数量 .....	30
图表 77: 嘉年华旗下港口布局 .....	30
图表 78: 招商局与 V&A 签约.....	30
图表 79: 英国国立维多利亚和艾尔伯特博物馆规划.....	30
图表 81: 厦门邮轮母港 .....	31
图表 82: 青岛邮轮母港 .....	31
图表 83: 招商局旗下港口资源整合 .....	31
图表 84: 公司历年年报关键词 .....	33
图表 85: 拿地建筑面积及总地价 .....	34
图表 86: 拿地金额占销售金额比重 .....	34
图表 87: 历年拿地区域结构变化 .....	34
图表 88: 土地储备区域结构 .....	34
图表 89: 招商地产进入城市变化 .....	34
图表 90: 一线房企存货周转率 .....	35
图表 91: 一线房企存货周转率改善幅度.....	35
图表 92: 一线房企销售管理费用率 .....	35
图表 93: 一线房企费用率改善幅度 .....	35
图表 94: 净负债率及短债压力 .....	36



图表 95: 公司资产负债率及综合融资成本.....	36
图表 96: 公司融资成本比较 .....	36
图表 97: 公司近年资本市场融资情况 .....	36
图表 98: 公司旗下健康地产架构 .....	37
图表 99: 公司战略布局 .....	37
图表 100: 公司产融结合的新模式 .....	38
图表 101: 招商地产和招商银行合作模式 .....	39
图表 104: 中外运海外布局 .....	40
图表 105: 中外运国内布局 .....	40
图表 106: 公司产网融合进展 .....	41
图表 107: 公司分业务收入增速 .....	42
图表 108: 公司分业务收入占比 .....	42
图表 109: 公司综合毛利率预计 .....	42
图表 110: 公司分业务毛利率变化.....	42
图表 111: 公司 NAV 测算.....	43
图表 112: 公司与可比公司 2015 年预测市盈率比较（未考虑配套发行） .....	44
图表 113: 员工持股计划出资情况.....	44



## 招商局蛇口控股：秉承历史荣耀的百年老店

### 从源起百年的招商局谈起

百年民族企业，喜看硕果仅存。

——朱镕基

招商局自 1872 年在动荡的大时代开局，本着“顺商情而张国体”的目标，开启民族复兴之路，140 余年来，招商局组建了历史上第一家航运企业——轮船招商局；第一家银行——通商银行；第一家保险公司——保险招商局；第一家煤矿——开平矿务局；第一家纺织厂——上海机器织布局；第一条铁路……。在 1914 年，招商局设立“积余产业”，专门管理和统一运营房地产业务，这也是中国最早出现的、有案可查的房地产公司之一。

图表 1：招商局股票



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

图表 2：招商局航线图



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

回顾历史，招商局开创了中国近代民族航运业和其它许多近代经济领域，并且在企业组织、管理上均突破了旧制，是我国改革开放事业的探路者、引领者，招商局跨越三个世纪的发展渗透着中国近现代社会经济的发展演变，是近代中国社会发展的一个缩影。



图表 3： 积余产业印章



资料来源： 公司网站， 中信建投证券研究发展部

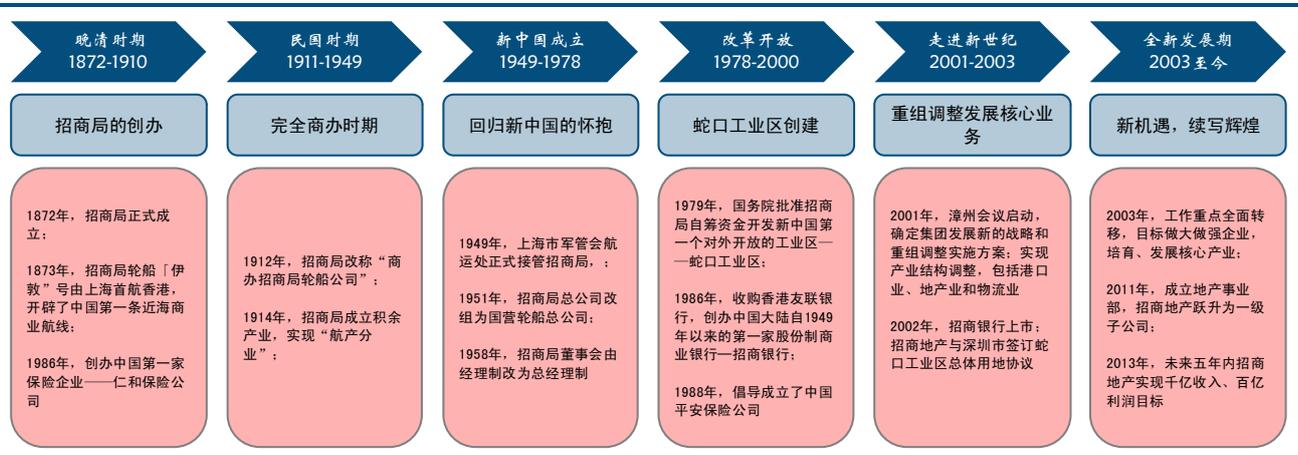
图表 4： 招商局旗下上海物业



资料来源： 公司网站， 信建投证券研究发展部

经过百年积淀，21 世纪初开始，招商局进行了重大资产调整，旗下三大核心产业开始确定：交通（港口、公路、能源运输及物流、修船及海洋工程）、金融（银行、证券、基金、保险）、房地产等三大板块。截至 2014 年底，招商局集团总资产 6241.58 亿元，管理总资产 5.35 万亿元，净资产 2614.77 亿元。2014 年招商局集团实现营业收入 932.75 亿元，净利润 278.92 亿元，2010 年以来的复合增长率 22%，利润总额在各央企中排名第 10 位，连续十年获国务院国资委评为 A 级中央企业。

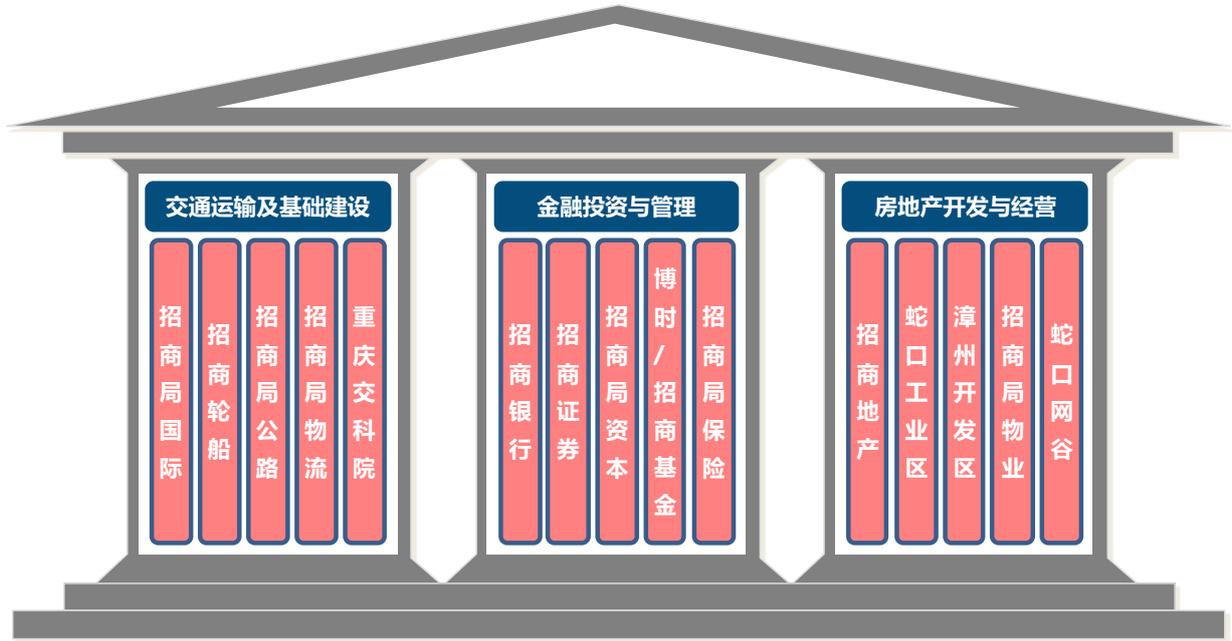
图表 5： 招商局历史沿革



资料来源： 公司网站、 中信建投证券研究发展部整理

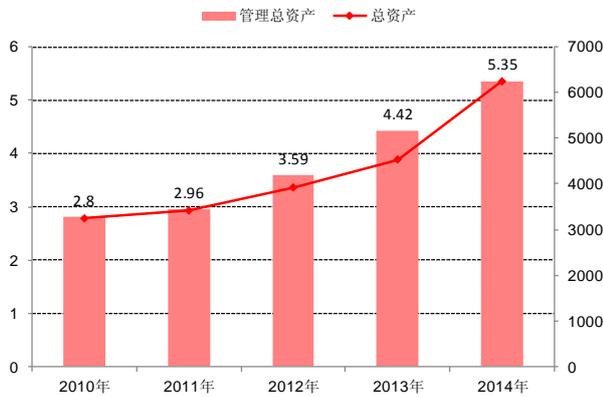


图表 6：招商局集团旗下产业架构



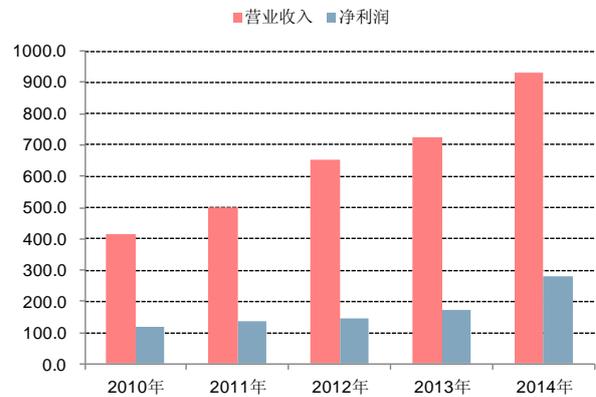
资料来源：公司网站、中信建投证券研究发展部整理

图表 7：招商局管理总资产和总资产



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 8：招商局营业收入和净利润



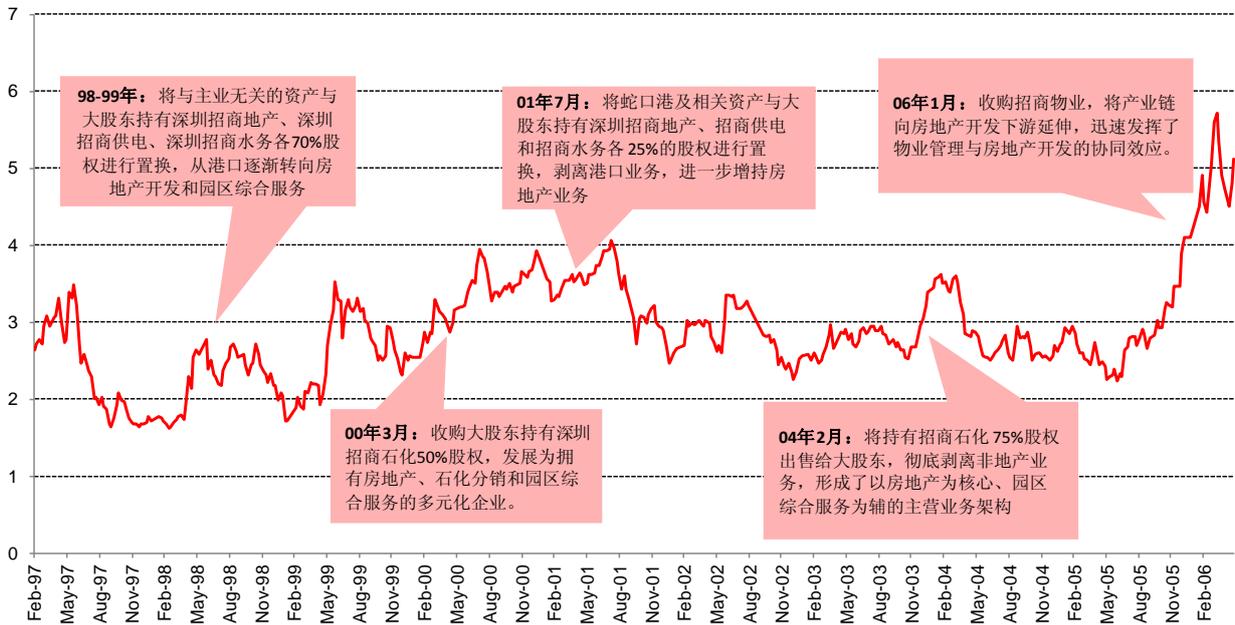
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 招商地产回顾——辉煌的去

作为招商局旗下的地产业务平台，招商地产创立于 1979 年，前身是蛇口招商港务有限公司，1993 年 6 月 7 日在深圳证券交易所上市交易。经过 2000 年前后的几次资产置换，公司彻底剥离港口业务和石化分销业务，并进一步增持房地产业务及园区供水供电业务股权，成为集开发销售、租赁经营、物业管理于一体，物业品种齐全的大型房地产开发集团，也是招商局集团旗下三大核心产业中的地产旗舰。



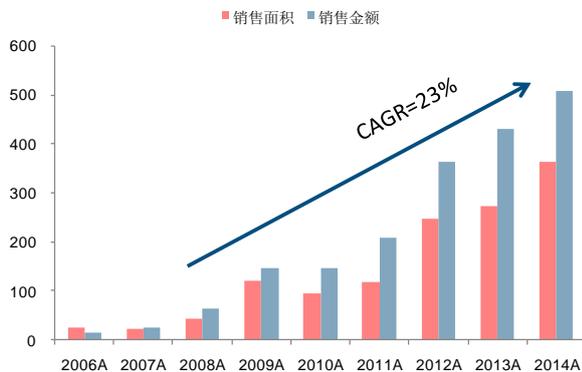
图表 9：公司历次资产置换



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

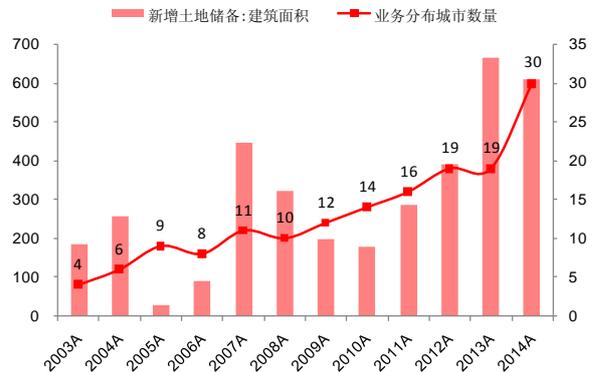
依靠在深圳蛇口工业区的禀赋资源，公司迅速在深圳本土站稳脚跟并建立强大先发优势，21世纪初占深圳市南山区市场份额10%，占深圳市场份额3%，综合实力连续三年名列深圳市前三名。凭借成功融资渠道以及“走出去”战略，2003年开始公司走出蛇口，向全国迈进，迄今已进入30个城市，形成了东南、华东、华中、华北、西南五个管理大区，拥有全口径土地储备约1265万平米。公司2014年实现销售收入510亿元，首次进入500亿俱乐部，近10年复合增长率达到23%。

图表 10：销售面积和销售金额



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 11：新增土地储备及业务分部城市数量



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



图表 12: 公司资本市场历次融资

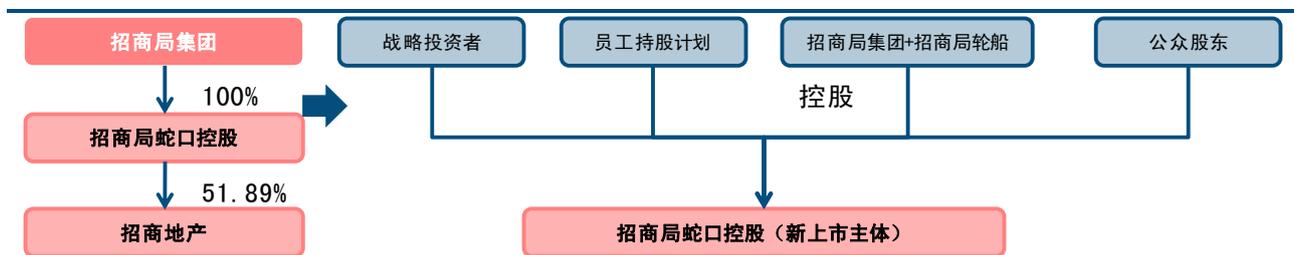
公告日期	融资方式	发行价(元)	募资总额(万元)	募资净额(万元)
1993年2月	IPO	3.4	0.92	0.88
1996年7月	配股	4.5	1.96	1.94
2000年3月	公开增发	9.06	7.25	7.10
2003年11月	配股	8.93	3.51	3.41
2006年8月	可转债		15.10	14.82
2007年9月	定向增发	20.77	23.00	22.92
2008年12月	公开增发	13.2	59.40	57.77
2015年1月	中期票据		10.00	10.00
2015年7月	中期票据		20.00	20.00

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

## 整体上市, 实现崭新的未来

9月17日晚, 招商地产披露换股吸收合并方案, 招商局蛇口控股拟换股吸收合并招商地产, A股换股比例为1:1.6008。换股完成后, 招商地产A、B退市, 同时吸收合并至未来招商局蛇口工业区。招商局蛇口控股作为前海蛇口自贸区主体开发平台, 将实现整体上市, 未来将立足园区开发与运营、邮轮产业建设与运营、社区开发与运营三大业务, 向成为中国卓越的城市综合开发和运营服务商迈进。

图表 13: 招商局蛇口控股吸收合并方案



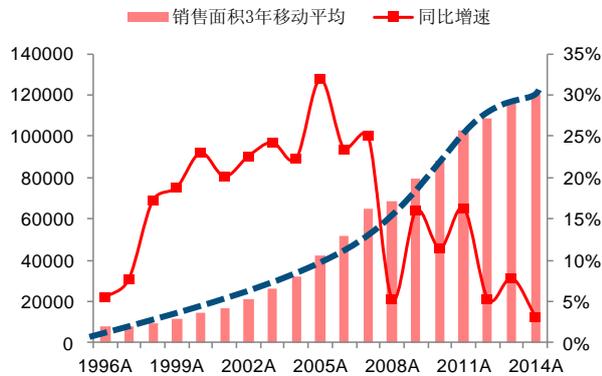
资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

如果以1998年房改为契机开始计算, 我国房地产行业已经经历近20年的快速发展, 站在当前时点, 行业正面临黄金时代向白银时代切换的阵痛, 房企也正面临成长速度和发展空间的困惑: 1、行业增速趋于下行所带来的成长空间收窄; 2、行业弹性的下降也使得行业后起之秀超越的可能性在降低, 行业龙头地位趋于巩固; 3、过去行业模式粗放, 同质化严重, 差异化竞争格局不明显。而展望未来十年, 企业分化的格局将日益凸显, 依靠传统模式成长的企业将难以在未来实现弯道超车, 而只有在地理上、资源上拥有天生禀赋优势的企业, 才能在追求差异化成长的过程中占据先机。

因此我们认为招商局蛇口控股的此次整体上市时机恰到好处, 将把握自贸区设立带来的历史性机遇, 发挥招商局蛇口控股的独特优势, 积极协同政府将前海蛇口片区打造成为“上丝绸之路的桥头堡、枢纽港、始发地, 粤港澳地区的重要门户”, 并通过对前海蛇口自贸区建设经验的积累, 为未来我国其他自贸区建设奠定基础。

