

## 招商蛇口 (001979.SZ)

### 溯洄从之，道阻且长

评级: **买入** 前次: **28**

目标价(元): **28**

分析师 罗文波 联系人 倪一琛

S0740514030001

021-20315202

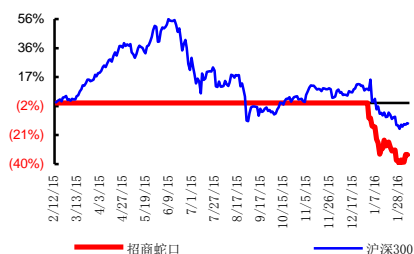
luowb@r.qizq.com.cn niyc@r.qizq.com.cn

2016年02月12日

#### 基本状况

总股本(百万股)	7,904
流通股本(百万股)	1,899
市价(元)	14.95
市值(百万元)	110,657
流通市值(百万元)	110,657

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	45,485.9	54,092.9	66,666.4	84,279.3
营业收入增速	30.77%	18.92%	23.24%	26.42%
净利润增长率	6.37%	27.12%	25.75%	21.53%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.83	1.05	1.27
前次预测每股收益(元)				
市场预测每股收益(元)				
偏差率(本次-市场/市场)				
市盈率(倍)	22.86	17.98	14.30	11.77
PEG	3.59	0.66	0.56	0.55
每股净资产(元)	7.52	3.64	4.69	5.96
每股现金流量	-2.21	7.04	1.37	3.41
净资产收益率	31.26%	22.81%	22.29%	21.31%
市净率	1.99	4.10	3.19	2.51
总股本(百万股)	2,236.00	8,037.00	8,037.00	8,037.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

##### ■ 土地储备丰富，区位优势显著：

招商蛇口拥有房产建筑面积 139 万平方米，境内全口径土地储备 388 万平方米，土地使用权 510 万平方米。加上招商地产原有的土地储备 1265 万平方米，招商局蛇口控股的土地储备将达到 1653 万平方米。其中，蛇口控股在前海的 230 万方土地开发方案还在与政府谈判协商过程中。招商蛇口在一、二、三线城市的的项目储备分别为 217、1,440、277 万方，近期发布的不限购城市降首付政策将很大程度上刺激二线城市的改善性需求，使二线土地储备丰富的招商蛇口受益。另外，招商蛇口在珠三角、长三角和环渤海地区的项目储备分别为 263、311、307 万方，深耕经济发达区域，前景广阔。

##### ■ 前海自贸区、园区配套增值服务潜力无限：

招商蛇口将深耕广东前海蛇口自贸区，并开展主题特色产业园区的开发和运营。其中，前海自贸区主打金融，重点面向香港，29 条新增金融创新政策已获国家支持。根据公司公告中的盈利预测，未来两年园区开发与运营板块的收入将加速增长，2015 年、2016 年分别增长 66%、74%，并从 2017 年开始保持平稳，届时，园区开发占营业收入的比重将提高到 14%。蛇口控股的租赁收入在 2013/2014/1H15 年分别增长 13%、26%、17%。其中，前海地区的增长率由 2014 年的 10% 加速到 36%，由于目前前海地区租赁面积仅占园区开发土地使用权总面积的 1%，未来开发前景十分可观。公司目前已经在深圳、广州、青岛和镇江布局特色园区，未来招商蛇口的园区发展业务有望推向全国。

##### ■ 邮轮产业建设或成长期布局：

以太子港为核心的邮轮产业建设目前体量较小，预计 2017 年仅占营业收入的 0.89% 左右。其中，水上客运、码头运营业务以迅隆船务、招港客运为主。邮轮产业建设与运营业务包括区外邮轮母港建设和太子湾邮轮母港建设。未来邮轮建设的发展方向是：1) 继续和嘉年华开展在邮轮全产业链的互利合作；2)

