

短有压力、长有空间

——招商地产跟踪点评

核心观点：

- ❖ **股票复牌、无先例资产重组揭盖面纱：**2015 年 9 月 23 日，公司发布公告股票次日复牌，此前 9 月 18 日，公司发布系列公告，招商地产控股股东招商蛇口拟发行 A 股股份吸收合并招商地产，具体包括向换股股东以及现金选择权提供方发行股票交换其持有的招商地产股票，同时招商蛇口拟采用锁定价格的方式向 10 名特定对象非公开发行 A 股股票募集配套资金 150 亿，之后招商蛇口申请深交所主板上市，招商地产法人主体注销。
- ❖ **核心资产注入、战略优势互补：**招商蛇口具有丰富的园区建设和发展经验，并拥有大量优质土地储备和配套产业，但开发能力略显不足，招商地产侧重传统房地产开发，但在行业白银时代遭遇规模增长的瓶颈。通过此次资产重组，招商蛇口的自贸区土地资源优势 and 招商地产的开发能力优势将更好地发挥协同效应，双方在资产、业务上的集中管理和资源整合也将降低管理成本，提高经营效率。本次交易完成后，招商蛇口将有充沛的资金在自贸区平台建设、贸易投资便利化、跨境电子商务等领域进行突破创新，并将成功经验在境内外进行不断延伸及复制。
- ❖ **发行定价偏高、换股比例有吸引力：**招商蛇口本次发行价格定为 23.6 元，不考虑定增的市值为 1747 亿元，按 15 年预计归母净利润 66.83 亿估算，对应 PE 为 26 倍，相比 A 股中同等体量的从事综合性开发经营业务的公司，估值水平偏高。从净资产角度分析，截止到 2015 年 6 月底招商蛇口归属母公司股东净资产（不考虑定增）为 312.90 亿，对应 PB 为 5.6 倍。在本次换股吸收合并中，招商地产 A 股换股比例为 1:1.6，B 股比例为 1:1.2，折算后对应换股价格分别为 38.10 元每股、36.61 港元每股，相比之前停牌价分别溢价 20.42%和 63.51%，具有一定的吸引力。
- ❖ **三大业务布局、土地资源充足：**招商蛇口上市后将布局社区开发与运营、园区开发与运营以及邮轮产业建设与运营，后两者的营收占比会逐步上升，预计在 17 年后或会在 20%左右。短期内，地产业务依然是公司业绩的主要来源。值得说明的是，通过此次重组上市平台将新增土地储备 510.55 万方、在建或竣工项目建面 139.04 万方，后期土地溢价空间很大，有望在较长周期内持续贡献业绩。
- ❖ **给与谨慎推荐评级：**本次重组将给上市平台带来优异资源和发展新动力，我们十分看好公司未来的发展空间，特别是在跨境电商和金融创新领域的突破。但考虑到股价复牌后或受到流动性及指数波动的影响，以及偏高的发行价，公司股价短期或面临压力，我们暂时给予公司谨慎推荐的评级，盈利预测维持不变。
- ❖ **风险提示：**基本面表现和产业协同发展不达预期。

招商地产(000024.SZ)

谨慎推荐

分析师

胡华如

: 0755-82797993

: huhuaru@chinastock.com.cn

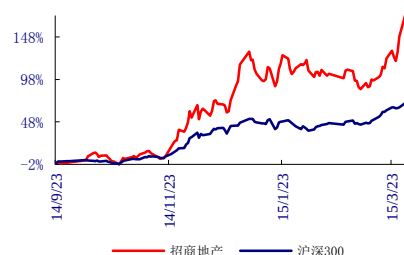
职业资格证书编号: S0130515040002

市场数据

2015-04-02

A 股收盘价(元)	31.96
A 股一年内最高价(元)	36.38
A 股一年内最低价(元)	11.85
上证指数	3825.78
市净率	19.31
总股本(万股)	257595.08
实际流通 A 股(万股)	153543.13
限售的流通 A 股(万股)	104051.94
流通 A 股市值(亿元)	490.72

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

发展稳健、重组蜕变——公司 15 年中报点评 (20150826)
销量环比同升，资产重组迎地产新巨头——公司月报点评 (20150811)
销售发力、整合可期——公司月报点评 (20150611)
业绩季度下滑、外延增长可期——公司季报点评 (20150504)
业绩扰动消除、中高端市场逐步发力——公司年报点评 (20150311)