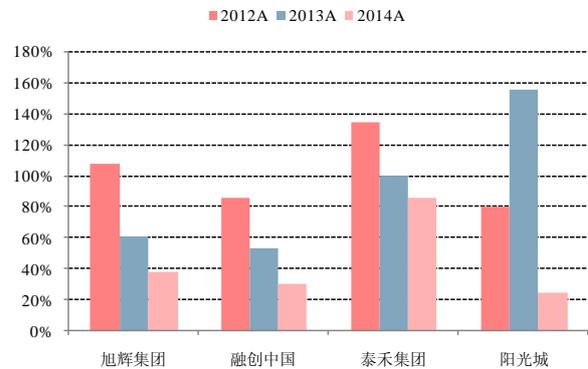


图表 14: 商品房销售弹性正在放缓



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表 15: 成长型企业的光环正在消退



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 16: 房地产行业历年 TOP5, 龙头地位趋于稳固

排名	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
1	万科	万科	万科	万科
2	恒大	绿地	绿地	绿地
3	绿地	保利	万达	万达
4	保利	中海	保利	恒大
5	中海	恒大	中海	保利

资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表 17: 合并完成后的招商局蛇口主营业务



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部



## 把握深圳自贸区，为破局而生

作为深圳前海蛇口自贸区唯一上市开发主体，招商局蛇口控股的未来发展将紧密围绕自贸区展开，因此在讨论招商局蛇口之前，深入了解深圳自贸区也将为了解公司未来发展空间有更好的体会。

### 什么是前海蛇口自贸区？

前海合作区起步于 2008 年，从诞生之日起，便承担起深化内地与香港合作的重任，2010 年，国务院批复《前海深港现代服务业合作区总体发展规划》，明确要求“利用前海粤港合作平台，推进与香港的紧密合作和融合发展，逐步把前海建设成为粤港现代服务业创新合作示范区，在全面推进香港与内地服务业合作中发挥先导作用”。2012 年底，国家主席习近平在十八大之后离京考察的第一站便来到前海，可以看出，前海的定位，就是支持香港发展、推进香港内地合作的平台基地。

图表 18：前海蛇口自贸区历史沿革

时间	事项
2010 年 4 月 7 日	粤港在北京人民大会堂签署《粤港合作框架协议》，携手打造前海经济区
2010 年 10 月 27 日	国家发改委下发《前海深港现代服务业合作区总体发展规划》，规划面积 15 平方公里，规划期至 2020 年；打造粤港现代服务业创新合作示范区，规划金融、现代物流、信息产业、科技服务等
2010 年 12 月 21 日	深港合作发展首批港企签约，20 港企拟落户前海，汇控、长实等签署合作意向
2011 年 3 月 6 日	前海被列入国家“十二五”规划
2011 年 3 月 22 日	深圳市委审议通过《前海深港现代服务业合作区综合规划》
2011 年 8 月 22 日	21 家港企抢滩前海，前海深港服务合作生产总值目标 500 亿
2011 年 9 月	国开行深圳分行拟向前海提供总计不超 2 亿元规划贷款额度
2012 年 6 月 27 日	国务院正式批复《关于支持深圳前海深港现代服务业合作区开发开放有关政策》
2012 年 7 月 16 日	财政部、商务部发布《批复深圳前海深港现代服务业合作区现代服务业综合试点方案的通知》
2012 年 10 月 23 日	前海获批国家现代服务业综合试点
2012 年 12 月 7 日	习近平选择前海作为广东考察第一站，勉励前海作改革试验田
2013 年 6 月 27 日	综合规划正式公布，计划 2020 年实现 GDP1500 亿元，2015 年全面建成基础设施
2014 年 1 月 27 日	深圳市政府发布《前海深港现代服务业合作区 2014 年改革创新工作要点》组建深圳市前海金融控股有限公司；推动粤港澳贸易自由化等
2014 年 3 月 6 日	习近平参加全国人大广东代表团审议时强调前海要为香港提供发展空间，为香港产业优化提供杠杆作用，在开发开放中要进一步突出深港合作
2015 年 3 月 25 日	广东自贸区总体方案获中央审议通过
2015 年 4 月	《深圳市 2015 年金融改革创新重点工作》印发，围绕广东自贸试验区前海蛇口片区在 36 个重点项目上进行创新
2015 年 4 月	广东自贸区前海蛇口片区正式成立

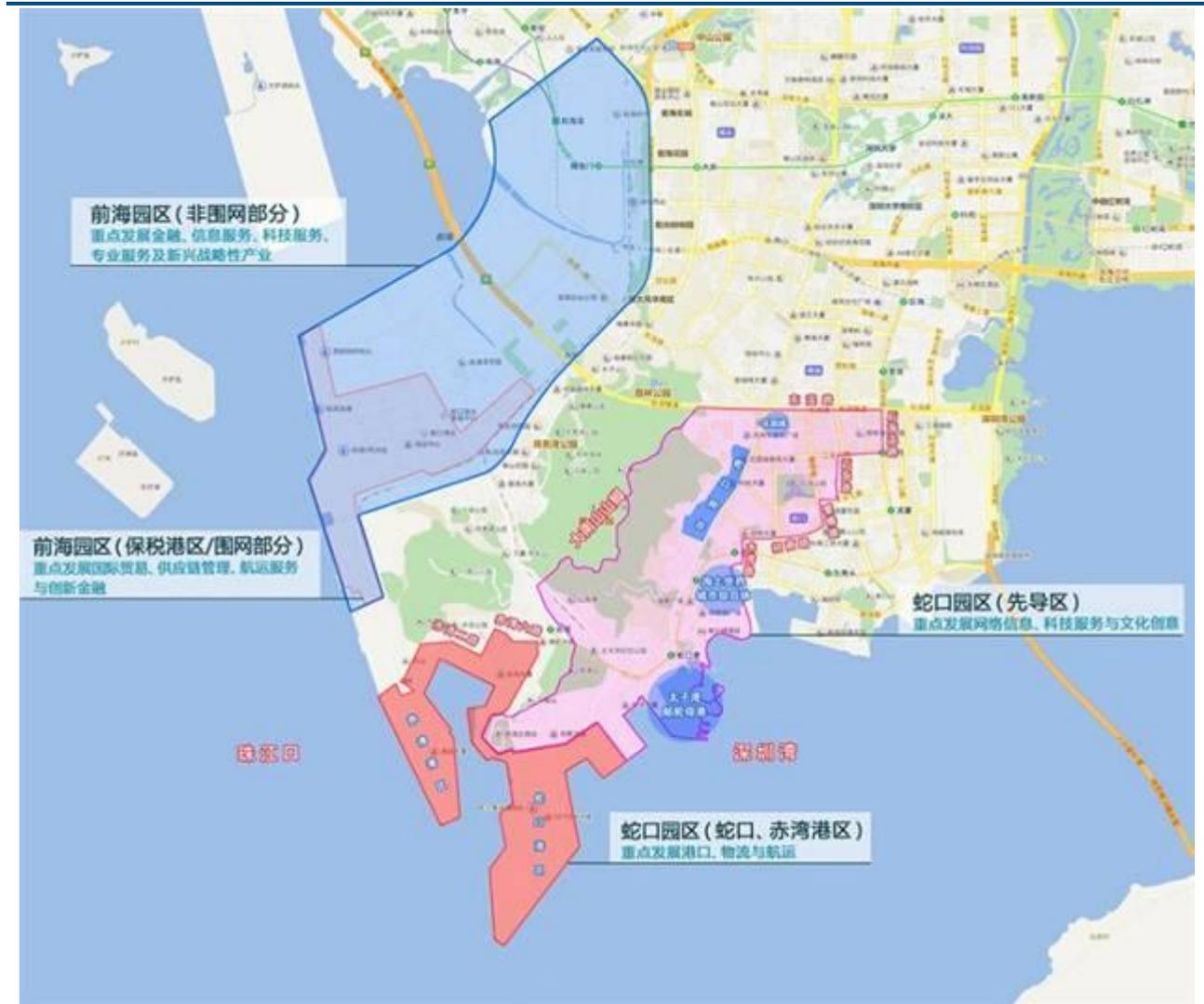
资料来源：中信建投研究发展部

在招商局集团推动下，蛇口片区成功并入前海自贸区，分为前海区块（15 平方公里，含前海湾保税港区 3.71 平方公里）和蛇口区块（13.2 平方公里，含 3.8 平方公里的蛇口港区与赤湾港区）。从功能角度，前海蛇口自贸片区划分为三个功能区：**1、前海金融商务区**：主要承接服务贸易功能，重点发展金融、信息服务、科技服务和专业服务，力求打造我国金融业对外开放试验示范窗口、亚太地区重要的生产性服务业中心；**2、以前海湾保税港区为核心的深圳西部港区**：重点发展港口物流、国际贸易、供应链管理与高端航运服务，承接货物贸易功能，



力求打造国际性枢纽港；3、**蛇口商务区**：重点发展网络信息、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。

图表 19：前海蛇口功能区区分



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

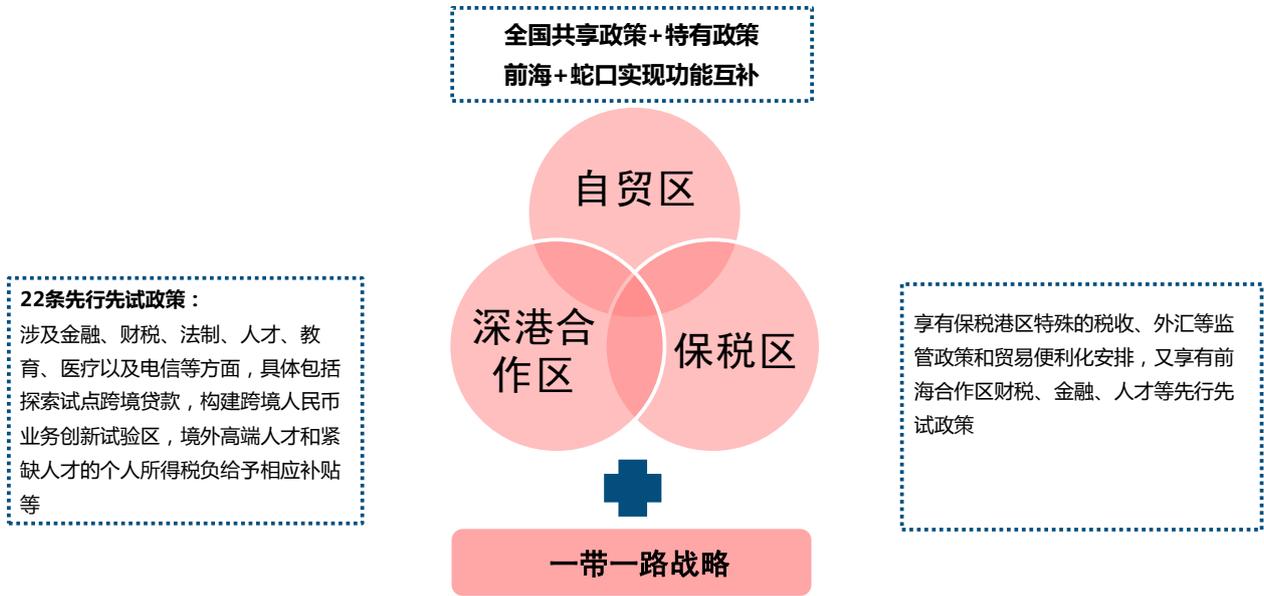
## 前海蛇口自贸区有哪些优势？

### 优势一：三区叠加，“一带一路”战略支点

前海深港合作区拥有“合作区+自贸试验区+保税港区”的“三区”叠加模式，既有全国自贸试验区共享的政策，也有前海合作区自身特有的政策，简政放权的步伐更快，比较优势突出。同时前海还兼具多个国家战略责任，3月份三部委联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，其中两处提及前海，将前海合作论坛纳入“一带一路”合作机制的一部分，我们认为“愿景与行动”对前海的定位明确，前海将成为中国新一轮对外开放战略中的重要节点，未来将优先受益于国家扶持政策。



图表 20：前海蛇口自贸区“三区叠加”优势



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

图表 21：推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动

区域	省份/城市群	区位优势	定位
西北	新疆	与中亚、南亚、西亚等国家联通	形成丝绸之路经济带上重要的交通枢纽、商贸物流和文化科教中心，打造丝绸之路经济带核心区
	陕西、甘肃		形成面向中亚、南亚、西亚国家的通道、商贸物流枢纽、重要产业和人文交流基地
东北	内蒙、东三省	内蒙与俄联通、东三省与俄远东地区陆海联运	推进构建北京—莫斯科欧亚高速运输走廊，建设向北开放的重要窗口
西南	广西	东盟国家陆海相邻	构建面向东盟区域的国际通道，形成 21 世纪海上丝绸之路与丝绸之路经济带有机衔接的重要门户
	云南	与东南亚国家陆域相邻	打造大湄公河次区域经济合作新高地，建设成为面向南亚、东南亚的辐射中心
	西藏	与尼泊尔等南亚国家相邻	推进西藏与尼泊尔等国家边境贸易和旅游文化合作
沿海和港澳台	长三角、珠三角、环渤海、海西	上海、广东、天津、福建自贸区优势	加快推进上海自贸区建设，支持福建建设 21 世纪海上丝绸之路核心区； <b>充分发挥深圳前海、广州南沙、珠海横琴、福建平潭等开放合作，深化与港澳台合作，打造粤港澳大湾区</b>
	浙江、福建、海南		推进浙江海洋经济发展示范区、福建海峡蓝色经济试验区和舟山群岛新区建设，加大海南国际旅游岛开发开放力度
	上海、天津、广州等沿海港口城市		创新开放型经济体制机制，加大科技创新力度，形成参与和引领国际合作竞争新优势，成为“一带一路”特别是 21 世纪海上丝绸之路建设的排头兵和主力军
	港澳		发挥海外侨胞以及港澳独特优势作用，积极参与和助力“一带一路”建设



台湾	为台湾地区参与“一带一路”建设作出妥善安排
长江中游城市群、成渝城市群、中原城市群等重点区域	打造重庆西部开发开放重要支撑和成都、郑州、武汉、长沙、南昌、合肥等内陆开放型经济高地
内陆	建立中欧通道铁路运输、口岸通关协调机制，建设沟通境内外、连接东中西的运输通道
内陆整体	建设航空港、国际陆港，加强内陆口岸与沿海、沿边口岸通关合作，开展跨境贸易电子商务服务试点
郑州、西安等内陆城市	

资料来源：《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，中信建投研究发展部

图表 22：我国一带一路规划



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

相对于其他自贸区，前海蛇口自贸区的差异在于定位不同，上海自贸区的国际金融中心的定位决定了其模式需要全面、体系完善，最终必须具备可复制性，而前海自贸区定位则为金融开放试验示范窗口，可以对外开放、先行先试，既有可复制性的政策，也着眼于对新型贸易规则进行探索，这是目前其他自贸区无法具备的，尤其金融创新是自贸区中最具备含金量，也是前海与其他自贸试验区实现差异化发展的重要领域。

图表 23：前海蛇口自贸区与上海自贸区比较

	上海自贸区	前海蛇口自贸区
占地面积（平方公里）	28.8	28.2
区域	上海外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山港保税区、空港综合保税区	香港、深圳、广州
经济区 GDP 规模	长三角 108765 亿	珠三角 47850 亿
定位差异	国际金融中心 要求全面 体系完善	金融开放试验示范窗口 对外开放、先行先试



发展重点

金融、贸易、航运

金融、现代物流、信息服务、科技文化  
创意

核心优势

完善的金融基础

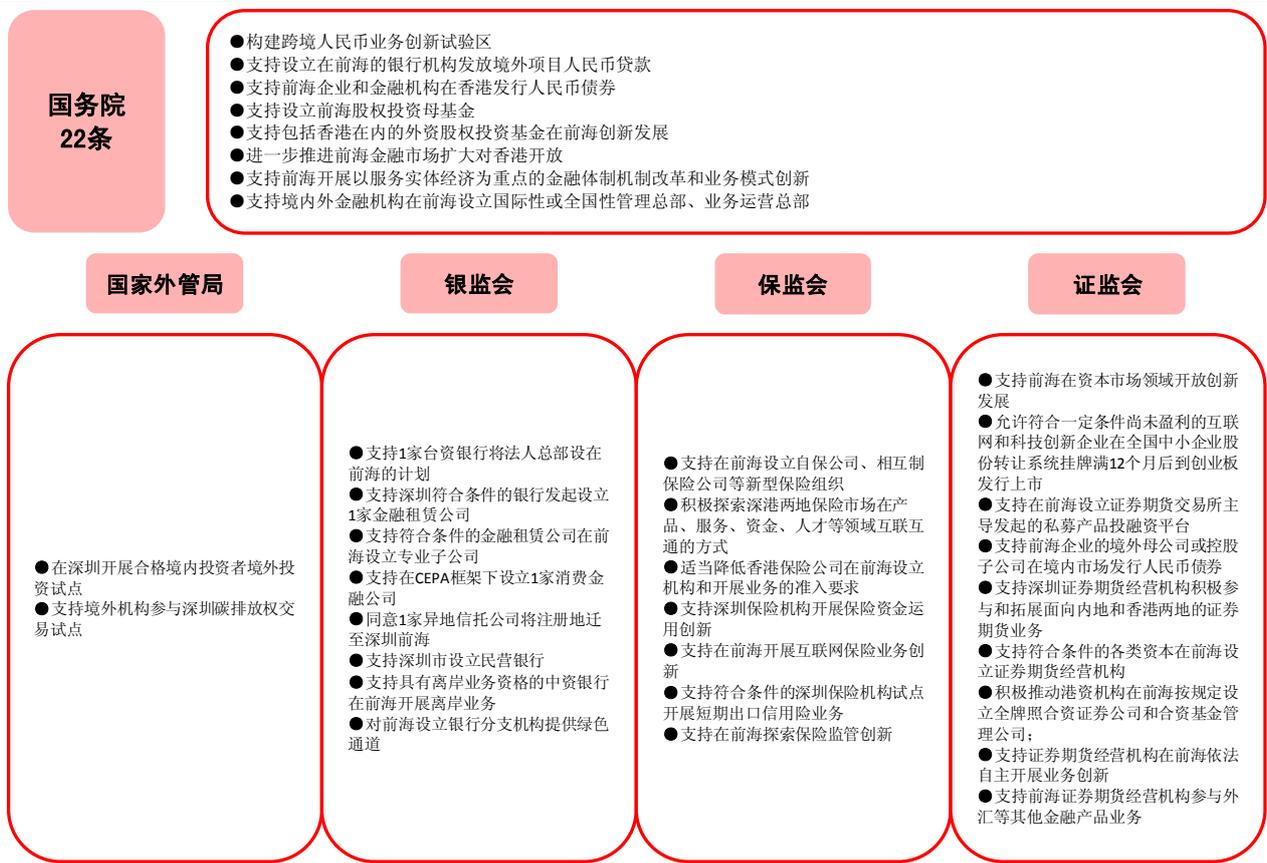
利于体制机制创新的环境，试错成本低

资料来源：互联网，中信建投研究发展部

## 优势二：金融创新打造前海差异化自贸区

早在 2010 年，国务院就颁布了支持前海先行先试的“前海 22 条”，其中关于金融的 8 条，占据最大篇幅，主要包括：1、支持前海构建跨境人民币业务创新试验区；2、探索试点跨境贷款；3、支持前海企业赴港发行人民币债券；4、支持设立前海股权投资母基金等。2014 年前海争取到一行三会 26 个方面支持前海加快金融改革创新，其中有 12 条属全国首次提出。随着发改委、人民银行、银监会等机构不断出台金融创新政策，前海已经逐步成为金融创新的高地。