针对沿海一二线城市改造需求，打造综合体（例如，2015年9月获得的厦门项目）。邮轮业务目前体量较小，或许会成为长期增长点。

#### ■ NAV 大幅折价，三大争议影响投资决策：

根据我们的测算，若与政府谈判的最终结果是招商蛇口拥有前海片区 50% 的权益，则蛇口控股的 RNAV 是 2243.3 亿元，相比目前市值折价 50%。招商蛇口复牌后就遇到股灾，市场的估值中枢下移，风险偏好降低，而招商蛇口的三大不确定因素导致其大幅折价：**1.深圳房价下跌风险。2.招商蛇口与政府在前海地区的权益分成。3.地产开发的时间成本。**对于这三大争议，我们的观点是：**1.维持深圳房价继续上涨的短期需求端激增因素已经不复存在，因此深圳房价短期内不会再暴涨，而长期来看，深圳土地供应稀缺，人均 GDP 远高于北京和上海，人口净流入增长快，高新企业多，深圳的房地产的高估值确实具有长期的逻辑支撑。2.根据我们的情景分析，即使最后与政府协商的结果是招商蛇口只有 30% 的权益，公司的绝对估值也有 26.9 元/股，以目前的股价，公司折价 44%。3. 同样，我们进行了情景假设，若开发时间只需要 8 年，则蛇口控股的每股 RNAV 在 27.2-29.4 之间。时当开发时间需要 10 年，而权益只有 30% 的时候，招商蛇口的 RNAV 是 26.9 元/股，若基于这个悲观假设，再给予 40% 的风险折价，则最低估值为 16.13 元/股。**

#### ■ 投资建议：

根据公司合并方案中的盈利预测，公司 15 年、16 年、17 年的每股收益为 0.83 元/股、1.05 元/股、1.27 元/股，分别按照当前股价进行估值，则公司 15 年、16 年和 17 年的 PE 倍数分别为 18.0 倍、14.2 倍和 11.7 倍。按照 15 年 6 月份净资产规模来计算，公司当前每股净资产规模为 3.89 元/股，PB 倍数为 3.62 倍。与目前市值相当的地产企业比较，招商蛇口的 P/E 偏低，P/B 处在中游水平。因此，我们认为无论从绝对估值水平还是相对估值水平角度看，股价已向下大幅偏离估值中枢。除此之外，未来自贸区建设和配套增值服务将成为一大看点，自贸区的政策将成为潜在的股价催化剂，向上弹性充足，给予公司“买入”评级。

#### ■ 风险提示：谈判进度不及预期，深圳房价下跌。

## 内容目录

招商蛇口 (001979) 简介 .....	- 5 -
招商蛇口换股上市, 海上巨擘启航 .....	- 5 -
投资亮点: 三大核心业务, 兼备实力和成长空间 .....	- 7 -
土地储备丰富, 积极试水转型 .....	- 7 -
前海自贸区、园区配套增值服务潜力无限 .....	- 8 -
邮轮产业建设布局长线 .....	- 12 -
财务状况良好, 稳健生长 .....	- 14 -
影响投资决策的三大争议——我们的看法 .....	- 15 -
深圳的房市安全吗? ——短期非理性暴涨, 长期高估值高成长 .....	- 15 -
前海片区的权益归属——最悲观假设下估值中枢仍高于发行价 .....	- 18 -
土地开发的时间成本——10 年假设+6 折折价, 探寻估值底部 .....	- 18 -
公司估值 .....	- 19 -
绝对估值法 (NAV) .....	- 19 -
相对估值及盈利预测 .....	- 21 -
风险提示 .....	- 22 -
深圳房价回调风险 .....	- 22 -
与政府谈判进度不及预期风险 .....	- 22 -
开发进度不及预期风险 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1: 交易完成后招商蛇口的股权结构 .....	- 5 -
图表 2: 股权结构转换图 .....	- 5 -
图表 3: 蛇口控股业务构架: 三大业务与三大平台相互支撑的网络架构 .....	- 6 -
图表 4: 招商地产项目储备按城市级别分布 (万方) .....	- 7 -
图表 5: 招商地产项目储备按区域分布 (万方) .....	- 7 -
图表 6: 招商地产各省项目储备分布 (万方) .....	- 7 -
图表 7: 招商局蛇口土地储备 (万方) .....	- 8 -
图表 8: 园区开发运营产业链架构 .....	- 9 -
图表 9: 前海蛇口自贸区总体布局规划 .....	- 10 -
图表 10: 园区开发与运营收入 .....	- 10 -
图表 11: 园区土地使用权获取及计划推进 (粉色标出) 情况 .....	- 11 -
图表 12: 招商局蛇口控股 (不含招商地产) 物业租赁收入 .....	- 11 -
图表 13: 招商局蛇口控股 (不含招商地产) 物业租赁面积和平均单价 .....	- 11 -
图表 14: 租赁面积占园区土地使用权比重 .....	- 11 -
图表 15: 物业租赁业务估值 .....	- 12 -
图表 16: 水上客运、码头运营业务收入 .....	- 12 -
图表 17: 水上客运、码头运营业务估值 .....	- 13 -

