招商蛇口（001979） 强烈推荐

行业：房地产开发

改革旗帜，价值回归指日可待

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

投资要点：

✧ **预期遭扭转，当前股价较真实资产价值严重低估。**上市遭遇多重利空致公司 15 年末上市后股价直线下行：年底前万宝之争引发的一轮资产荒抢购的后遗症，年后汇率大幅波动人民币贬值、大小非解禁、熔断加速恐慌等等，市场对公司的预期被上述诸多因素扭转，加上前期套利资金获利回吐，股价最低点 15.08 较发行价 23.6 回撤 36%。根据我们估算，公司吸收合并增发后合理估值 33 元/股，其中前海、蛇口的开发用地保守估算利润约 1 万元/m²（详情可参考深度报告），当前深圳蛇口前海地区住宅售价约 6-10 万甚至更高，而自贸区建设及相关配套的改善将催生土地价值重估，公司拥深圳上千万方土储，价值显著。

✧ **看好公司业务前景的判断没有改变：**

第一，作为前海、蛇口自贸区的最大建设和发展主体，致力于将其打造成为自贸区样板，政府赋予其崇高的战略重任，也迎来企业发展的历史性机遇。前海蛇口自贸区是我国自贸区战略的重要组成，定位“建设我国金融业对外开放试验示范窗口、世界服务贸易重要基地和国际性枢纽港”。**日前通过的深圳“十三五”规划在前海开发开放取得重大突破，提出要“高标准建设前海蛇口自贸片区和深港合作区，打造中国自贸区新标杆”。政府对自贸区建设极力支持，公司现任董事长孙承铭任前海管委会常务副主任，都将助力公司前海蛇口土地价值的显化和释放。**公司将以前海自由贸中心、太子湾自贸启动区、蛇口滨海深港创业创新产业带、蛇口网谷离岸数据中心、招商自贸商城等重点项目为抓手，推动绿色、智慧自贸区的建设。

第二：除了深耕广东前海蛇口自贸区，聚焦产业竞争力外，公司现已形成立体的产业园开发理念，并在全国多地如广州、青岛、镇江、东莞等持续开发运营多个主题园区产品，**实现创意+、地产+、金融+、互联网+的产业规模群聚和升级发展。**

第三，大招商大协同蓄势待发。近年来招商局集团大力推进产融结合，通过资本和产业的有效互动发挥协同效益，整合集团和公司内部资源。除招商局金融和交运业务的资本和高端客户，招商蛇口将持续受益集团资源，近期招商局与复星集团达成战略合作将在存量房产等业务板块展开合作，招商局集团与中国外运长航集团实施战略重组，未来中国外运所持仓储用地、集团所持漳州开发区等等资源都是公司后续长期发展的坚实基础。

✧ **看好公司估值提升的逻辑没有改变。**招商蛇口主业聚焦三大板块：园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营业务，愿景成为“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”。**我们不能以单纯地产开发商的眼光来看招商蛇口的估值，而应对标园区开发企业，长期估值提升有很大空间。**

✧ **公司管理层信心、市值管理动力不减反增。**公司配套募资 118.5 亿元已上市，8 名对象认购价 23.6 元并锁定三年，其中包括一期员工持股计划 6.7 亿元；上市后前两日，招商局集团耗资 30 亿增持 1.33 亿股，平均成本 22.5 元/股，锁定 6 个月，上述持股成本远超当前股价，投资价值非常凸显。战略投资者和管理层均坚定看好公

6 - 12 个月目标价： 23.8

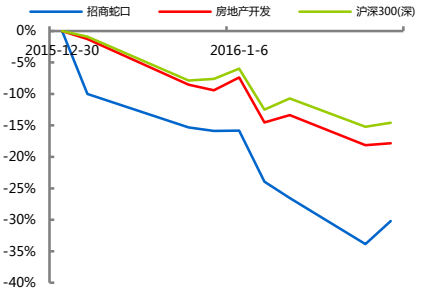
当前股价： 16.20

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	7,904
流通股本(百万股)	1,899
总市值(亿元)	1,280
流通市值(亿元)	308
成交量(百万股)	116.06
成交额(百万元)	1,905.18

股价表现



相关报告

《招商蛇口-王者归来，巨擘启航》2015-12-30

司前景，近期跌幅超预期，市值管理动力愈加增强。

- **吸收合并上市王者归来，作为国企改革的旗帜及自贸区、“一路一带”桥头堡，政策红利保驾护航，三大主业协同升级发展，前瞻大招商业务大协同，后续将有更多优质资源注入及优化配置，长期高增长及价值提升有保障。当前股价极具长期投资价值，我们应坚定价值投资，人弃我取，价值回归指日可待，短期看 23.6 元，长期看 33 元不变，再次“强烈推荐”。**预测 15-17EPS 0.85/1.09/1.33 元，对应当前股价 PE20、16、13 倍。
- **风险提示：股市再出现大幅下跌；宏观经济形势不及预期。**