图表 24：前海金融创新政策完整一览



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

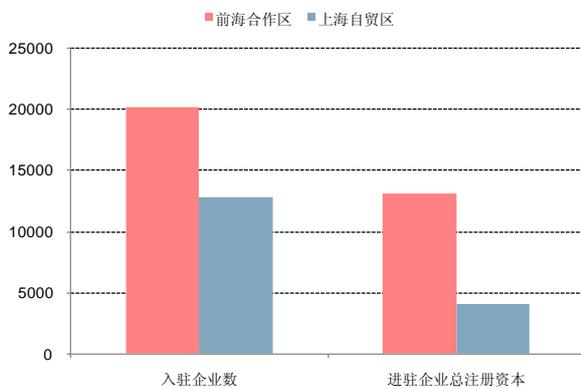
从 2010 年至今，前海蛇口合作区不断落实金融创新政策，集聚效应日益凸显，截至 7 月 31 日，前海注册企业累计达 40851 家，注册总资金 21561.23 亿元，企业总数实现从 3 万到 4 万的突破只用了两个多月时间，其中金融企业 11459 家，占比超过 56%，超过上海自贸区、南沙、横琴、平潭的总和。目前前海金融创新已经在多个层面、多个业态做到全国领先：

- **率先实施跨境人民币贷款试点：**从 2013 年 1 月 22 日启动到 2015 年 6 月底，跨境贷备案金额达到 1070 亿元，业务量大幅领先全国其他区域；



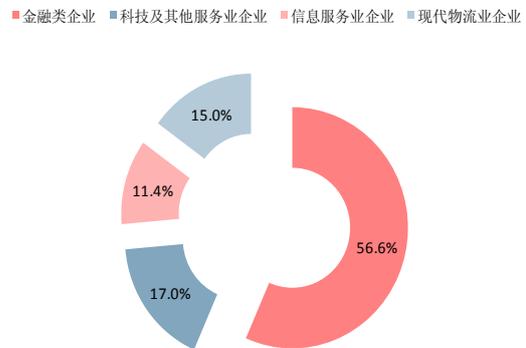
- **全国第一家民营互联网银行：**2015年1月18日，腾讯持股30%的前海微众银行营业，成为全国第一家民营互联网银行；
- **国内注册资本最大的消费金融公司：**招商银行参股的招联消费金融公司已于2015年3月3日获得开业批复许可，是我国自2013年9月底宣布扩大消费金融公司试点范围以来，首家获批的消费金融公司；
- **深圳市首家台资银行：**3月17日银监会正式批复同意台湾玉山银行在前海筹设玉山银行（中国）有限公司，注册资本为20亿元，这是深圳第一家台资法人银行机构总部；
- **互联网金融加速集聚：**截至2015年6月底，前海共注册互联网金融企业1273家，占到深圳市的90%以上，并呈现加速集聚的态势。其中，互联网金融各业态完整，包括P2P网络贷款企业数百家，第三方支付企业56家，大数据和数据挖掘企业82家，众筹企业15家，征信企业11家，以及19个要素交易平台。

图表 25：前海和上海自贸区入驻企业比较（2014 年）



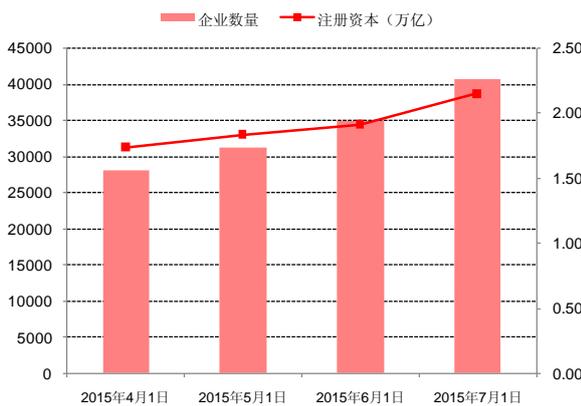
资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

图表 26：前海合作区入驻企业结构



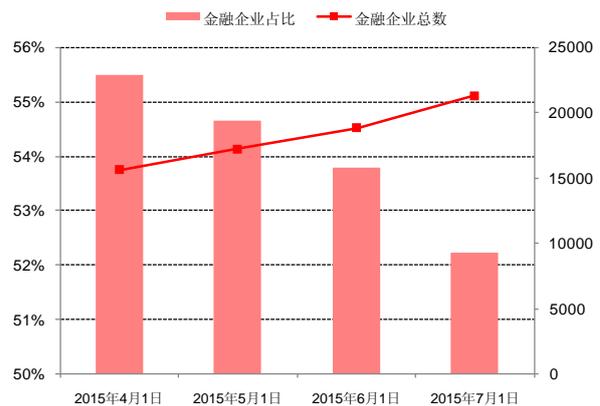
资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

图表 27：前海自贸区 7 月末入驻企业数量



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

图表 28：前海合作区入驻金融企业占比



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

### 优势三：深港合作拓展

前海蛇口片区的功能定位在于“以深港合作为核心”，支持香港扩大发展空间，促进香港结构优化，增强



与香港的关联度，形成深港合作体制机制新优势是前海深港合作的主导思想。14年12月深圳前海管理局发布《前海深港现代服务业合作区促进深港合作工作方案》，提出了十项深化深港合作的政策，涉及土地支持、金融创新、以及文化科技等多领域的合作深化，并提出一系列目标，包括：**到2020年，要在前海实现“万千百十”的发展目标，即由港资、港企开发的建筑面积超过900万平方米，港资服务业规模突破1000亿元，成功孵化培育港资创新创业领军企业超过100家，建设香港优势产业十大集落基地。**

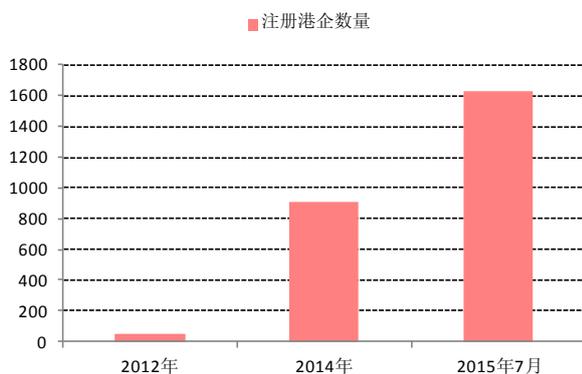
图表 29：前海深港合作工作方案

扩大对香港开放	促进深港市场要素跨境流动	推进深港金融深度合作	深化在科技、文化、专业服务领域合作	创新开发建设模式	拓展香港专业人士就业创业空间
<ul style="list-style-type: none"> <li>向香港企业出让不少于三分之一的土地</li> <li>扩大服务贸易领域的开放</li> <li>对符合一定条件的港资企业参照内资企业管理</li> <li>研究放宽前海文化产业外资准入条件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>率先在前海开展跨境电子商务试点、</li> <li>推动深港两地在海空港紧密合作</li> <li>构建亚太供应链管理中心</li> <li>探索建立深港跨境融资租赁资产交易中心</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>降低准入门槛</li> <li>推进深港保险业创新发展</li> <li>拓宽香港投资者投资渠道</li> <li>鼓励符合条件的香港中小型证券机构进入内地市场</li> <li>推动深港两地保险机构开展跨境人民币再保险业务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>与香港科技园共建国家现代服务业产业化伙伴基地</li> <li>打造深港共建的国际文化创意中心</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>探索具有前海特色的工程监理机制</li> <li>香港独资项目试点实行香港的规划及工程管理体制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>建设前海深港青年梦工场</li> <li>支持香港服务提供者在前海建设独资或合资的国际学校和医院</li> </ul>

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

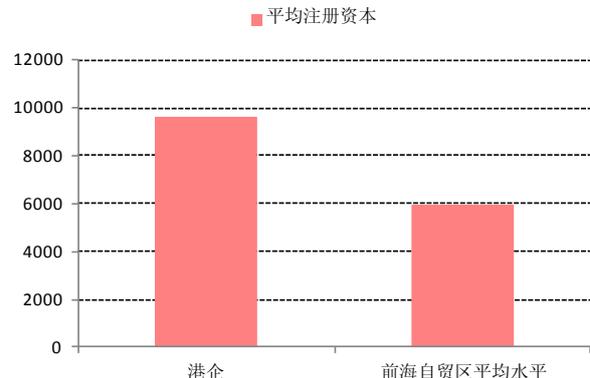
截至7月底，入驻前海的企中，注册港资背景企业已达1627家，港资背景企业注册总资金达2395.15亿元人民币，其中包括恒生银行、汇丰银行等龙头企业，预计2015年将超过2000家。我们认为前海蛇口自贸区将为香港在土地、市场、政策等方面拓展更大的发展空间，助推香港进一步优化传统优势产业，同时也为香港产业结构的升级转型注入创新活力，使香港作为国际金融中心、航运中心、贸易中心的地位不可动摇，继续领跑全球。

图表 30：前海自贸区7月末注册港企数量



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

图表 31：前海合作区入驻企业平均注册资本



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

## 打造产业集聚新高地



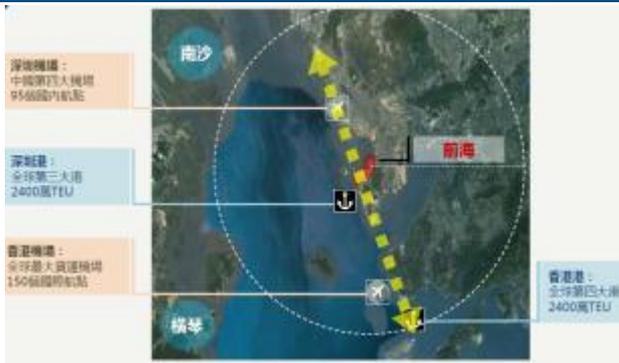
经过 5 年的集聚发展，一大批创新型机构加速落地前海，并呈聚集态势，入区企业体现出创新性强、首创性机构众多、杠杆效应明显的特点，这也正源于前海的金融、产业等各项政策屡破坚冰。

## 亮点一：跨境电商

相对于其他区域，前海发展跨境电商具备先天优势：1、产业优势：前海重点发展的金融业、现代物流业、信息服务、科技等产业与跨境物流有着互补优势；2、政策优势：注册在前海的跨境电商企业，可以享受到前海在金融、人才、税收等方面的政策优惠；3、交通优势：在前海 30 公里半径范围内，同时分布深圳和香港两大世界级港口群和机场群，电商企业可为全球范围的客户提供高效便捷、融商流、物流、信息流、资金流于一体的全程供应链服务；4、保税港区优势：前海湾保税港区作为前海合作区的“区中之区”，充分借鉴国际自由贸易区、自由贸易港通行规则，区内拥有国际一流的港口设施和现代化仓储中心，广泛运用电子围网监管、无纸化通关和 GPS、CIS、IFRD 等物流信息技术，通关便利，物流成本低。

今年以来，前海跨境电商体验店呈现加速集聚的趋势，上半年前海湾保税港区共备案进口电商 68 家；备案进口商品 7082 品种次，较去年全年增长 2150%；累计入区货物 340 批次，较去年全年增长 831%；入区货值 3.31 亿元人民币，较去年全年增长 1731%；完成订单并进口邮包 204.09 万单，较去年全年增长近 4 倍。目前，已有腾邦集团、前海星辰资本、银联供应链、华润集团在前海分别开设了“海捣网”、“星辰电商”、“开心购”、“e 万家”等线下体验店，初步形成了企业集聚、产业集群的发展态势。

图表 32：前海跨境电商区位优势



资料来源：中信建投研究发展部

图表 33：前海华润 E 万家



资料来源：中信建投研究发展部

## 亮点二：要素交易平台

随着前海各项政策落地，一大批新型要素交易平台在前海集聚，目前已经注册要素交易平台 21 家，其中金融类要素交易平台 5 家、大宗商品交易平台 7 家、剩余主要为消费类。要素交易平台的发展呈现出三大特征：一是业务范围广泛，已涵盖石油化工、农产品、文化产权、金融资产、稀贵金属、电子商品、珠宝钻石、酒类、航空航运、融资租赁等各个领域，涉及金融、生产、消费等大类；二是各类资本踊跃参与，大多依托实力雄厚、产业链资源丰富的大型企业集团或金融机构发起设立，在对接实体产业和终端消费群体方面的优势明显；三是开拓创新能力突出，部分要素交易平台所开展的创新探索在全国具有示范引领效应。

比较具备代表性的交易所包括：

- **深圳石油化工交易所：**填补珠三角地区石油化工产品交易平台空白，目前注册会员企业达 400 余家，累计实现交易额超过 3500 亿元，今年有望突破 6000 亿元。
- **前海保险交易中心：**有望打破原有保险市场格局，促使地下保单阳光化，推动保险市场健康发展。目



前，已发展企业协会会员 20 余家、企业会员万余家，注册个人代理人会员 2 万余名，打通了保险行业产业链。

- **深圳排放权交易所：**注册会员达 2000 个，累计实现碳排放交易 163 万吨，超额完成“十二五”年均碳强度下降要求。

图表 34：前海要素交易平台

分类	具体名称
金融类	前海股权交易中心、前海保险交易中心、前海金融资产交易所、广金所/前海金融租赁交易中心和深圳金融资产及大宗商品交易中心
大宗商品	前海农产品交易所、中粮招商局（深圳）粮食电子交易中心、深圳紫金环球金属交易中心、深圳石油化工交易所、前海首华国际商品交易中心、前海天府酒类交易中心和前海腾邦国际名酒交易中心
航空航运	前海航空航运交易中心、前海国际船艇交易中心
科技产品	前海光电产品交易中心、深圳电子商品交易中心
其他类	深圳文化产业交易所、深圳碳排放权交易所

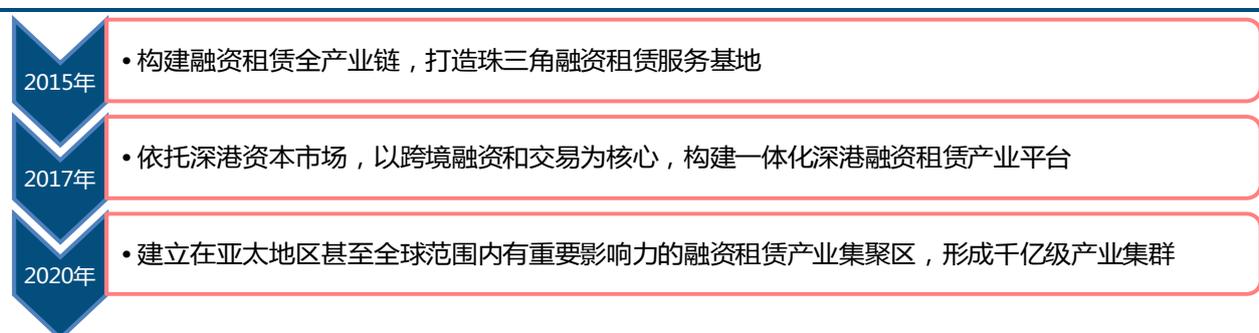
资料来源：前海网站、中信建投研究发展部

### 亮点三：融资租赁

从 14 年三季度前海开展融资租赁业务到上半年 4 月份，前海园区注册的融资租赁企业达到 324 家，占深圳的 95%，占全国的 17%，前海也一跃成为国内融资租赁第三极，与津沪呈三足鼎立之势。前海得以后来居上的优势在于其本身是国家明确的金融业对外开放试验示范窗口、跨境人民币业务创新试验区，具备深港资本市场联动优势，同时前海根植深圳，拥有世界级制造基地和华为、中兴、比亚迪、中集等一批“走出去”优秀企业群体，融资租赁市场需求巨大。目前前海已经明确了融资租赁发展目标，到 2020 年，建立在亚太地区甚至全球范围内有重要影响力的融资租赁产业集聚区，形成千亿级产业集群。

8 月 12 日，国内首家航空与航运综合交易所——前海航空航运交易中心挂牌成立，并完成国内首单利用跨境人民币贷款完成的飞机租赁业务。这单业务通过复杂的跨境飞机租赁业务操作，打通深港融资租赁全产业链运作体系，构建香港与前海的低成本融资租赁资金通道，为其他类型的融资租赁业务提供经验借鉴及操作指引，为国内保税区 SPV 租赁业务创立了新模式、新标杆。

图表 35：前海融资租赁发展规划



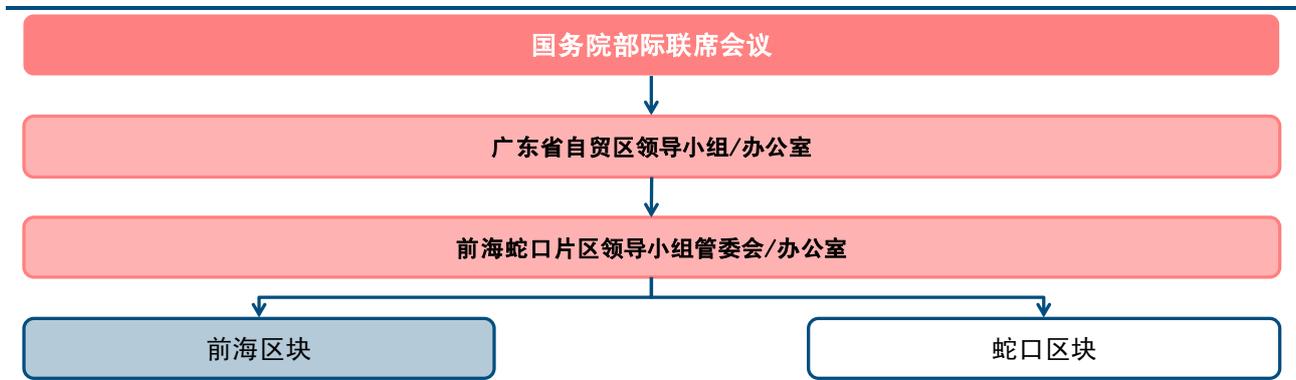
资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

## 与自贸区共成长 尽享资源红利

### 政企合作，尽享自贸区资源红利+储备溢价

作为全球领先的公共港口运营商，招商局集团目前在 15 个国家（地区）的 28 个城市建有 54 个港区，2014 年完成的集装箱超过 8000 万标箱，在全球拥有丰富的资源，同时在前海蛇口片区管委会中招商局集团副总经理、蛇口工业区公司董事长孙承铭任常务副主任，因此在深圳自贸区建设中，招商局集团有望发挥驻港央企优势，加强深港、粤港合作上积极发挥“桥梁纽带”的作用，而招商蛇口也将成为集团参与自贸区开发建设的主要平台。