招商蛇口简介

招商局蛇口控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”）前身为招商局蛇口工业区有限公司，系招商局集团有限公司与招商局轮船股份有限公司共同投资设立的有限责任公司，于 1979 年 1 月 31 日经国务院批准在深圳成立。招商蛇口于 1992 年 2 月 19 日取得企业法人营业执照，注册资本为 22.36 亿元，招商局集团有限公司出资比例为 95%；招商局轮船股份有限公司出资比例为 5%。

根据 2015 年 4 月 28 日招商局集团《关于对招商局蛇口改制所涉资产剥离及有关事项的批复》，招商蛇口在剥离少量非经营性资产及与主业无关的资产后，以 2015 年 4 月 30 日为改制基准日进行了整体改制。根据招商局蛇口控股股东招商局集团有限公司、招商局轮船股份有限公司于 2015 年 6 月 23 日签订的《关于发起设立招商局招商局蛇口控股股份有限公司的发起人协议》，招商局蛇口工业区有限公司以截至 2015 年 4 月 30 日经审计的账面净资产 84.50 亿元，按 1: 0.6509 比例折为招商蛇口的股本，整体改制为股份公司，折合的股本总额为 55 亿股（每股面值 1 元）。其中招商局集团有限公司持股 52.25 亿股，持股比例为 95.00%；招商局轮船股份有限公司持股 2.75 亿股，持股比例为 5.00%。

图表 1 换股吸收合并方案交易前后招商蛇口的股本变化（不考虑现金选择权等影响）

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	100%	550,000	74.31%	550,000	68.43%
原招商地产中小股东	-	-	190,180	25.69%	190,180	23.66%
10 名特定对象	-	-	-	-	63,559	7.91%
总股本	550,000	100%	740,180	100%	803,739	100%

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

NAV 估值得出的合理股价

招商蛇口吸收合并招商地产后，新增的主要资源是土地储备和在建或竣工项目，其中有相当比例部分还没获取相应权证，但项目资源的锁定性良好，可以不用特意区分未获取权证土地资源的估算方法。我们可以通过假设开发法、净利润模拟现金流进行折现得出净资产的增值部分。截止到 2015 年 6 月 30 日，招商蛇口存货净额（扣除招商地产）为 1128.98 亿元，其中房地产开发成本为 743.00 亿、房地产开发产品为 111.20 亿，土地开发成本 274.60 亿元；固定资产科目中房屋建筑物账面价值 18.40 亿、投资性房地产合计账面价值 109.48 亿（其中，房屋及建筑物 84.08 亿，土地使用权 25.40 亿），合计来看土地储备账面价值 300 亿，在建工程项目及房屋建筑物账面价值 956.68 亿，换算成土地楼面单价（按 1.8 的平均容积率）为 3300 元，在建及竣工项目单位面积账面价值 21600 元；这样我们可以大体算出招商蛇口的净资产增值部分，具体情况如下表所示。

图表 2 招商蛇口扣除招商地产后的房地产价值估算

新增资产分类	土地储备（未获证）	土地储备（已获证）	在建或竣工（未获证）	在建或竣工（已获证）
占地面积（万方）	377.28	133.27	-	-
平均容积率	1.8	1.8	-	-
建筑面积（万方）	679.10	239.89	85.48	53.56
土地成本	3300	3300	3300	3300
其他成本（含补缴地价款）	18300	18300	18300	18300
变现单价	53000	53000	53000	53000
毛利率	59%	59%	59%	59%
土增税比率	15%	15%	15%	15%
净利率	23%	23%	23%	23%
净现值（亿元）	698.27	246.66	87.89	55.07
合计增值（亿元）	1087.89（WACC 取 6.78%）			

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

另外，我们将招商地产未结算完毕的项目均按照上述方法计算，得出招商地产的净资产重估增值为 203.50 亿，于是我们可以大致得出招商蛇口的 NAV：

1087.89（招商蛇口扣除招商地产后净资产增加值）+155.21（扣除招商地产后归属母公司股东净资产）203.50（招商地产净资产增加值）+327.78（招商地产归属母公司股东净资产）+150（定增）=1924.38 亿（其余净资产的增值部分忽略）。

我们认为 NAV 估值充分考虑到了未来土地储备的变现空间，但忽视了其开发的时间成本等间接成本。实际上，对于未确权的土地储备，政府方面肯定会充分考虑土地出让价值的公允、规划和建设指标的统一合理、以及土地资源的合理投放，而公司一方面希望以尽量低的代价确认土地指标和权益，另一方面也会充分考虑开发能力和节奏，规避土地确权后程序和时间上的限制，这主动了相关土地储备的确权和开发是一个较长的过程。参考可比公司的 NAV 折价情况，我们认为合理的市值应该折价 30% 左右，公司对应的招商地产的股价为 $1924.38/80.37 \times 1.6 \times 70\% = 26.82$ 元。