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	45486	54093	66666	84279
收入同比(%)	31%	19%	23%	26%
归属母公司净利润	3205	6696	8584	10530
净利润同比(%)	15%	109%	28%	23%
毛利率(%)	39.6%	35.7%	33.8%	35.7%
ROE(%)	19.1%	16.5%	17.5%	17.7%
每股收益(元)	0.41	0.85	1.09	1.33
P/E	41.91	20.05	15.64	12.75
P/B	7.99	3.32	2.74	2.25
EV/EBITDA	14	12	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	144181	190164	211125	245512
现金	26133	42122	33333	43979
应收账款	92	140	154	206
其它应收款	9756	10819	13333	16856
预付账款	3648	4612	5860	7190
存货	100676	128599	154572	173407
其他	3877	3873	3873	3873
非流动资产	24082	26133	28408	30454
长期投资	2092	2092	2092	2092
固定资产	2367	2631	2980	3137
无形资产	525	525	525	525
其他	19098	20885	22811	24700
资产总计	168264	216297	239533	275966
流动负债	87815	109501	115839	134895
短期借款	5169	5000	3416	2000
应付账款	15832	20854	22082	27095
其他	66814	83647	90341	105800
非流动负债	35049	36242	42559	47311
长期借款	29738	32738	37738	42738
其他	5311	3504	4821	4573
负债合计	122864	145743	158399	182206
少数股东权益	28587	30080	32076	34171
股本	2236	7904	7904	7904
资本公积	1630	12927	12927	12927
留存收益	12786	19643	28227	38757
归属母公司股东权益	16812	40474	49059	59589
负债和股东权益	168264	216297	239533	275966

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-4941	-890	-12056	10181
净利润	6586	8189	10580	12625
折旧摊销	707	816	1128	1517
财务费用	921	533	825	1300
投资损失	-834	-565	-3718	-1345
营运资金变动	-11305	-7937	-21816	-3169
其它	-1017	-1926	945	-746
投资活动现金流	-414	-2374	672	-1818
资本支出	1003	1800	1800	1800
长期投资	-126	1067	1173	1291
其他	464	493	3646	1273
筹资活动现金流	3989	19253	2595	2283
短期借款	-821	-169	-1584	-1416
长期借款	7667	3000	5000	5000
普通股增加	0	5668	0	0
资本公积增加	482	11298	0	0
其他	-3339	-543	-822	-1301
现金净增加额	-1349	15989	-8789	10646

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	45486	54093	66666	84279
营业成本	27492	34757	44163	54190
营业税金及附加	5709	5316	7480	8895
营业费用	1043	1430	1565	1769
管理费用	932	1264	1247	1437
财务费用	921	533	825	1300
资产减值损失	572	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	834	565	3718	1345
营业利润	9650	11358	15103	18034
营业外收入	282	391	18	32
营业外支出	237	52	7	29
利润总额	9695	11698	15115	18036
所得税	3110	3509	4534	5411
净利润	6586	8189	10580	12625
少数股东损益	3381	1492	1996	2095
归属母公司净利润	3205	6696	8584	10530
EBITDA	11278	12707	17056	20850
EPS（元）	1.43	0.85	1.09	1.33

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	30.8%	18.9%	23.2%	26.4%
营业利润	9.9%	17.7%	33.0%	19.4%
归属于母公司净利润	15.0%	109.0	28.2%	22.7%
获利能力				
毛利率	39.6%	35.7%	33.8%	35.7%
净利率	7.0%	12.4%	12.9%	12.5%
ROE	19.1%	16.5%	17.5%	17.7%
ROIC	15.7%	15.2%	14.5%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	73.0%	67.4%	66.1%	66.0%
净负债比率	33.56	30.23	29.97	28.02
流动比率	1.64	1.74	1.82	1.82
速动比率	0.50	0.56	0.49	0.53
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.28	0.29	0.33
应收账款周转率	451	467	454	469
应付账款周转率	1.78	1.89	2.06	2.20
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.85	1.09	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.63	-0.11	-1.53	1.29
每股净资产(最新摊薄)	2.13	5.12	6.21	7.54
估值比率				
P/E	41.91	20.05	15.64	12.75
P/B	7.99	3.32	2.74	2.25
EV/EBITDA	14	12	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2015-12-30	《招商蛇口-王者归来，巨擘启航》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师，工商管理硕士，20 年证券研究从业经验。
主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、中南建设、中国国贸、世茂股份、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。
王修宝,中投证券房地产行业分析师，毕业于中国人民大学，经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434