图表 36：招商局积极融入参与自贸区建设发展



资料来源：前海网站，中信建投研究发展部

由此招商局集团也从集团层面战略性统筹自贸区的综合发展，有关工作将围绕着“打造一个门户、搭建 3+N 个平台、实现四个突破”的总体思路而展开，可以明确的是，未来前海蛇口自贸区的发展以及深港合作的过程中，招商局集团将是不可缺少的一个重要环节。

图表 37：招商局“打造一个门户、搭建 3+N 个平台、实现四个突破”战略

打造一个门户	21 世纪海上丝绸之路桥头堡、枢纽港、始发地，粤港澳地区的重要门户
	国际枢纽港口大平台
	三大平台
	城市转型升级发展大平台
	金融创新发展大平台
搭建 3+N 平台	招银前海金融资产交易中心
	N 个特色平台
	进口消费品直销中心
	大宗散货交易中心
	投资级红酒交易中心
	.....
实现 4 大突破	产业发展再升级
	片区土地再规划
	交通组织破瓶颈
	重大项目快建设

资料来源：招商局网站，中信建投研究发展部



## 搭建 3+N 个平台+四大突破

3+N 平台分别为：**1、“国际枢纽港口大平台”**，核心任务是以深西母港为核心发展“妈湾智慧港”，致力于打造一个自动化、智能化、环境友好的现代集装箱港区。招商局有望与政府有关部门协同，简化审批程序、提高行政审批效能，加快项目的实施建设，争取在自贸试验区获批一年之内建成投产。**2、“城市转型升级发展大平台”**，该平台基于整合蛇口园区、城区、邮轮母港等各类资源和综合开发能力，集成蛇口网谷、南海意库、海上世界等先发优势，核心任务是推动城市转型升级和区域竞争能力的再提升；**3、整合集团各类金融资源，搭建“金融创新发展大平台”**，核心任务是创新推动自贸试验区的产融协同发展。在上述三大平台的基础上，针对特定产业进一步打造“N 个特色平台”，如招银前海金融资产交易中心、进口消费品直销中心、大宗散货交易中心、投资级红酒交易中心、平行汽车（货物）交易中心、海外投资综合服务中心等细分特色平台。

四大突破分别为：**1、产业发展再升级**。对片区产业重新梳理和优化，探讨对低端临港产业（传统散杂货、粮油加工、普通钢结构制造等）的转型发展，以及片区其他低端产业的转型升级等。**2、片区土地再规划**。结合产业发展的优化定位，对片区有限的土地资源进行功能优化和调整，进一步推动对港口岸线、后方陆域及前沿水域的综合开发利用。**3、交通组织破瓶颈**。具体包括抓紧疏港出海航道的建设、抓紧轨道交通的建设，抓紧望海路下沉通道筹建、打通大小南山隧道，加快妈湾大道跨海通道、南海大道延长线建设，实现兴海大道与蛇口快速衔接等。**4、重大项目快建设**。包括加快推动妈湾智慧港—招商局全球港口运营管理中心、招银前海金融资产交易中心、招商局前海自由贸易中心、蛇口滨海深港创业创新产业带等一批重大项目的规划建设，所涉及的投资规模将超过千亿元。

目前招商局集团有 22 个项目已经落地或者将陆续落地，包括招银前海金融资产交易中心、蛇口滨海深港创业创新产业带、太子湾综合开发项目、前海国际海工研发中心、前海国际葡萄酒投资交易中心、前海粮食电子交易平台中心、招商局前海自由贸易中心等。

图表 38：招商局旗下自贸区重大建设项目

项目名称	简介
招银前海金融资产交易中心	于 2015 年 2 月 17 日在深圳登记注册，注册资本 1 亿元，致力于打造成为涵盖 P2P 业务平台、金融资产交易平台、资产证券化平台和托管清算平台在内的，以大数据为核心竞争力的金融资产交易平台。
蛇口滨海深港创业创新产业带	该产业带将集成蛇口网谷、南海意库、海上世界、邮轮中心等核心载体，并集合太子广场、V&A 博物馆、创意岛、潮人码头、价值工厂、大成艺术中心等特色节点，辅以生活居住、国际医院、国际学校等综合配套，通过各核心要素的集成，以文化为根基，以资本为纽带，以信息为依托，形成功能完备的产城融合的创业创新产业带，助推建设城市转型升级发展大平台，打造区域产业转型升级发展的新示范、深港合作的重要基地、国际投资贸易服务的重要门户及城市客厅。项目位于蛇口一突堤，片区规划用地面积约 73 公顷，规划建成后，将形成包括 22 万吨级大型国际邮轮泊位在内各类泊位 17 个，设计通过能力 760 万人次/年，客运枢纽岸线总长约 1.5 公里，大大丰富和延伸并完善深圳中部 15 公里滨海岸线的休闲和集散功能。项目建成后将使深圳成为世界先进邮轮的交通要冲及国内甚至国际著名的邮轮旅游中心。
太子湾综合开发项目	整体定位：全国现代服务业前沿要地、深港现代服务业创新合作示范区、跨越工业文明的现代社会试验区、国际化标志性新型城区。打造以生产性服务业为主体，以生活性服务业为支撑，以公共服务业为配套的现代服务业体系，其发展目标在于反映全球现代服务业的发展趋势，引入香港现代服务业的发展理念与服务标准，满足珠三角地区产业升级与转型的发展需要。
前海湾片区	将与中集集团整合海工产业资源，打造全球研发中心。
前海国际海工研发中心	



前海国际葡萄酒投资交易中心

由爱酒投资（香港）联合南油集团、海联供应、前海联合控股合资创建，将在打造中国葡萄酒指数及标准、国际标准智能化酒庄、葡萄酒展示品鉴中心、葡萄酒培训认证中心、鉴真云平台溯源系统五个方面有所作为。

前海粮食电子交易平台中心

中粮招商局粮食电子交易中心(易谷网)于2014年10月24日正式注册成立，由中粮集团携手招商局集团在前海共同打造的国内第一粮食电商平台，于2015年6月16日正式上线。为粮食产业链企业提供“B2B、O2O20”等多种交易模式；依托中粮集团稳定的粮食贸易和招商局集团强大的物流体系支撑，吸纳社会优质资源，打造中国最大的粮食物流网络；与国内外农产品期货市场合作，建立期货场外市场与场内市场、期货市场与现货市场的良性互动，打造国内首家南方大宗商品交易所；将为会员企业提供供应链金融、第三方支付、仲裁检验、信息技术、数据支持、宣传营销等一站式配套服务，汇集行业数据，成为粮食行业信息中心、结算中心、物流中心、定价中心、服务中心、大数据分析中心。

招商局前海自由贸易中心

招商局集团前海自由贸易中心（一期）位于前海妈湾片区19单元01街坊、02街坊。项目用地面积约6万平方米，其中，办公面积约10万平方米，商贸约5万平方米，产业配套包括公寓、幼儿园、社区商业和社康中心等约10万平方米。

进口消费品直销中心

由招商国际与华润万家携手打造的前海自贸区内首个跨境电商直销中心项目—跨境电商直销中心项目—e万家，跨境商品均为海外直购，商品由海关监管，同时线上线下打通，可现场扫描下单，然后通过保税港区仓库直接清关后，通过快递寄达消费者手中，店铺面积800平方米，货物品种上千个，以食品等消费品为主。

资料来源：互联网，中信建投研究发展部

## 深度参与各业态建设，尽享自贸区资源重估

随着集团层面的推进，公司也已经积极布局自贸区项目开发，目前正在建拟建项目包括：太子湾自贸启动区一期项目、前海自由贸易中心一期项目、太子商业广场项目、新时代广场南项目、海上世界双玺花园三期项目、招商自贸商城等，总投资额度超过300亿，建筑面积超过131万平米，业态包括办公、商业、住宅、商城等多元化结构。

图表 39：招商局蛇口控股在建拟建自贸区重大建设项目

项目	总投资额 (亿元)	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	开发周期	IRR (%)
太子湾自贸启动区一期	135.24	14.97	64.1	2014年一季度至2019年四季度	16.31
前海自由贸易中心一期	92.53	6.39	25.42	2016年一季度至2018年二季度	13.8
太子商业广场	15.81	1.898	15.88	2014年三季度至2017年四季度	12.99
新时代广场南	12.27	2.25	7.85	2016年三季度至2018年四季度	50.85
海上世界双玺花园三期	59.49	4.28	17.97	2014年一季度至2016年二季度	22.2
招商自贸商城	4.97			2016年一季度至2018年四季度	26.27

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

从上海自贸区经验来看，持续涌入的资金、人口和资本会带来区域内旺盛的投资开发和商住需求，在2013年上海自贸区政策挂牌一个月后，自贸区板块内的新房均价环比上涨5.7%，土地市场也快速升温，在自贸区挂牌前后成交的宅地溢价率上升至100%-150%。而从前海蛇口自贸区来看，也正重复着自贸区所带来的资源溢价效应，从2010年8月国务院正式批复开始计算，到今年初，蛇口房价涨幅为68%，前海新区均价涨幅为109%，均实现了高弹性，这其中除了政府改革创新带来的政策扶持，更多来自于产业资金和人流的聚集。我们认为随



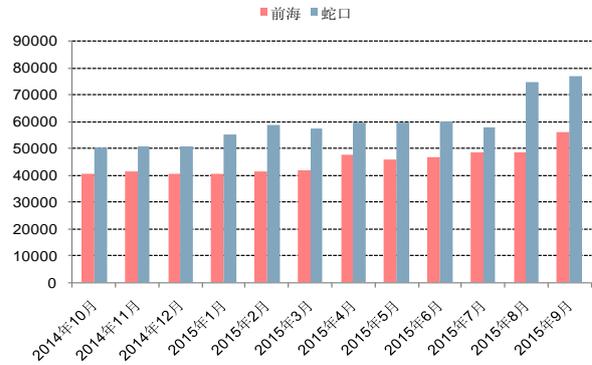
着前海蛇口自贸区的创新政策逐步落地，其所带来的资产价格溢出效应将更为明显，公司作为前海蛇口自贸区的最大地主，将最大化受益自贸区所带来的资源重估。

图表 40：上海外高桥新房量价走势



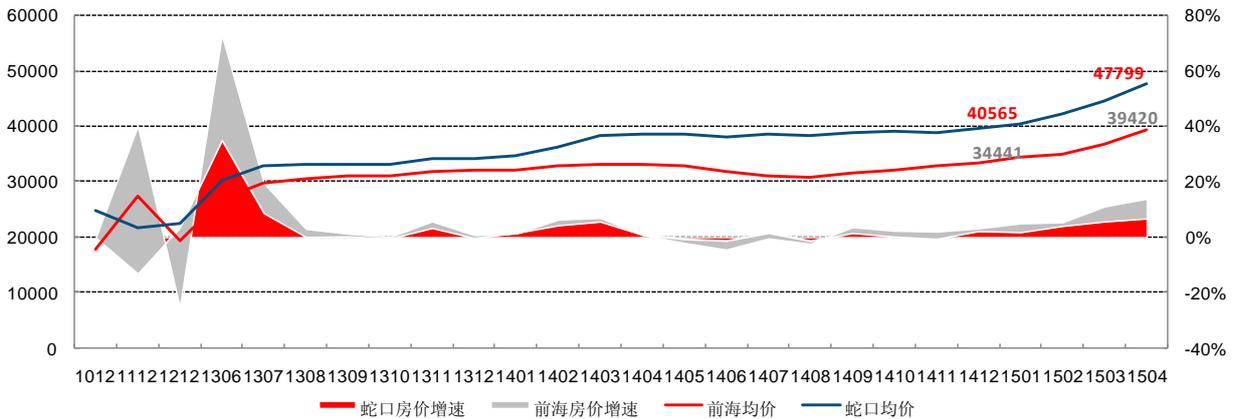
资料来源：中原地产，中信建投研究发展部

图表 41：前海蛇口新房价格走势



资料来源：中原地产，中信建投研究发展部

图表 42：蛇口前海房价变化



资料来源：中原地产，中信建投研究发展部

### 期待深港合作、携手共赢

从历史来看，公司历来就是一个开放的企业，在投资开发过程中合作共赢是常态，内地房企方面，公司与万科、华侨城、世茂、外高桥等企业都有共同开发的项目，而香港房企方面，公司也和香港置地、九龙仓、会德丰有过良好的合作经验。此次吸收合并后，公司将拥有大体量的未开发物业，且都位于前海、蛇口等自贸区地段，我们也期待在自贸区开发过程中，引入香港企业共同开发，一方面符合深港合作的指导思想，同时也可以引入香港房企先进的运作理念，为公司加速自贸区开发助力。

图表 43：招商地产和香港房企合作一览

日期	合作港企	权益占比	投资项目
2010年7月	会德丰	50%	佛山市南海区地块
2013年12月	九龙仓	50%	杭州市拱墅区申花单元

2013年11月

香港置地

50%

重庆中央公园东侧 600 亩地块

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 特色产业园区积极创新，向外复制

### 运作改革开放第一个园区

在产业园区运作领域，公司亦有深厚的底蕴，作为中国第一个对外开放的、以出口加工业为主的工业园区，公司依靠“临港型传统加工制造业”将蛇口发展壮大，成为以外资（港资）企业为主的低端制造业加工基地，随后在 90 年代随着传统产业外迁，工业区启动结构调整，实现了向现代高端服务业进行转型升级。蛇口片区创新文化氛围浓厚，并孵化出了 TCL、科健集团、金蝶软件等创新企业，体现了公司一直以来优质的运作能力。

图表 44：蛇口工业园规划及孵化成果



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 45：蛇口工业园发展历程

工业园区	综合性园区	多核心产业新城
1979 年-1987 年	1987 年-1995 年	1995 年至今

<b>举措</b>	依托特殊政策和香港出口加工基地转移的时机发展成以外资（港资）企业为主的低端制造业加工基地	外资企业制造基地外迁，园区面临产业空心化的威胁，主动玻璃低端加工制造业	将四大老工业基地改造成高科技孵化基地和产业化基地，加强与国内外科研机构的联系，吸引民营高科技企业进驻
<b>产业</b>	涉及 16 个行业：航运、交通运输、基础设施、金融服务、房地产、毛衣、船舶修理、制造业、酒店、旅游等	以原有的产业基础重点发展 4 大业务，同时提出口号进入高科技产业	以地产、物流为核心产业，以高科技、园区服务为主营业务的产业结构

资料来源：蛇口工业区发展历程、中信建投证券研究发展部

### “蛇口网谷”实现产值深度优化

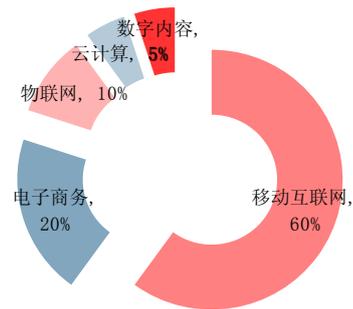
作为蛇口发展以互联网为代表的网络信息产业载体，蛇口网谷应运而生，也是公司旗下最为成功的产业园区。“蛇口网谷”位于蛇口大南山脚下，占地面积约 20 万平米，核心区规划建筑面积约 42 万平米，由移动互联网、电子商务、物联网三大核心功能构成。项目共分为三期：一期 12 万平米，包括数码、科技大厦二期，创业壹号大楼（中科院育成中心等）。二期是对旧厂房物业的改造，包括原来的宝耀厂房、华益铝厂、海虹油漆、神威电子等。三期主要针对已建成的研发楼物业，目前第三期已完工，将为企业提供近 7 万平方米的面积。

图表 46：蛇口网谷格局



资料来源：蛇口网谷路演材料，中信建投研究发展部

图表 47：蛇口网谷入驻企业结构



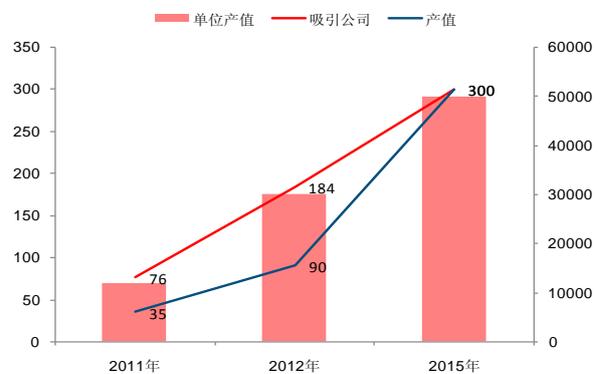
资料来源：蛇口网谷路演材料，中信建投研究发展部

图表 48：广东省委书记汪洋率队到蛇口工业区视察调研



资料来源：公司网站，中信建投研究发展部

图表 49：招商局改造后的蛇口网谷产值提升



资料来源：中信建投研究发展部



经过三期的发展，截至 2015 年 7 月，蛇口网谷园区物业 16 栋，入驻企业 419 家，其中网络科技、文化创意类核心产业客户数量达到 279 家，占比超过 65%，园区主导产业地位日益凸显。其中包括 IBM、香港卫视、至高通信等知名企业，部分企业已成长为细分领域的领跑者。目前，蛇口网谷每平方米年产值已经从 2010 年的不到 2000 元跃升至 5 万元，按照规划，今年年底蛇口网谷将实现 300 亿的总产值，并形成了文化创意产业的聚集，同时今年蛇口网谷成功跻身“国家队”，成为第二批“国家电子商务示范基地”。

## 结合自贸区机遇，向外复制产业园区模式

基于公司在产业园区的先天优势和经验，公司积极将园区运作经验向外复制，目前在全国共深度参与 8 个复合产业园的建设运营，建筑面积达到 324 万平米，其中大部分位于珠三角，涵盖了加工制造业、轻工业、文化创意产业、金融产业、科技研发等产业，未来将抓住城市更新升级以及新城成片开发的机会。除上述外，公司还在大力推进大力推进重庆广阳湾（占地面积约 10 平方公里）、东莞长安新城（占地面积约 20.36 平方公里）、首钢“中国网谷”（占地面积不超过 0.6 平方公里）等大型园区综合开发项目。

除了深圳本土项目，公司也证明了产业园区向外复制的能力。青岛网谷是公司新型园区异地开发的首个项目，位于山东省青岛市国家高新技术开发区胶州湾北部园区，占地 1.27 平方公里，规划总建筑面积 150 万<sup>m</sup>²，其中包括办公研发物业 100 万<sup>m</sup>²，配套住宅 50 万<sup>m</sup>²。项目分三期开发。项目全部竣工后，预计可满足 1000 家企业入驻，容纳 4 万人办公。

图表 50：招商地产旗下特色产业园区项目整理

园区名称	总建面	产品开发模式	运营模式	功能配比（产业园：住宅）
深圳蛇口网谷	42	研发及高科技科技园		
深圳南海意库	10	企业内脑型科技园	持有型	100%商务花园
深圳光明科技园	40	高科技产业园		
深圳 TCL 国际 E 城	44			8:2
广州金山谷创意产业园	34	综合型商务花园（产业园+住宅）	租售结合型	3:7
广州清华科技园	84			6:4
青岛蓝湾网谷（1.2 期）	60	宜商宜居商务花园	销售型	宜商宜居
镇江南山创意园（1 期）	10	宜商宜居商务花园	销售型	宜商宜居