业绩估值得出的合理股价

从业绩方面来看，预计合并后招商蛇口归属于母公司基本每股收益 2015-2017 年分别为 0.9、1.13 和 1.38 元，按照 23.6 的发行价对于的 PE 分别为 26.22、20.88 和 17.10 倍。按可比公司估算合理的 PE 水平较为困难，原因在于同样模式的对比公司体量相差很大，或者体量相当的公司盈利模式存在差异。考虑到：1）招商地产停牌前体量已经达到 753 亿，与其市值差别较大的园区开发和经营公司不具备参考价值，这里主要选取陆家嘴和华夏幸福作为对标公司，两者的市值分别为 765 亿和 608 亿，按 15 年预测业绩对应的 PE 分别为 52 倍和 13 倍，差异很大，主要原因也在前者还有国企改革、金控资产注入、持有性物业证券化等想象空间，合理 PE 按 35 倍考虑，华夏幸福由于园区经营模式成熟、缺乏想象空间，估值相对偏低，合理 PE 按 16 倍，根据招商地产预计未来三年的营收结构，80% 权重按照华夏幸福估算，20%

权重按陆家嘴估算，得出合理的 PE 水平为 19.8 倍，对于招商蛇口的股价为 17.82 元，招商地产的股价为 28.51 元。

约束框架较为明确

- 1) 换股价格 38.1 元，是招商地产股价波动的上限，相当于停牌价格上浮 20.42%（这里判断是上限主要是有两大原因，其一是市场重心下移，风险偏好降低，第二是重组尘埃落地，短期缺乏想象空间）；
- 2) 按照停牌期间可比指数或公司股价的表现来看，并不考虑资产整合带给公司的实质性利好和协同效应，招商地产下跌幅度或在 20% 左右，对应的股价为 25.31 元；
- 3) 招商地产 A 股现金选择权行使价格为 24.11 元/股，但需要满足相应的条件才能真正行使权力。

根据我们上述分析，充分考虑招商蛇口合并带来的积极影响，招商地产股价的合理水平在 26.82-28.51 元之间，短期来看，由于受到停牌时间过久及流动性影响，股价短期或低于这一水平，但支撑位在 24.11-25.31 元之间，考虑到当前股价为 31.6 元，短期股价或面临一定风险（如果考虑派息方案的影响，对于数字下调 0.32 元）

现金选择权的条件

登记在中国登记结算深圳分公司的招商地产 A 股和 B 股异议股东行使现金选择权需同时满足以下条件：1、在本次交易的股东大会就《关于审议<招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发行 A 股股份募集配套资金报告书（草案）>及摘要的议案》表决时投出有效反对票；2、自招商地产审议本次换股吸收合并及配套发行的股东大会的股权登记日起，作为有效登记在册的招商地产股东，持续保留拟行使现金选择权的股票至现金选择权实施日；3、在现金选择权申报期内成功履行相关申报程序；4、不存在无权主张行使现金选择权的情形。

利润表		单位:百万元		
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	43385.06	49979.59	58426.14	70052.94
营业成本	27189.24	31737.04	36516.34	44056.20
营业税金及附加	5417.55	6497.35	7595.40	9106.88
营业费用	887.76	1022.70	1195.54	1433.45
管理费用	547.19	630.36	736.89	883.53
财务费用	819.20	705.52	1576.93	1667.63
资产减值损失	540.76	622.96	642.69	714.54
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	325.04	300.64	399.94	343.71
营业利润	8308.41	9064.31	10562.30	12534.42
营业外收入	66.81	53.69	63.30	61.27
营业外支出	49.17	46.11	41.58	45.62
利润总额	8326.04	9071.89	10584.03	12550.07
所得税	2816.19	2893.59	3407.44	4096.10
净利润	5509.85	6178.30	7176.59	8453.97
少数股东损益	1246.21	1170.54	1240.97	1219.24
归属母公司净利润	4263.64	5007.76	5935.61	7234.72
EBITDA	10068.64	10186.58	12621.38	14772.94
EPS (摊薄)	1.66	1.94	2.30	2.81

数据来源: 港澳资讯、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

胡华如，研究员行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系方式

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn