2016 年 01 月 05 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 22.6

公司基本资讯

产业别	房地产开发
A 股价(2016/1/4)	19.63
深证成指(2016/1/4)	11626.04
股价 12 个月高/低	23.18/19.63
总发行股数(百万)	7401.80
A 股数(百万)	1899.44
A 市值(亿元)	372.86
主要股东	招商局集团有限公司(70.59%)
每股净值(元)	12.46
股价/账面净值	1.57

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	N/A	N/A	N/A

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

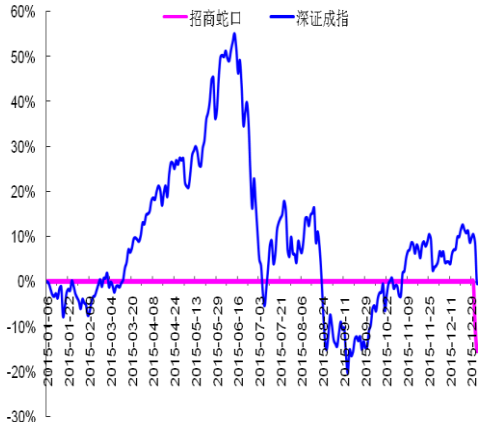
产品组合

社区开发与运营	9.03%
园区开发与运营	90.29%
邮轮产业建设与运营	0.68%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.2%

股价相对大盘走势



招商蛇口(001979.SZ) BUY 买入

招商蛇口上市点评：市值已接近合理值的下线，已进入可投资范围内

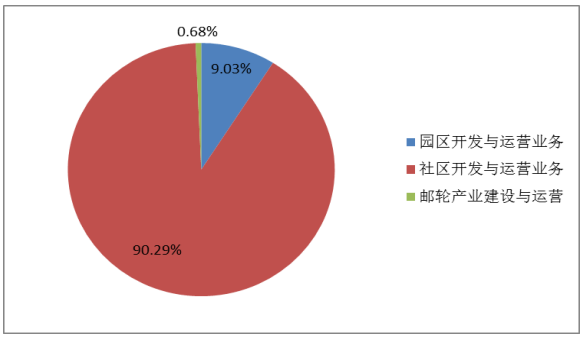
结论与建议：

- **公司介绍：**合并后的招商局蛇口控股定位于成为“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”，主营业务为园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营。园区开发与运营业务目前主要在深圳蛇口、前海、光明地区和青岛地区开展。社区开发与运营业务主要由控股子公司招商地产负责实施，以精品住宅开发、社区物业管理运营为主。邮轮产业建设与运营业务主要为邮轮母港及配套建设与经营，蛇口码头客运服务等。招商局集团仍为招商蛇口第一大股东，直接持股比例为 70.6%。
- **公司营收及毛利主要由社区开发与运营业务贡献：**公司 2014 年园区开发与运营业务、社区开发与运营业务、邮轮产业建设与运营业务分别实现营收 41.1 亿元、410.7 亿元、3.1 亿元；营收占比分别为 9.0%、90.3%、0.7%；分别录得毛利 12.2 亿、166.2 亿元、1.6 亿元；毛利占比分别为 6.8%、92.3%、0.9%；毛利率则分别 29.8%、40.7%、50.3%。目前来看，公司的营收和毛利均主要由社区开发与运营业务贡献，预计未来随着自贸区的建设和发展，公司园区开发与运营业务的毛利率将会有明显的提升，毛利占比也会增加。
- **土地储备丰富，整合分享政策红利：**招商蛇口现拥有原招商地产土地储备建面 1265.3 万平米，土地使用权 23 万平米；原招商蛇口房产建面 139 万平米，房产开发储备建面 388 万平米，土地使用权 590 万平米（其中前海区域的土地使用权为 530 万平米）。我们认为，整合后的招商蛇口将能够充分协同发挥原招商局蛇口控股的自贸区土地资源优势和招商地产的开发能力优势。另外，双方在资产、业务上的集中管理和资源整合也将有效降低管理成本，提高经营效率。招商蛇口作为前海蛇口自贸区最大的地主，将也会充分享受到自贸区以及一带一路建设所带来的红利。
- **公司市值目前已接近我们测算范围的下线：**由于公司上市前将定增募资规模缩减到 118.5 亿元（原计划募资 150 亿元），采用 RNAV 法更新公司合理市值范围在 1412-2018 亿。与同为龙头的万科 A、保利地产的市值做对比（分别为 2631 亿和 1040 亿），我们测算的公司合理市值范围也处于两者之间，较为合理（考虑到整合后招商蛇口仍是以房地产开发业务为主的行业龙头，所以我们仍将其与房地产龙头的市值进行比较）。在招商地产退市前，招商地产股价最高涨至 40.99 元/股，对应转换后招商蛇口的市值为 1896 亿元，接近我们测算合理市值范围的上限，而近期招商蛇口上市后随着股价的下跌，公司市值已跌至 1453 亿（以前一日公司收盘价 19.63 元/股和 74.02 亿的股本计算），已经非常接近我们测算市值范围的下线。我们认为公司目前已经入了一个可投资的范围内。
- **大股东履行承诺，上市前两日 30 亿增持：**公司大股东招商局集团于 2015 年 12 月 30 日及 2015 年 12 月 31 日，通过其全资子公司招商局轮船股份有限公司增持公司股票共计 1.33 亿股，增持金额总计 30 亿元，增持股数占公司总股本比例为 1.8%。虽然公司的增持并未使得公司股价保持稳定，但公司按承诺使用大量资金进行增持则充分彰显了大股东对公司支持的力度。
- **盈利预测：**整合后的招商蛇口将在协同发挥原招商蛇口土地资源优势和招商地产开发能力优势的基础上，充分享受国家自贸区以及一带一路建设所带来的红利，我们看好公司的长远发展。我们根据大股东盈利补偿协议做出盈利预测，预计公司 2015、2016、2017 年净利润分别为 66.8 亿、84.0 亿、102.1 亿元，分别同比增长 27.2%、25.7%、21.5%。EPS 分别为 0.9 元、1.13 元、1.38 元，目前公司 A 股对应的 PE 分别为 21.7 倍、17.3 倍、14.2 倍，PB6.2 倍。公司目前市值已非常接近合理市值范围的下线，进入可投资范围内，给予“买入”的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2786	5256	6683	8399	10207
同比增减	%	0.23%	88.63%	27.16%	25.68%	21.52%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.44	0.53	0.90	1.13	1.38
同比增减	%	2.33%	20.45%	70.36%	25.68%	21.52%
A 股市盈率(P/E)	X	44.6	37.0	21.7	17.3	14.2
B 股市盈率(P/E)		-	-	0.09	0.11	0.14
股利 (DPS)	RMB 元	-	-	0.46%	0.58%	0.70%
股息率 (Yield)	%	2786	5256	6683	8399	10207
预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：						

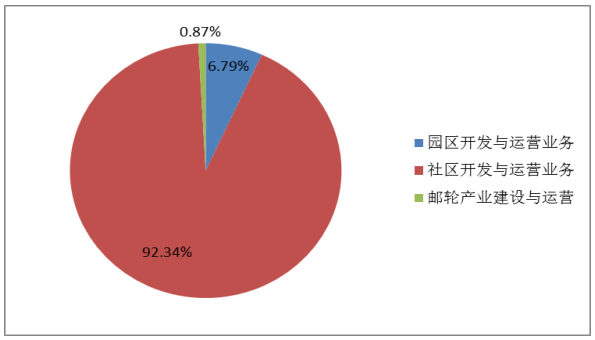
强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

图 1：公司各业务营收占比



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司各业务毛利占比



资料来源：公司公告、群益证券

附一：合并损益表

百万元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业额	34782	45486	54093	66666	84279
经营成本	26594	36670	43988	55939	68748
主营业务利润	19967	27492	227492	44163	54190
营业费用	881	1043	1430	1565	1769
管理费用	955	932	1264	1247	1437
财务费用	565	921	1221	1483	2457
营业利润	8780	9650	11049	14446	17679
税前利润	8876	9695	11389	14457	17681
所得税	2685	3110	3213	4062	5379
少数股东权益	3405	1330	1492	1996	2095
净利润	2786	5256	6683	8399	10207

附二：合并资产负债表

百万元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
货币资金	27451	26133	48684	60000	75851
存货净额	81527	100676	121000	123000	124000
应收帐款净额	110	92	100	100	100
流动资产合计	130289	144181	191939	205465	222626
长期投资净额	2036	2092	2000	2000	2000
固定资产合计	2690	2367	2400	2500	2400
无形资产及其他资产合计	721	525	520	520	520
资产总计	152485	168264	214410	228431	245492
流动负债合计	84428	87815	109835	111461	114220
长期负债合计	27986	35049	51000	53000	55000
负债合计	112414	122864	160835	164461	169220
少数股东权益	26008	28587	30080	32076	34171
股东权益合计	14064	16812	23495	31894	42101
负债和股东权益总计	152485	168264	214410	228431	245492

附三：合并现金流量表

百万元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	2619	-4941	8086	8216	13052
投资活动产生的现金流量净额	-1683	-414	-1700	-1600	-1800
筹资活动产生的现金流量净额	5871	3989	16200	4700	4600
现金及现金等价物净增加额	6808	-1349	22586	11316	15852

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。