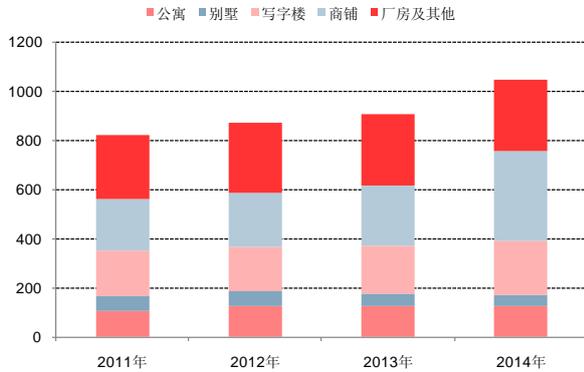
资料来源：中信建投研究发展部

## 坐拥可观经营性物业，未来证券化可期

公司从成立之初开始就注重投资性物业的积累，目前已经拥有大量的物业，其中包括公寓、写字楼、厂房、仓储等各类型物业，平均出租率维持在八成左右，近年公司出租收入稳步提升，已经成为公司重要现金流来源。对于持有型物业，公司将持续做出优化，长期持有收益良好的物业，提升改造收益有上升空间的物业，适时转让处理综合收益低、管理成本高的物业。

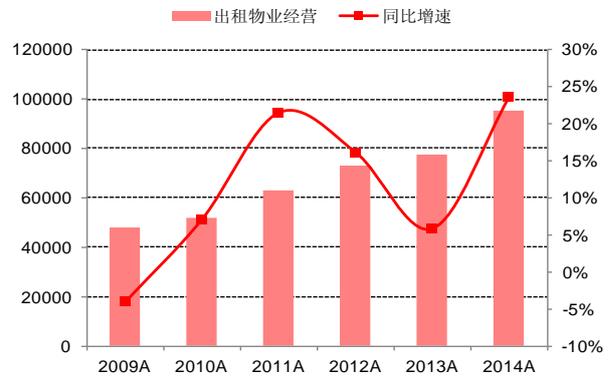


图表 51: 公司历年累计投资型物业规模



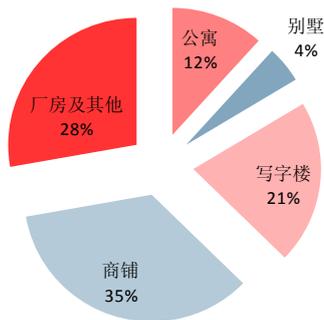
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 52: 公司近年出租物业经营收入及同比



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 53: 公司投资型物业结构



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 54: 公司投资型物业出租率



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

今年 1 月份住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，积极推进房地产投资信托基金(REITs)试点，为国内拥有丰富投资型物业资产的企业带来资源盘活的机会。近年以来，国内市场上相关类 REITs 产品已经开始逐步星火燎原，如中信启航、万达“稳赚 1 号”、高中投保等产品，今年 6 月 26 日，国内首只公募 REITs——鹏华前海万科 REITs 封闭式混合型发起式证券投资基金正式发行，凸显了目前在中国 REITs 税法和证券法尚缺乏明确的条例指引的现状下，实现具有国外成熟市场 REITs 投资等同效应的最佳途径。未来随着国内相关 REITs 税法的推进，以及海外平台的成熟，公司旗下物业有望迎来证券化的机遇。

图表 55: 近年国内类 REITs 产品

发布日期	项目名称	项目规模	项目期限	预计年化收益率	投资标的
2014 年 4 月	中信启航	52.1 亿	<5 年	7-9%/12-42%	北京中信证券大厦、深圳中信证券大厦
2015 年 7 月	万达稳赚 1 号	5 亿	3+4 年	12%	万达广场项目
2015 年 6 月	鹏华前海万科 REITs	30 亿	8 年	7%-8%	前海企业公馆

资料来源: 互联网, 中信建投证券研究发展部

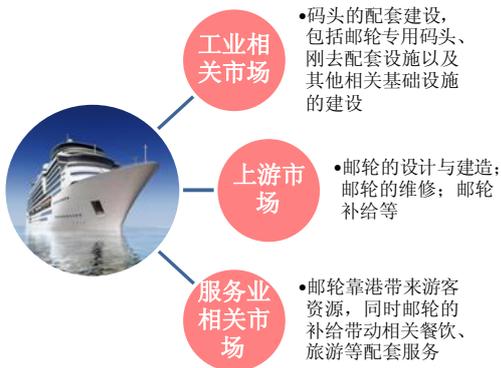
## 邮轮产业方兴未艾，全国布局进行时

### 邮轮母港经济优先受益者

从国际经验看，邮轮经济覆盖邮轮制造、邮轮运营、码头以及依托码头形成的下游庞大的服务产业集群，通过邮轮码头的建设，吸引国际邮轮的到达而成为邮轮产业的节点。邮轮产业对经济要素的集聚性主要表现在两方面：一是为邮轮及邮轮游客服务的各类机构和相关产业（如商业、宾馆、餐饮、陆空交通、金融、中介代理）一般集聚在港口附近及周边地区，以便快捷、方便地为邮轮及游客服务，因此形成了繁华的商务中心区；二是优良的邮轮港口可以吸引更多的邮轮集聚，进而可极大地拉动港口当地的经济。

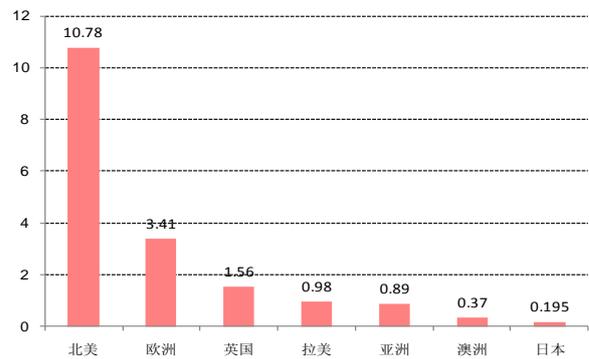
以世界上最大的国际邮轮港口迈阿密为例，每年停靠的邮轮 3000 多艘次，有 18 艘邮轮以迈阿密为母港出发，驶向欧美各港口或世界各旅游胜地，邮轮产业的贡献值达每年 120 亿美元，还创造了 35 万多个工作岗位。邮轮旅游可以 1:10 以上的高比例带动多产业共同发展，而邮轮母港的经济收益更是停靠港的 10-14 倍。从 2003 年至 2013 年，全球的邮轮人数从 1202 万增加到 2132 万，增长接近 80%，CLIA 预测 2020 年全球邮轮乘客将达到 3000 万人次的规模。

图表 56：邮轮经济相关产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 57：2012 年全球主要港口邮轮游客量



资料来源：CLIA、中信建投证券研究发展部

图表 58：全球主要邮轮母港一览

	迈阿密	埃佛格雷兹	卡纳维拉尔	洛杉矶	巴塞罗那	新加坡	香港
发展定位	世界邮轮中心	区域性邮轮中心	区域性邮轮中心	太平洋邮轮中心	欧洲邮轮中心	亚太邮轮中心	亚太邮轮中心
码头基本情况	12 个邮轮泊位	12 个邮轮泊位	10 个邮轮泊位	3 个泊位	7 个泊位	2 个国际邮轮泊位和 4 个区域性邮轮泊位	4 个邮轮泊位
接待游客量 (2010 年)	2100 万次	1750 万次	1320 万次	375 万次	235 万次	120 万次	97.4 万次

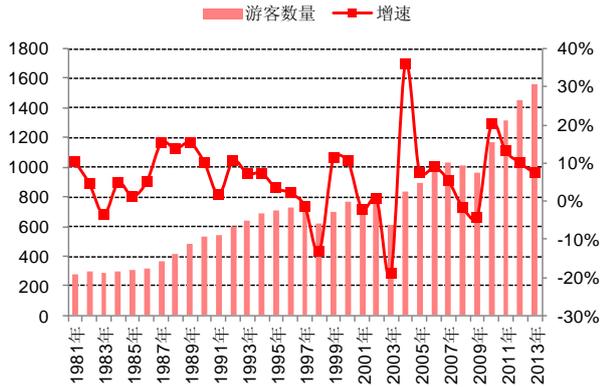
资料来源：CLIA、互联网、中信建投证券研究发展部

从新加坡案例来看，新加坡港在上个世纪 80 年代初只是欧美邮轮的停靠港，而 1991 年投资 5000 万新币修



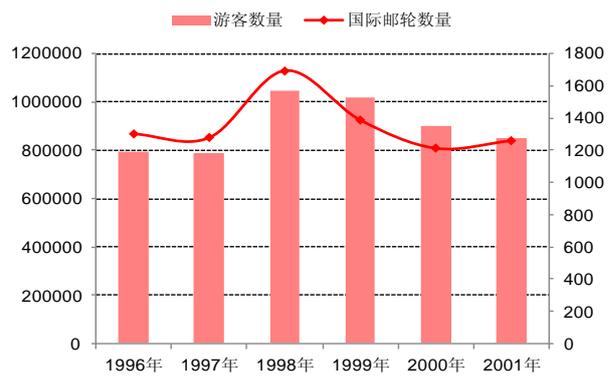
建了邮轮码头后，游客数从 1990 年的 6 万多人增加到 1998 年的 100 多万人，平均年增长率超过 60%，到 2001 年，有 1259 艘国际邮轮抵达新加坡码头，每年到港的邮轮游客超过 100 万人，旅游业收益成为国家 GDP 重要贡献端，新加坡港也被世界邮轮组织誉为“全球最有效率的邮轮码头经营者”。游客量的增长也带来新加坡本地购物、餐饮、观光娱乐、住宿等收入的快速成长，新加坡旅游业收入在 21 世纪初一度占到服务出口的 28%。

图表 59：新加坡历年入境游客数量



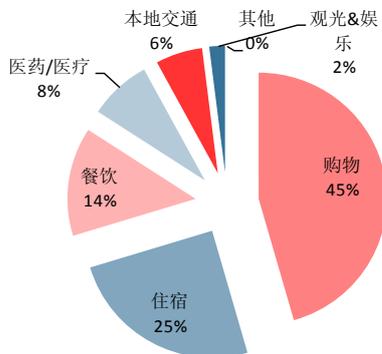
资料来源：新加坡统计局，中信建投证券研究发展部

图表 60：新加坡历年邮轮游客数量及国际邮轮数量



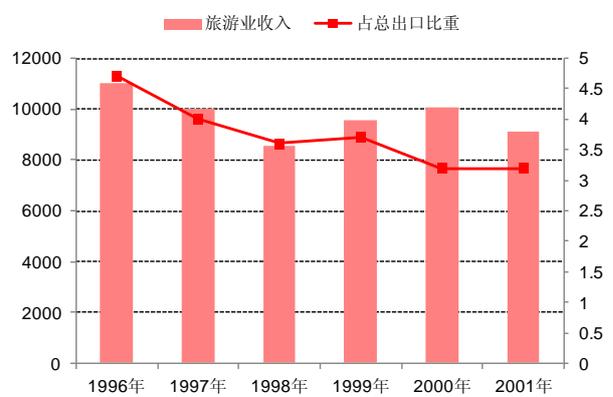
资料来源：新加坡邮轮署，中信建投证券研究发展部

图表 61：新加坡旅游贡献收入结构



资料来源：新加坡邮轮署，中信建投证券研究发展部

图表 62：新加坡旅游收入



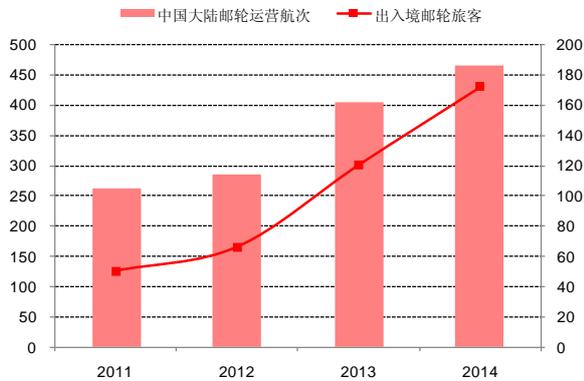
资料来源：新加坡统计局，中信建投证券研究发展部

从全球市场发展空间来看，欧美市场格局已经基本明确，而亚太市场则方兴未艾，我国市场则更处于起步阶段。2014 年 1 月，汪洋副总理批示要大力发展邮轮旅游，2014 年 3 月交通运输部发布《关于促进我国邮轮运输业的指导意见》，意见指出，到 2020 年，东北亚、东南亚、台湾海峡、南海诸岛等邮轮航线、沿海邮轮运输市场初步形成，旅客数量高速增长，预计 2020 年邮轮旅客数量达到 450 万人，成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场。

据 CCYIA 的统计：2014 年中国大陆邮轮运营 466 航次，增长 14.78%，其中母港航次 366 个，增长 9.3%，访问港航次 100 个，增长 40.8%；出入境邮轮旅客 172.34 万人次(86.17 万人)，增长 43.36%。根据国际经验，邮轮产业的发展核心在于消费水平的支撑，我国一二线城市的人均 GDP 达到 1-2 万美元左右，已经初步具备发展邮轮产业的基本条件，未来渗透率存在较大的提升空间。目前，中国国内城市包括上海、厦门、三亚、青岛和大连等城市都已经修建了邮轮母港。

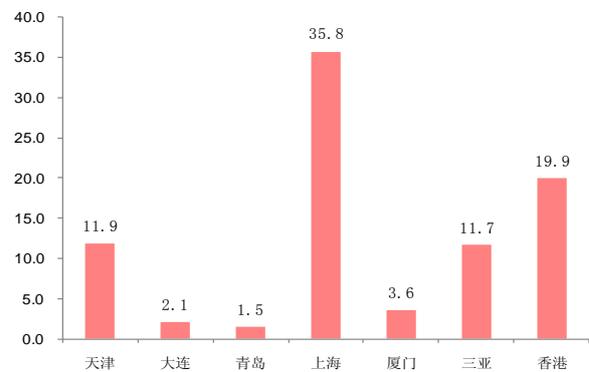


图表 63: 中国大陆邮轮运营航次和出入境游客量



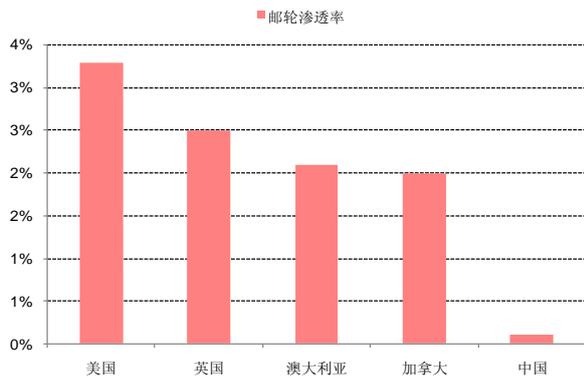
资料来源: CCYIA, 中信建投证券研究发展部

图表 64: 中国港口接待国际邮轮出入境旅客统计



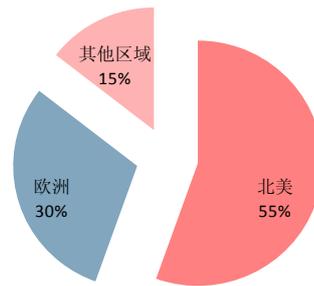
资料来源: CCYIA, 中信建投证券研究发展部

图表 65: 主要国家邮轮渗透率



资料来源: CCYIA, 中信建投证券研究发展部

图表 66: 全球邮轮市场份额



资料来源: CCYIA, 中信建投证券研究发展部

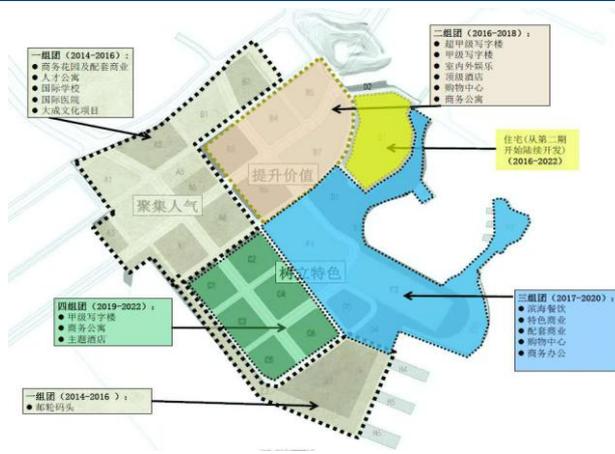
## 受益邮轮母港经济，打造招商新名片

2010年，特区建立30周年的新时期节点，深圳市设定了未来发展的新一轮规划。招商局将在未来5年至8年投资600亿元，完成整个蛇口的再造，再造包括：海上世界城市综合体、太子湾邮轮母港、以网络信息及科技服务产业集聚发展为产业目标的蛇口网谷，其中太子湾邮轮母港、海上世界更新计划是邮轮经济的重要项目。

**太子湾邮轮母港：**工程占地面积约为70万平方米，建筑面积170万平方米，包括建设泊位15个，其中22万GT邮轮泊位以及12万GT泊位各一个，将成为深圳唯一的集“海陆空铁”于一体的现代化国际邮轮母港，也将成为华南片区最大的邮轮母港，有助于提升深圳现代化国际化海滨城市形象，以商业、娱乐、休闲、办公、高端居住为主体，邮轮、客运、文化创意、教育医疗、会议展览为特色。项目中包含业态：商业（27%）、办公（36%）、商务公寓（17%）、住宅（6%）以及仓库、学校、医院等辅助功能。项目总开发周期为八年，分四期开发，计划于2016年底建成开港。



图表 67: 太子湾邮轮母港综合体布局



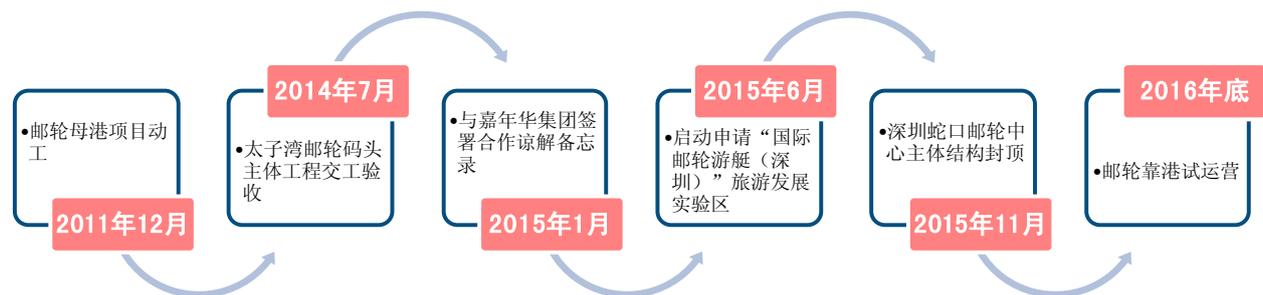
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 68: 太子湾邮轮母港综合体



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 69: 太子湾邮轮母港推进进展



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

**海上世界:** 位于深圳蛇口半岛南端, 由现有 5 万平米综合商业 (明华轮、船前广场、中心广场、太子广场、海滨商业中心) 以及规划中的 70 万平米海上世界新建项目 (包括海上世界广场、太子广场、金融中心二期、招商局广场、伍兹公寓、希尔顿酒店、15 公里滨海长廊、艺术文化中心和高档住宅等) 组成, 是一个集餐饮、娱乐、购物、酒店、办公、艺术、度假、休闲、居住于一体的国际滨海休闲片区。商圈面积约为 10.5 平方公里, 片区内消费人群 24 万人, 其中包括居住人群约 20 万人, 商务办公人群约 4 万人。



图表 70: 海上世界广场业态



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 71: 海上世界广场业态



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

2012 年开始, 公司持续从大股东旗下获取海上世界相关土地资源, 包括船前广场、船后广场、船尾广场、金融中心二期、住宅用地等, 经过 3 年运作, 相关项目已经逐步进入收获阶段。其中住宅项目伍兹公寓已经基本售罄, 高端住宅双玺花园作为招商地产旗下最高端项目, 于 2014 年 7 月开始销售, 深度受益于此轮深圳区域价格弹性。

图表 72: 海上世界双玺花园



资料来源: 搜房网, 中信建投证券研究发展部

图表 73: 海上世界伍兹公寓



资料来源: 搜房网, 中信建投证券研究发展部

图表 74: 招商地产海上世界土地储备获取情况

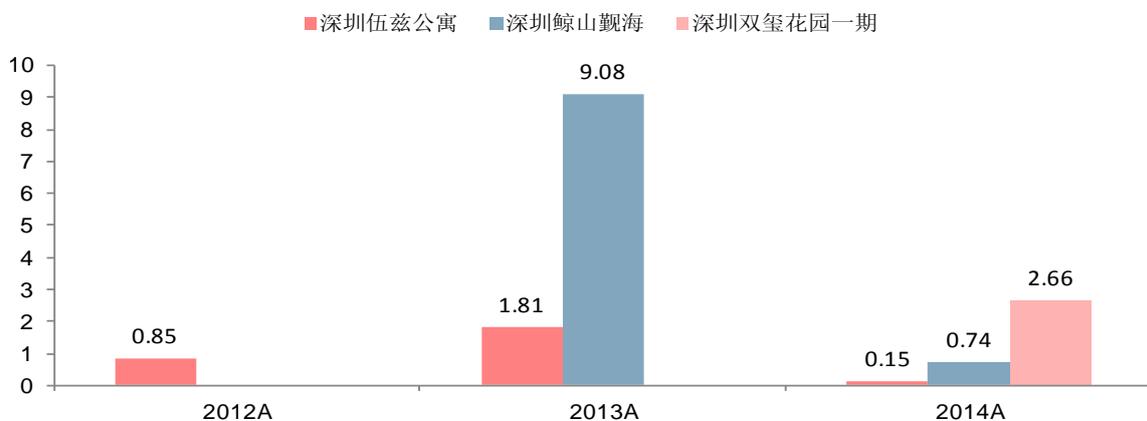
时间	项目/土地	土地规划用途	总面积	建筑面积	楼面价	权益
2014 年 6 月	海上世界片区编号为 2014-003-0005 号地块 (收购)	商业	0.70	0.63	12548	100%
2013 年 9 月	海上世界片区 2011-003-0087 号商业文化办公项目用地	商业服务业、办公设施用地、文化设施用地	2.62	2.88	7083	100%
大股东资产注入	海上世界 2010-303-0007 号宗地	二类居住用地	7.73	15.68	29649	100%
2012 年 11 月	海上世界片区编号为 2011-003-0007 地块	二类居住用地	4.28	12.00	22500	100%



2012年11月	海上世界片区编号为2011-003-0008地块(金融中心二期用地)	商业办公	1.87	7.12	13400	100%
2012年11月	海上世界片区编号为K304-0003地块(海上世界广场一船后广场)	商业服务	1.22	1.24	10600	100%
2012年11月	海上世界片区编号为K302-0009地块(海上世界广场一船尾广场)	商业服务	1.54	1.20	10600	100%
2012年11月	海上世界片区编号为K302-0010地块	旅馆酒店	2.37	4.29	1547	100%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 75：海上世界项目逐年进入收获期



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 与国际品牌合作共赢

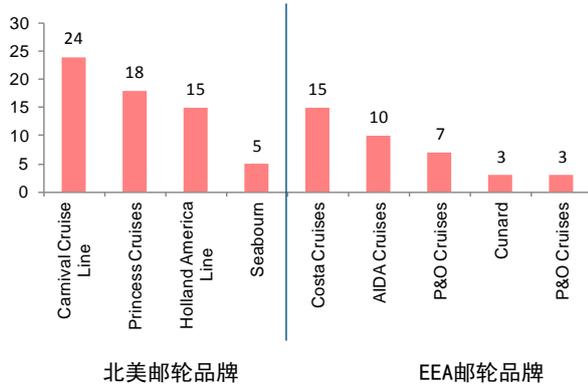
在运营邮轮母港经济的思路下，公司除了自身开发，还积极引入国际知名品牌，深化太子湾邮轮母港影响力，有力拓展并深化以航运业为主业的招商局集团的业务内涵：

- **美国嘉年华集团：**招商局1月份与美国嘉年华签署合作备忘录。集团是全球性的邮轮公司，占有全世界邮轮旅客市场接近50%的份额，集团共拥有102艘现役邮轮，在全球有150条邮轮航线，360个目的地，其旗下的歌诗达邮轮公司是第一个进入中国市场的邮轮品牌，现在共有4艘邮轮部署在中国实现母港经营。嘉年华集团将在2015年引进歌诗达·赛琳娜号，歌诗达·维多利亚号、歌诗达·大西洋号、蓝宝石公主号共同服务中国市场。

双方即将推动的两项重要合作包括：成立合资船舶公司，打造首个专门服务中国市场、自主拥有并运营邮轮产品的中国本土邮轮品牌，公司或寻求机会购入由中国自主设计、建造的邮轮；双方全面开展邮轮全产业链的互利合作，吸引全球更多邮轮停泊太子湾，并大力发展中国周边及北亚地区的邮轮目的地。



图表 76: 嘉年华旗下品牌及邮轮数量



资料来源: 嘉年华集团年报, 中信建投证券研究发展部

图表 77: 嘉年华旗下港口布局



资料来源: 嘉年华集团官网, 中信建投证券研究发展部

- **英国国立维多利亚和艾尔伯特博物馆 (V&A):** 2014 年 6 月招商局集团与全球最大的设计博物馆——英国国立维多利亚和艾尔伯特博物馆 (V&A) 签约, 将共同创办中国首个大型设计博物馆。博物馆将落户蛇口文化艺术中心, 是招商局集团“再造新蛇口”的重要组成部分。

图表 78: 招商局与 V&A 签约



资料来源: 公司网站, 中信建投证券研究发展部

图表 79: 英国国立维多利亚和艾尔伯特博物馆规划



资料来源: 公司网站, 中信建投证券研究发展部

## “城市客厅” 向外复制进行时

太子湾邮轮母港、海上世界项目模式的成功印证了公司对于邮轮经济的深刻理解, 同时也展现了招商局旗下多部门协同合作的优势, 通过海上世界名片的打造, 公司未来将对城市客厅模式向外复制, 目前已经与厦门、青岛等城市签署合作框架协议, 共同打造邮轮母港合作计划。另外, 招商局作为国内最早的航运企业, 在百年沉淀过程中, 几乎投资覆盖国内所有的港口, 包括天津、烟台、上海、宁波、舟山、深圳、北海、香港仓码等, 在邮轮母港项目的扩张中, 存在丰富的想象空间。

图表 80: 招商局集团近期邮轮母港合作计划

时间	城市	项目	规划
2013 年 8 月	青岛	集团与青岛港集团就青岛邮轮母港城项目签订战略合作框架协议	位于大青岛“黄岛, 红岛, 青岛”三城联动发展战略关键区域, 投资规模千亿, 总建筑面积约 50 万平方米



2013年11月 厦门 集团与厦门市政府签署了《厦门湾同城化发展战略 以东渡邮轮母港综合开发为切入点，实现船、港、城一体合作框架协议》和《关于厦门国际邮轮母港项目合作框架协议》

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 青岛邮轮母港：

青岛邮轮母港城位于青岛港大港老港区及周边区域，北至海泊河，东、南至胶济铁路，西以海岸线为界，占地面积约 4.3 平方公里，建筑面积约 600 万平方米。启动区位于青岛港六号、一号、二号码头及腹地，占地面积约 77 公顷，建筑面积约 140 万平方米。2015 年 8 月，招商地产、青岛港集团、华润置地三方共同出资设立青岛邮轮母港开发建设有限公司，三方股东将强强联手、优势组合打造邮轮母港城，将其打造成青岛市新的城市地标。

### 厦门邮轮母港：

厦门国际邮轮母港是东南国际航运中心的重要组成部份，是建设厦门国际港口风景旅游城市的重要环节，拟打造成世界一流的邮轮母港及厦门休闲旅游胜地和两岸文化交流的重要平台，占地面积约 47.1 公顷，邮轮母港第一期开发面积 70 万平方米，包含邮轮码头 4 个泊位、客运联检大楼、酒店群、邮轮旅游集散中心、游乐中心、商业中心以及邮轮商务配套区，建成后将成为东南国际航运邮轮中心的 CBD。9 月 11 日，深圳招商远航投资有限公司联合厦门国际邮轮母港集团有限公司，以 43.7 亿元竞得厦门湖里区邮轮母港片区南侧的“2015G15”地块，标志着公司厦门邮轮母港项目开始启航。

图表 81：厦门邮轮母港



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 82：青岛邮轮母港



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 83：招商局旗下港口资源整理

城市	港口	岸线总长 (公里)	堆场面积 (万平米)	14 年集装箱吞吐量 (万 TEU)	股权	介绍
深圳	蛇口集 装箱码 头	4.09	105 (总面积)	2403.7	100%	蛇口集装箱码头有限公司成立于 1989 年，于 1991 年正式投入运营，是深圳市最早的一家专业化集装箱码头。目前公司由招商局国际及香港现代货箱码头共同投资拥有。S 地处于珠江入海口东岸，深圳经济特区西南部，背靠有“世界工厂”之称的珠江三角洲发达经济腹地，是中外货商及船公司进出华南地区的主要运输“桥梁”。码头现有可靠泊第六代集装箱大船专用泊位九个，年最大处理能力可达 650 万 TEU。



福建漳州	漳州招商局码头有限公司	2.23	68.1	41	60%	漳州招商局码头有限公司（漳州码头）於2000年9月成立，位於厦门湾南岸、九龙江出海口及招商局漳州开发区内。招商局国际有限公司现持有漳州码头60%的股权，并拥有管理权。漳州码头是随著海峡两岸经济贸易日趋繁荣而发展的新兴港口，位处的厦门港招银港区是国家第一类开放口岸，也是国家首批公佈的对台直航港口。公司享有招商局漳州开发区岸线的优先开发及使用权，主要经营集装箱、散杂货装卸及仓储业务，是厦门湾主要的集装箱及散杂货码头。
上海	上海国际港务（集团）股份有限公司	27.5	835.3	3529	24.49%	上海国际港务（集团）股份有限公司（上港集团），是中国内地最大的港口企业。招商局国际为上港集团第二大股东，现时持股24.49%。入主上港集团，标誌著招商局国际成功实现全国枢纽港口网络佈局，亦为招商局国际港口业务长期持续成长创建坚实的发展平台。上港集团以建成世界跨国码头经营公司为目标，积极参与国内外港口投资建设，通过港口资源整合、老港区功能转换和港口市场开发，实施“长江、东北亚、国际化”三大战略，形成了集装箱码头、散杂货码头、港口物流及港口服务四大支柱产业，逐步发展成为以码头和集装箱经营为主体，辐射国内国际市场的跨区跨国经营格局。
宁波	宁波大榭招商局国际码头	1.5	70.5	250	45%	宁波大榭招商局国际码头有限公司是招商局国际在中国最活跃的经济圈长江三角洲的重要战略布点，项目总投资4亿美元，招商局国际持股45%并拥有管理权。码头位于浙江省宁波市大榭港区，处于中国海岸线中端，长三角南翼，长江黄金水道和海岸线的“T”型交汇点，距上海136海里，距宁波市中心40公里，与宁波经济技术开发区、保税区仅一水之隔。码头地理位置优越，是国内外航商进入中国长三角及长江沿岸地区的重要交通枢纽，也是国内货物进出境的最佳入海点。
青岛	青岛港招商局国际集装箱码头	4.489	140	598	49%	招商局国际青岛公司位於青岛前湾保税港区内，旗下合资公司——青岛前湾联合集装箱码头（QQCTU）、青岛前湾西港联合码头（QQTU）分别经营集装箱码头业务及散杂货码头业务。QQCTU为招商局国际青岛公司与三国五方的青岛新前湾集装箱码头公司（QQCTN）於2009年12月合资组建，双方各持50%股份，经营9个深水集装箱泊位，岸线总长度为3,163米，年设计吞吐能力为525万TEU，QQCTU注册资本20亿元人民币，运营管理总资产约70亿元人民币。QQTU为招商局国际青岛公司与青岛港集团於2010年6月份合资组建，招商局国际青岛公司持股49%，青岛港集团持股51%，经营7个散杂货泊位，经营岸线长度为1,326米，注册资本为人民币5亿元，投资总额为人民币11.2亿元。
青岛	青岛港董家口矿石码头	29	400		3.3%	总投资38亿元人民币，注册资本14亿元人民币，合同外资1.6亿美元，由招商局集团、万邦集团、中远集团和青岛港集团共同出资设立。董家口港区已建成泊位25个，拥有世界最大的30万吨级矿石码头、30万吨级原油码头，2014年完成吞吐量突破亿吨，成为货种齐全、功能完备的现代化综合性港区。
天津	天津五洲国际集装箱码头有限公司	1.202	27.6	257	14%	天津五洲国际集装箱码头有限公司（FICT）是招商局国际与天津港集团等五家股东共同投资兴建的专业化集装箱码头有限公司。公司於2004年1月1日起投入试营运。码头年设计处理能力为150万个标准箱，是目前天津港设计规模最大、设备设施最先进的集装箱码头。码头位于天津港东突堤北侧，与天津港保税区及天津经济技术开发区相毗邻。
香港	香港现代货箱码头有限公司	2.432	92.61	589	27%	香港现代货箱码头有限公司（MTL）於1969年成立，是香港第一家集装箱码头，也是目前香港最大的集装箱码头运营商之一。招商局国际是该公司第二大股东。现代货箱码头於香港葵青货柜码头拥有七个集装箱船泊位和两个驳船泊位，岸线总长度约2,432米。近年来，现代货箱码头锐意拓展中国内地港口业务。在深圳西部港区，招商局国际与现代货箱码头开展多层次的战略合作，强强联合，共同打造行业品牌，建立行业领先地位。

湛江港（集团）股份有限公司	7.38	---	58	---	<p>湛江港（集团）股份有限公司是中外合资股份制企业，注册资本人民币 40.2 亿元。湛江港位于中国大陆最南端的广东省雷州半岛，地处联结南北半球，沟通太平洋、印度洋的中心位置，是中国大陆通往东南亚、非洲、欧洲及大洋洲海上航程最短的港口，现与世界 100 多个国家和地区通航。湛江港集团现有霞山和调顺岛两大港区，开发岸线 8,781 米，现有生产性泊位 39 个，其中包括两个 30 万吨级原油泊位，一个 25 万吨铁矿石泊位以及一个 15 万吨级煤炭泊位；拥有 30 万吨级深水航道，是华南沿海地区通航条件最好和原油、铁矿石接卸条件最好的港口。</p> <p>珠江内河货运码头有限公司（珠江内河），是珠江三角洲最大的内河码头运营商，招商局国际现时持股 20%。珠江内河持有珠江三角洲 10 个货运码头的权益，其中全资拥有高明港、康州港，控股持有清远港、珠海西域港，合资持有三埠港、佛山新港、佛山南港、三水港、鹤山港、北村港等码头。珠江内河通过构建完善的码头网络布局，为往来香港与珠江三角洲的内河船舶提供码头装卸、仓储、陆上货柜拖运等服务。珠江内河通过以珠江三角洲枢纽港为核心，以所属二类口岸码头为依托，打造珠江三角洲头程物流综合服务体系，为客户提供更多的增值服务。</p>
珠江内河货运码头有限公司	2.5	35	122	20%	

资料来源：公司公告，公司网站，中信建投证券研究发展部

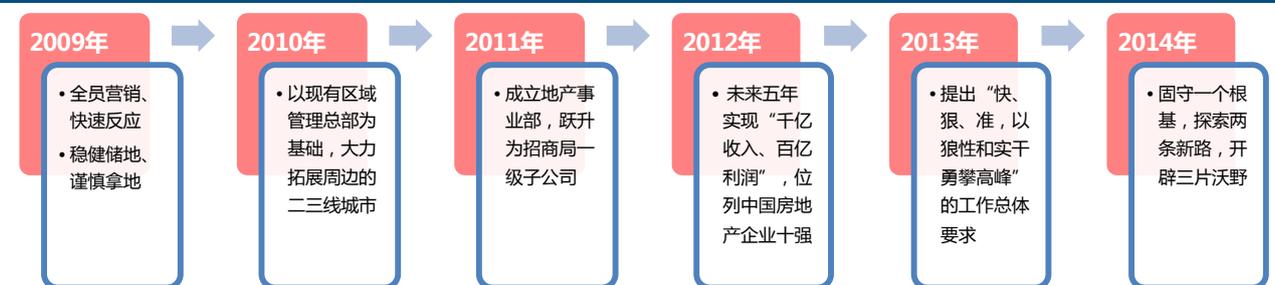
## 社区运营根基扎实，布局大健康领域

### 传统业务内外兼修，稳中提速

#### 节奏精准，优化布局

公司传统地产项目在过去的十年中整体较为稳健，但以 2011 年招商局集团成立地产事业部为契机，提出“提速、提效、快周转”的目标，2012 年、2013 年拿地金额同比增速分别达到 130% 和 60%，拿地额占比也创出近年新高，彰显公司提速转型的坚决态度。同时通过资源嫁接以及全国核心城市的探索，公司也实现了更为合理的城市布局，当前全国储备一二线城市占比约七成，珠三角、长三角、环渤海等已经实现均衡配置。拿地策略方面，公司除了招拍挂，还会结合合作、参与旧改等方式实现成本控制，目前已成立了约 10 人的兼并收购小组，向市场寻求项目并购机会，例如承接退出地产业务的央企优质项目。

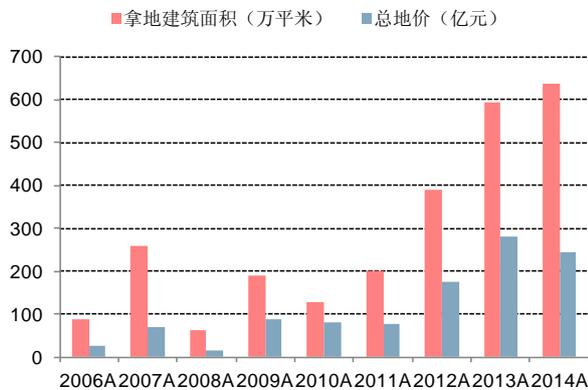
图表 84：公司历年年报关键词



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

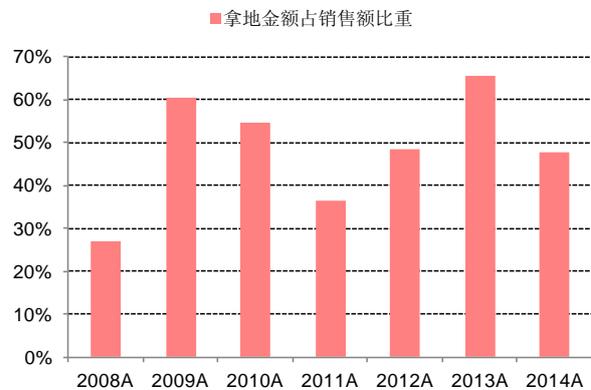


图表 85: 拿地建筑面积及总地价



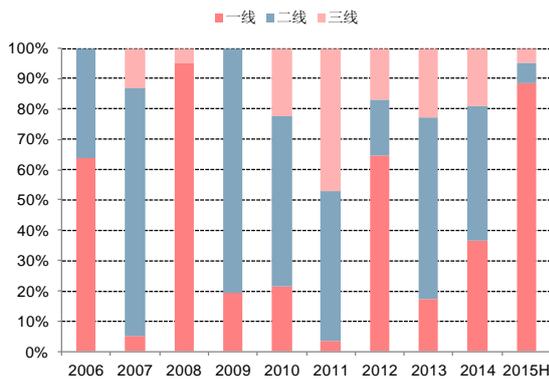
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 86: 拿地金额占销售金额比重



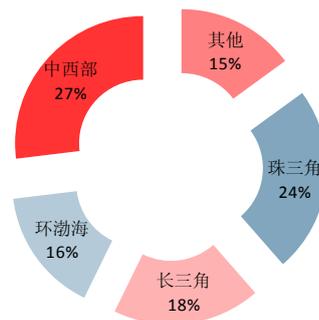
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 87: 历年拿地区域结构变化



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 88: 土地储备区域结构



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 89: 招商地产进入城市变化



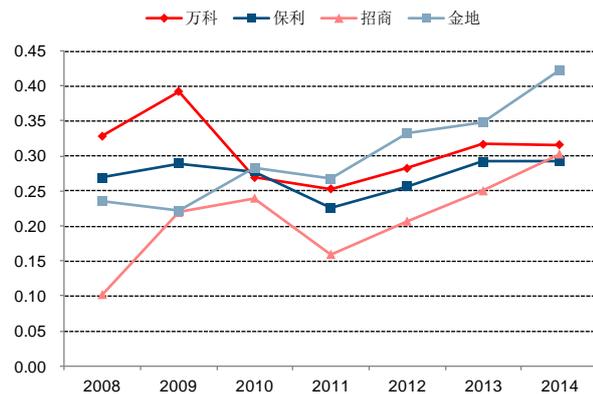
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

## 降费提效, 补足短板



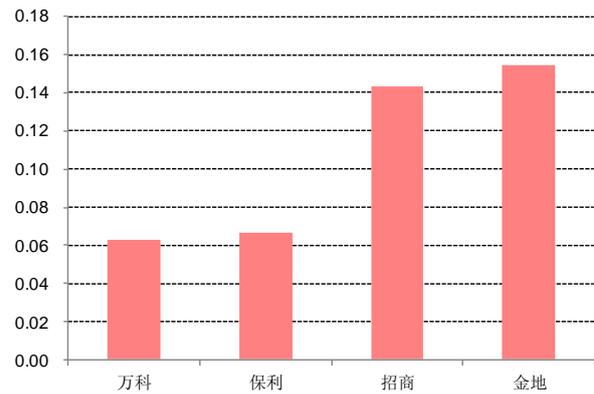
公司近年也在成本管控端积极努力，形成机制驱动产品标准化，通过提高新目标标准化率、限额设计指标达标率、战略采购率等手段实现降费提效：2014年全国在建项目平均建安成本较年初降低127元/平米，产品标准化进一步提升，形成了“双孩”系列产品，形成了可复制的住宅项目的实施路径。成果上来看，从2011年开始，公司存货周转率逐年提升，销售管理费用率的改善幅度也在龙头企业中排名前列。

图表 90：一线房企存货周转率



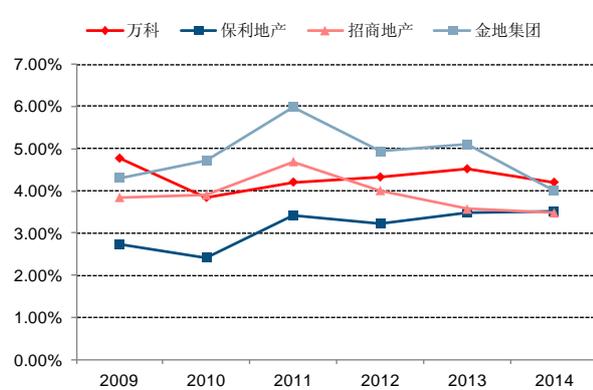
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 91：一线房企存货周转率改善幅度



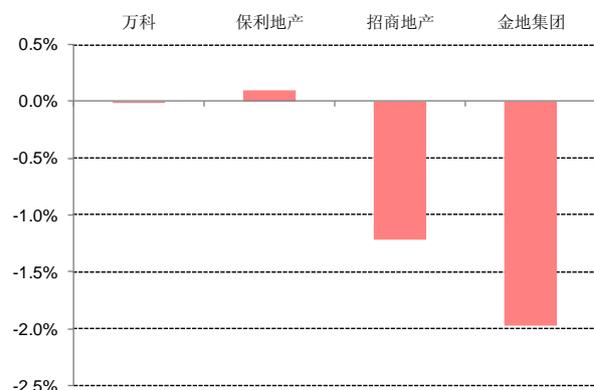
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 92：一线房企销售管理费用率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 93：一线房企费用率改善幅度



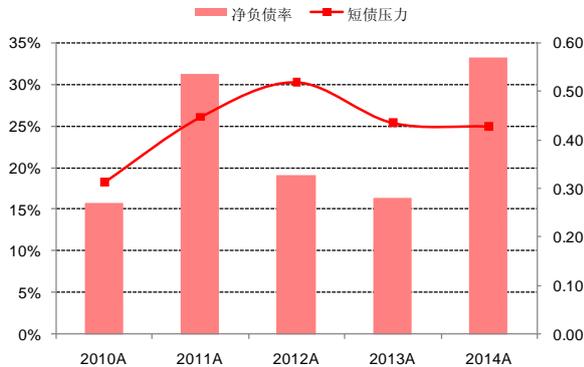
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 强大资金优势构筑杠杆空间

公司作为央企旗下地产旗舰，拥有不可比拟的融资优势，近年融资成本维持在5%左右，因此虽然近年扩张激进，但杠杆率依然维持在行业低位，为公司进一步发力构筑资金护城河。债权融资方面，在常规银行借款确保资金的基础上积极拓展新渠道，开创了盘活存量商业不动产以获取发展资金的新模式；首次获得保险机构发行的“招商不动产债权计划”；首次获得中国银行间市场交易商协会对公司中期票据的注册批准，打开了今后稳定地获取中长期低成本、用途灵活的债务融资之门。

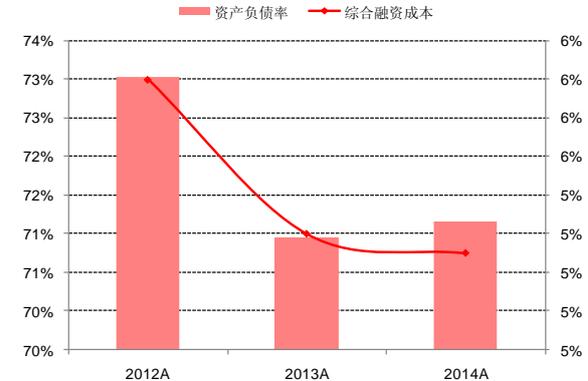


图表 94：净负债率及短债压力



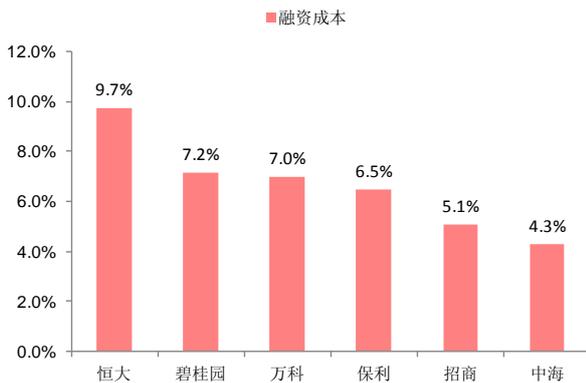
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 95：公司资产负债率及综合融资成本



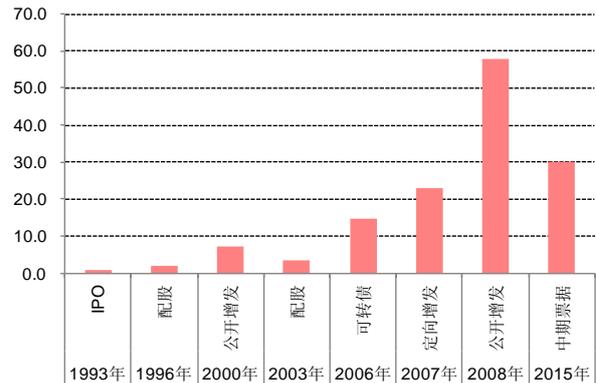
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 96：公司融资成本比较



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 97：公司近年资本市场融资情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

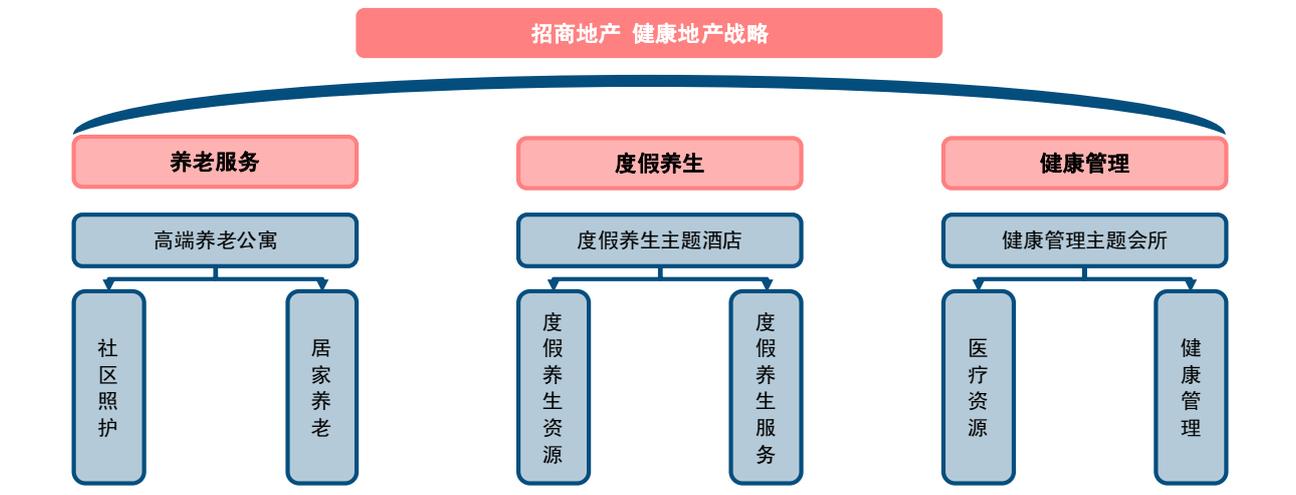
## 积极布局大健康领域

随着人口老龄化的加速，公司也开始在产品端思考健康产业的布局。目前主要分为三大方向：1、养老服务，主要体现为高端养老公寓，结合社区照护和居家养老服务；2、度假养生产品，主要体现为度假养生主题精品酒店，结合度假养生资源和服务；3、健康管理产品，主要体现为健康管理主题会所，结合医疗资源和健康管理。

具体落地策略方面，公司当前主要集中在存量物业转型，并在在建开发物业增加养老模块。同时也积极拓展新增旅游健康养生项目，其中主要分为三大类型：1、带养老服务功能的城市住宅社区；2、一二线城市郊区大盘全龄社区；3、具景观及生态资源优势的远郊旅游度假养生目的地。

2014年10月，招商地产下属子公司招商商置与法国第四大医疗养老机构高利泽正式合资成立“招商高利泽养老服务公司”，合资公司以发展和管理医疗性专业老年护理机构，未来逐步拓展专业居家服务、日间照料等业务。招商高利泽在中国的第一批项目选址在广州和深圳，预计于2016年年底开业，将成为养老服务产业的示范基地、人才培养基地、创新基地，将承载公司人员培训、管理服务标准的输出、品牌塑造等多项使命，从而辐射支持住宅社区，形成独具竞争力的社区老年服务品牌。

图表 98：公司旗下健康地产架构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 强资源匹配，产业大协同

### 产融结合构筑资源协同

今年招商局集团董事长李建红在集团年中会议上要求进一步深入推进“三产一科创”（产融结合、产城联动、产网融合和科技创新）的重大项目，打造数字化、国际化和平台化的招商局。经过多年沉淀，公司当前各板块旗下已经积累了丰富的资源，其中：1、招商局蛇口控股积累个人和企业客户超过 10 万，流动客户 580 万人/年；2、招商地产旗下拥有家庭客户超过 30 万，企业客户超过 10 万；3、招商银行零售个人客户超过 6117 万，公司客户超过 91 万；4、招商证券拥有 700 多万客户，这其中孕育着丰富的存量融合的机遇。

从去年开始，公司先后和招商局资本、招商银行、清华启迪、中外运等展开合作，实现大招商旗下资源的盘活和有效利用。我们相信类似公司与招商银行实现总对总合作的模式将会越来越多地出现，资源的整合也将为公司加速发展和今年在客源、贷款利率优惠方面预计有明显体现。

图表 99：公司战略布局



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



同时我们认为随着此次资产注入，以及全集团产业协同的形成，公司未来将逐步由过去的传统地产业态拓展到“以服务为中心”的业态蓝海，轻重资产逐步分离，形成土地经营、综合服务及金融服务的盈利循环，由此形成可持续盈利能力及竞争优势的行业壁垒。这将是站在“而立之年”的招商地产，得以在未来十年中脱颖而出的最重要一步。

图表 100：公司产融结合的新模式



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 招商银行——实现融资便利和要素互换

14年11月21日，招商地产和招商银行签署战略合作协议，双方将在授信及融资服务、国际结算和其他金融服务、品牌共建及客户共同开发、产业园区及社区金融服务、资本市场专业化服务、金融不动产开发、咨询与培训服务等方面展开深入合作。主要体现在：

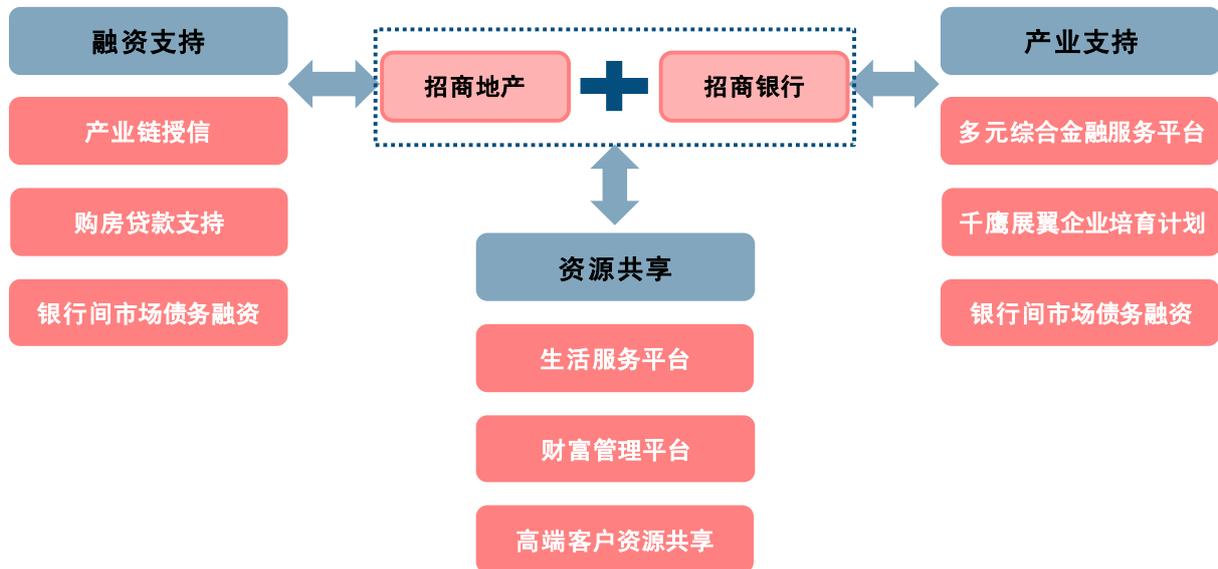
**融资支持：**1、招商银行将给予招商地产及上下游产业链关联企业总额不超过100亿元等值人民币的授信和融资支持及多渠道资金支持。2、招商地产购房者如果优先选择招商银行作为按揭银行，招商银行将提供优惠的贷款利率。3、招商银行以最佳方案、最优价格、最高效率为招商地产提供银行间市场债务融资工具。

**产业支持：**招商银行将为招商地产旗下产业园及社区提供多元化综合金融服务平台，服务范围包括小额金融服务、代收代付、缴费类款项归集等。入驻招商地产旗下产业园区的中小企业，可在招商银行优先获得贷款，招商银行还能为其提供贸易融资、咨询顾问、现金管理、汇款及结算等方面多样化、个性化、综合化的金融产品和服务。招商银行还将把入驻招商地产旗下产业园区、且符合条件的中小企业纳入“千鹰展翼”企业培育计划，整合行内外资源，通过股权投资服务平台和债权融资创新产品，针对企业不同成长阶段实施分类培育、梯度培养，助力产业园区内创新型成长企业快速发展，同时还为其提供包括银行贷款支持、引入私募股权融资、协助登陆多层次资本市场等综合化金融服务。

**资源共享：**招商地产和招商银行还将在客户共同开发方面实现开放互通，为双方共同客户提供基于生活服务和财富管理的增值平台。同时，针对双方的高端客户，双方均会给予优惠措施来吸引高端客户消费。而在基于双方客户会员系统上，如招商会、招行信用卡积分互动，及营销创新等方面建立长期沟通合作机制，探索创新合作模式。



图表 101：招商地产和招商银行合作模式



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 招商局资本——助力新业态发展

招商局资本是招商局集团旗下专门从事另类投资与管理业务的公司，并由招商局集团董事长李建红亲自挂帅，目前管理着 4 支基金，规模近 200 亿元，重点投资领域包括房地产、基础设施、装备机械、金融服务等。我们认为两者在商业地产基金、产业园区建设、养老地产以及联合开发等方面的合作与探索，对于公司而言一方面能够充分利用招商资本这一融资平台强化资金优势，另一方面能够与招商资本上下联动，把握 REITs、产业园区、养老地产等领域的新机遇，践行公司业务升级总体架构。

图表 102：合作模式

合作方向	合作模式
商业地产基金	招商局资本将指导协助招商地产在保留管理权的条件下进行五项商业资产的交易
产业园区	共同探索产业园区运营模式和平台，今后还会向招商局资本推荐对入园企业作股权投资，并选取适合的园区，由招商局资本和当地政府发起区域园区产业投资基金，直接对园区进行重资产投资
养老地产	加强养老健康地产的研究，探索和实践养老健康地产运作模式
联合开发	联合投资开发新的房地产项目

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图表 103：招商局资本演变

时间	子公司	内容
1987 年	中国科招高技术公司	与原国防科工委和国家科委共同创办，目前是中国现存最早的股权投资企业
1993 年	招商局中国基金	成立招商局中国基金，投资项目分布于金融服务业、文化传媒、工业制造、能源以及资源等
1999 年	招商局科技集团	成立招商局科技集团，致力于高新技术领域风险投资、创业孵化和产业基地建设
2009 年	招商致远资本	招商证券设立直投子公司——招商致远资本
2011 年	中新建招商股权投资基金	与新疆生产建设兵团共同设立总规模 100 亿的中新建招商股权投资基金



2012年 招商局资本

在深圳设立招商局资本，对集团基金业务进行整合，促进集团产融结合和基金业务的发展

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 中外运合作——助力产业地产升级+存量资源盘活

14年12月2日，招商地产与中外运长航在深圳举行战略合作签约仪式，双方将发挥各自在城市综合开发运营与土地资源方面的经验优势，推动和实现广泛合作。中外运长航是国务院国资委直属管理的大型国际化现代企业集团，是以物流为核心主业、航运为重要支柱业务、船舶重工为相关配套业务的中国最大的综合物流服务供应商。近期媒体报道，招商局集团和中外运长航集团存在重组整合预期，如果未来重组成功落地，我们认为中外运丰富的物流港口资源也将为招商局蛇口的扩张带来机遇：

**1、布局深化，物流地产资源共享。**中国外运长航控股两家A股上市公司、两家香港上市公司，下属境内外企业730余家，网络范围覆盖了全国所有省、自治区、直辖市，以及香港、韩国、日本、加拿大、美国、德国等50个贸易国家和地区，与400多家知名的境外运输与物流服务商建立了业务代理和战略合作伙伴关系，其在物流地产方面的集团优势将为招商布局特色产业园区、邮轮母港业务带来新突破。

**2、存量资产盘活，合作共赢。**中国外运长航在一二线城市拥有土地储备，包括北京、上海、深圳等区域，持有位于深圳罗湖的物流中心旧改项目、上海江湾项目等，未来不排除合作盘活存量资源的可能性。

图表 104：中外运海外布局



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

图表 105：中外运国内布局



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

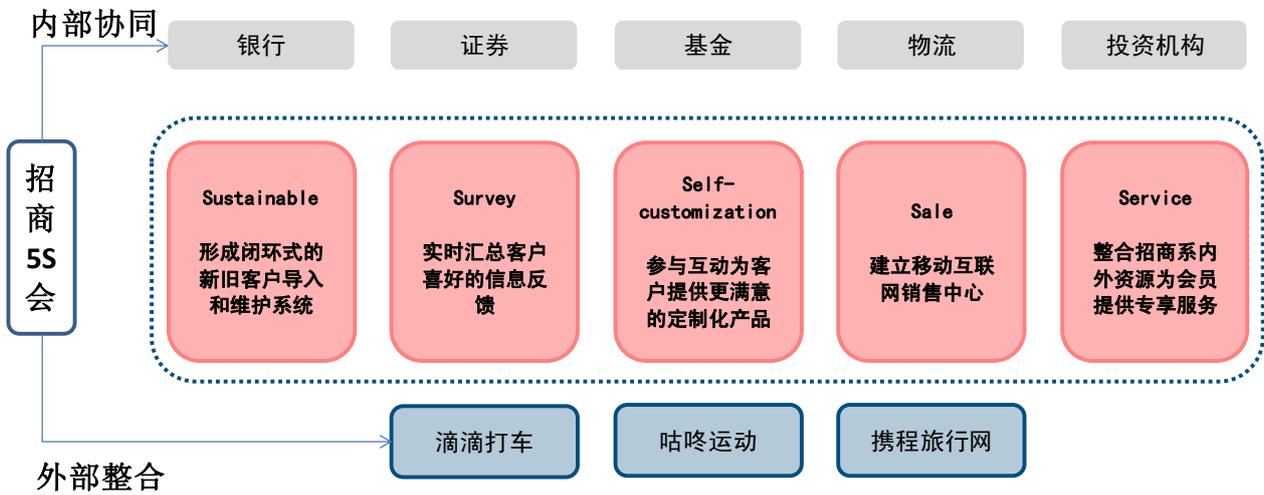
## 产网结合，拥抱互联网

在互联网风起云涌的时代，如何嫁接互联网也成为百年招商的命题，集团董事长提出“产网结合”将为招商地产获取用户提供一条新路径，而如何获取有融资需求的用户，是“产融结合”的出发点。招商地产于7月份推出全国首家房地产移动互联网5S店，“5S”分别代表了Self-customization（自我定制，即参与互动为客户提供更满意的定制化产品）、Service（会员服务，即整合招商系内外资源为会员提供专享服务）、Sustainable（可持续，即形成闭环式的新旧客户导入和维护系统）、Sale（销售，即建立移动互联网销售中心）、Survey（反馈，即实时汇总客户喜好的信息反馈），将传统的地产客户会会员服务从线下引至线上，推行泛会员制，并结合了会员在“居住、感情、社交、生活、娱乐、置业”等方面的实际需求。通过平台搭建，公司在集团内部将银行、基金、证券、物流等优质资源打通，在外部则联合滴滴打车、咕咚运动、携程旅行网等开展合作，实现全方位



的客户资源整合，为地产平台的快速发展建立强大基础。

图表 106：公司产网融合进展



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



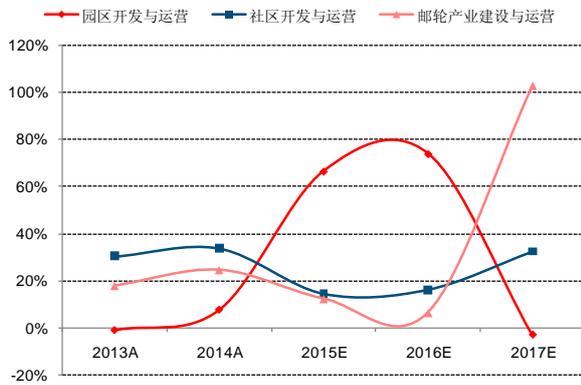
## 估值及盈利预测

### 吸收合并后公司估值的思考

#### 重组完成后业务结构分析

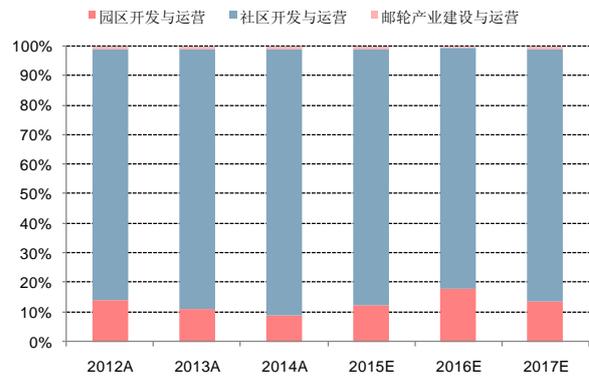
此次换股吸收合并完成后，公司将成为立足于深圳前海蛇口自贸区，发力园区开发运营、社区开发运营以及邮轮产业建设运营三大板块，从合并口径来看，公司过去以及未来可见的几年内，社区开发与经营仍将是公司收入及利润的主要构成，预计 2015 年、2016 年和 2017 年收入占比分别为 87%、82% 和 85%，值得指出的是，社区开发运营是公司综合能力的体现，邮轮母港建设所推动的土地资源优势都将逐步在公司社区开发板块中显现，同时随着全国园区布局的深化，园区收入占比也将有所抬升。

图表 107：公司分业务收入增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

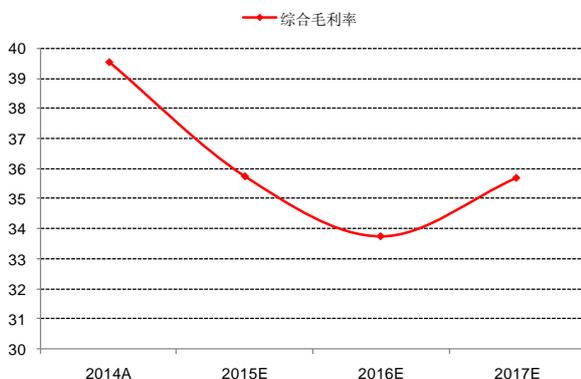
图表 108：公司分业务收入占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

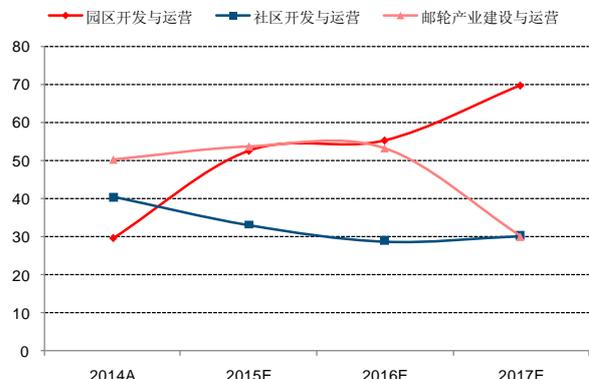
盈利能力方面，公司预计未来两年仍将维持下降趋势，这主要是公司的前海、蛇口、太子湾等优质资源仍处于开发阶段，同时过去沉淀的二三线城市项目结算比例有所抬升，但随着两家公司合并后，协同优势体现，优质资源的逐步释放，公司的盈利能力预计将在 2017 年开始逐步恢复提升。

图表 109：公司综合毛利率预计



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 110：公司分业务毛利率变化



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



## 假设条件下的绝对估值

通过此次换股吸收合并方案，招商局旗下前海、蛇口、太子湾等区域核心土地储备将得以悉数进入上市平台，根据此次方案，招商局蛇口控股拥有 302 项境内土地使用权，面积共计 511 万平方米，其中太子湾、前海、蛇口片区分别占比约 10%、46% 和 43%，从功能来看，太子湾片区以商服用地为主，前海片区主要为商业、商务金融、住宅等用地，而蛇口片区则主要以工业用地、住宅为主。

根据土地用途我们对此次注入资产的容积率进行假设，其中太子湾容积率基本确定，蛇口片区在当前规模下存在城市更新的机遇，前海片区受益于自贸区的规划调整，两者未来都存在提升容积率的预期，我们假设其中 10% 项目为非经营性资产，最终计算得出招商局蛇口（合并后）NAV 为 2627 亿，按 80.37 亿股本计算，对应合并后招商局蛇口 RNAV32.7 元/股，对应招商地产（合并后）每股价值 52.3 元，目前折价约四成，考虑到公司储备资源未来存在的弹性，当前价格已具备较强安全边际。

图表 111：公司 NAV 测算

项目	内容
原招商地产净权益增加值（亿元）	484.8
投资性房地产租金收入现值（亿元）	65.6
注入土地项目	
太子湾片区（亿元）	269.4
前海片区（亿元）	912.1
蛇口片区（亿元）	243.2
其他（亿元）	18.3
注入房产项目（亿元）	171.0
2015 年中合并归属于母公司净资产（亿元）	312.9
配套融资规模（亿元）	150.0
NAV（亿元）	2627.4
股本（包含配套融资）（亿）	80.4
每股 RNAV（元）	32.7

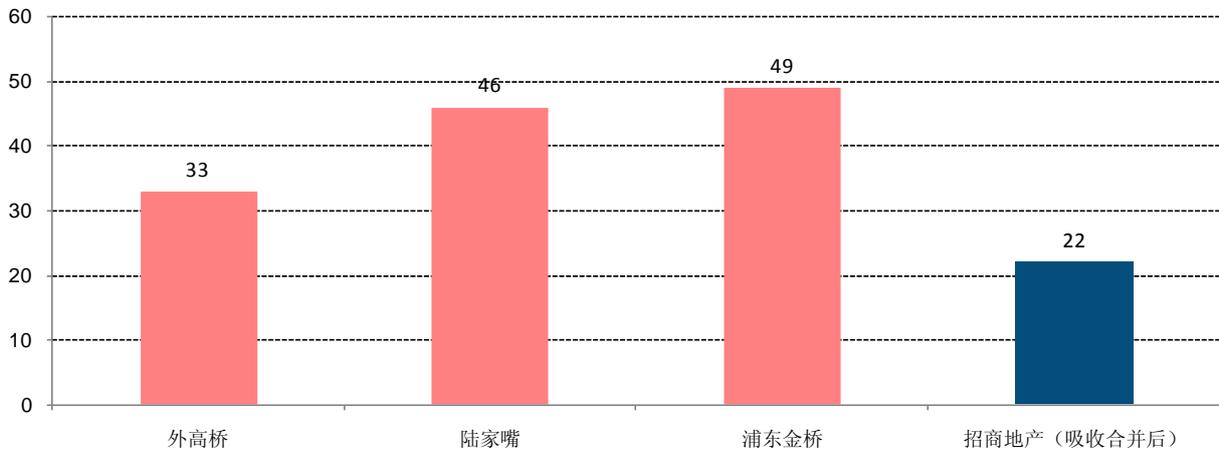
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部测算

## 相对估值比较

如果此次换股吸收合并顺利完成，公司将彻底转身成为立足于自贸区及园区开发运营、邮轮产业建设及运营、社区开发等综合业务的公司，过去传统地产公司的估值已经不再适用，我们提取了与公司类似专注自贸区建设和园区运营的几家企业进行估值比较，皆低于可比公司估值水平。



图表 112: 公司与可比公司 2015 年预测市盈率比较 (未考虑配套发行)



资料来源: 公司公告, wind、中信建投研究发展部

## 大股东增持承诺+员工持股协力护航

公司此次公告, 大股东承诺为保证若招商局蛇口控股于深圳证券交易所上市之日起, 如 3 个交易日内任一交易日收盘价低于 23.60 元/股, 则集团将在该 3 个交易日内投入累计不超过人民币 30 亿元的资金进行增持。同时公司此次也启动员工持股计划, 员工持股计划的参加对象总人数不超过 2585 人, 认购的员工持股计划总份额不超过 4237 万份, 总金额不超过 10 亿元, 认购价格为 23.60 元/股, 彰显公司由上至下为公司护航的决心。

图表 113: 员工持股计划出资情况

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	20 人	5178.8	5.18
核心骨干	不超过 2565 人	不超过 94821.2	94.82

资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

## 维持“买入”评级

公司过去以来的优势在于优越的管控效率与融资优势, 而此次借助吸收换股合并, 公司有望一跃成为立足园区开发与运行、邮轮产业建设与运营、社区开发与运行三大业务为核心的综合开发商, 在未来发展过程中将与前海以前海蛇口自贸区共同成长, 分享制度与资源的红利, 在行业弹性下降、同质化越来越严重的当下, 公司此次恰逢其时的整体上市也将有望在 A 股平台构筑起一个新的千亿级企业, 同时大股东对于上市后的增持承诺以及员工持股计划都彰显了公司上下全方面的信心。

假设公司年内完成合并, 在不考虑配套融资的情况下, 公司 15-17 年 EPS 分别为 0.90 元、1.13 元、1.38 元, 对应 IPO 价格 PE 分别为 26 倍、21 倍和 17 倍, 资源优势将逐步显现。但综合考虑到当前方案仍在推进中, 仍存在不确定性, 我们暂时不调整盈利预测模型, 维持“买入”评级。



财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	43,385	47,890	54,148	62,504	货币资金	22,983	17,901	20,944	24,924
减:					预付账款	3,619	4,350	6,830	8,400
营业成本	27,189	31,268	34,705	39,142	存货	101,019	123,727	164,343	230,612
毛利率	37.3%	34.7%	35.9%	37.4%	其他流动资产	12,561	14,129	14,129	14,129
营业税金及附加	5,418	5,611	6,373	7,709	流动资产	140,251	160,295	206,574	278,558
营业费用	888	1,046	1,221	1,448	投资性房地产	5,447	8,431	11,921	16,075
营业费用率	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%	递延所得税资产	1,240	1,349	1,466	1,604
管理费用	547	623	726	860	非流动资产	11,442	16,087	21,659	28,471
管理费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	<b>资产总计</b>	<b>151,692</b>	<b>176,381</b>	<b>228,232</b>	<b>307,030</b>
财务费用	819	576	563	769	短期借款	3,887	4,895	5,511	8,324
财务费用率	1.9%	1.2%	1.0%	1.2%	应付账款	15,213	17,190	19,571	22,595
资产减值损失	541	0	0	0	预收款项	35,599	48,866	66,059	88,202
<b>营业利润</b>	<b>8,308</b>	<b>8,874</b>	<b>10,711</b>	<b>12,786</b>	应交税费	3,134	3,933	4,757	5,886
营业利润率	19.2%	18.5%	19.8%	20.5%	其他流动负债	22,281	27,965	26,655	35,023
营业外收入	67	0	0	0	流动负债	80,114	102,849	122,553	160,030
营业外支出	49	0	0	0	长期负债	24,667	20,926	44,827	76,303
利润总额	<b>8,326</b>	<b>8,874</b>	<b>10,711</b>	<b>12,786</b>	递延所得税负债	36	289	586	939
所得税费用	2,816	2,293	2,761	3,295	非流动性负债	27,831	21,326	45,524	77,353
所得税率	33.8%	25.8%	25.8%	25.8%	负债合计	<b>107,946</b>	<b>124,176</b>	<b>168,076</b>	<b>237,383</b>
<b>净利润</b>	<b>5,510</b>	<b>6,581</b>	<b>7,950</b>	<b>9,490</b>	股本	2,576	2,576	2,576	2,576
少数股东损益	1,246	1,612	1,948	2,325	少数股东权益	12,652	14,265	16,212	18,538
母公司股东的净利润	<b>4,264</b>	<b>4,968</b>	<b>6,002</b>	<b>7,165</b>	<b>股东权益合计</b>	<b>43,747</b>	<b>48,961</b>	<b>56,911</b>	<b>66,401</b>
					<b>负债及权益总计</b>	<b>151,692</b>	<b>173,136</b>	<b>224,987</b>	<b>303,785</b>
					<b>主要财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>现金流量表</b>					增长率(%)				
指标名称	2014	2015E	2016E	2017E	营业收入	33.2%	10.4%	13.1%	15.4%
销售商品、提供劳务收入	41,609	61,037	71,201	84,481	营业利润	4.8%	6.8%	20.7%	19.4%
减:购买商品、接受劳务支出	39,882	53,797	76,112	103,088	净利润	1.5%	16.5%	20.8%	19.4%
职工支出	1,787	2,029	2,374	2,825	利润率(%)				
税费支出	8,058	6,575	7,666	9,090	毛利率	37.3%	34.7%	35.9%	37.4%
<b>经营现金流</b>	<b>-6,447</b>	<b>-1,364</b>	<b>-14,950</b>	<b>-30,522</b>	EBIT Margin	20.3%	19.7%	20.8%	21.6%
取得借款	20,158	9,791	36,738	55,495	EBITDA Margin	20.2%	19.5%	20.5%	21.4%
发行债券	0	0	0	0	回报率(%)				
偿还债务	13,297	9,857	13,532	12,837	ROE	17.7%	19.0%	19.5%	19.8%
融现现金流	<b>5,225</b>	<b>-2,448</b>	<b>19,978</b>	<b>37,024</b>	ROA	3.6%	3.7%	3.5%	3.1%
现金及现金等价物净增加额	<b>-1,288</b>	<b>-5,082</b>	<b>3,043</b>	<b>3,979</b>					



## 分析师介绍

**苏雪晶：**毕业于天津财经大学，从事房地产研究 8 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

**陈慎：**上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，3 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622