图表 18: 蛇口邮轮码头效果图 .....	- 13 -
图表 19: 营业收入以社区开发和园区开发为主 .....	- 14 -
图表 20: 未来营业收入保持稳定增长 .....	- 14 -
图表 21: 各业务板块毛利率预测 .....	- 14 -
图表 22: 未来盈利能力保持稳定 .....	- 14 -
图表 23: 行业毛利率比较 (%) .....	- 15 -
图表 24: 行业 EBITDA 比较 (%) .....	- 15 -
图表 25: 行业资产负债率比较 (%) .....	- 15 -
图表 26: 行业总资产周转率比较 .....	- 15 -
图表 27: 2015 年深圳房价暴涨 .....	- 16 -
图表 28: 深成指 (后推半年) 和深圳二手房价格 .....	- 16 -
图表 29: 深圳购房投资需求和贷款比例上升 .....	- 16 -
图表 30: 深圳商品住宅售价、人均可支配收入和人均 GDP .....	- 17 -
图表 31: 上海商品住宅售价、人均可支配收入和人均 GDP .....	- 17 -
图表 32: 北京商品住宅售价、人均可支配收入和人均 GDP .....	- 17 -
图表 33: 广州商品住宅售价、人均可支配收入和人均 GDP .....	- 17 -
图表 34: 一线城市商品住宅售价/人均 DGP .....	- 17 -
图表 35: 人口净流入/商品房待售面积 (百人/平米) .....	- 17 -
图表 36: 权益情景假设 .....	- 18 -
图表 37: 开发时间/权益情景假设 .....	- 18 -
图表 38: 合并前后所有者权益变化 .....	- 19 -
图表 39: 蛇口土地和房地产资产估值 .....	- 19 -
图表 40: 蛇口资产账面价值 .....	- 20 -
图表 41: 招商地产项目权益增加值 .....	- 20 -
图表 42: 蛇口土地权益增加值 .....	- 21 -
图表 43: 招商局蛇口上市后 NAV 总规模 .....	- 21 -
图表 44: 2016 P/E 比较 .....	- 22 -
图表 45: P/B 比较 .....	- 22 -
图表 46: 招商蛇口财务预测 .....	- 24 -

## 招商蛇口（001979）简介

### 招商蛇口换股上市，海上巨擘启航

- 2015年9月18日，招商地产发布公告，招商局蛇口工业区控股股份有限公司（后文简称“蛇口控股”）发行A股股份换股吸收合并招商地产，并向特定对象发行A股股份。招商局蛇口控股本次A股股票发行价格为23.60元/股。
- 招商局蛇口控股拟向10名特定对象以锁价方式募集配套资金，募集资金总额不超过150亿元。150亿的定增中包括10亿的员工持股计划。其中，员工持股计划的参加对象总人数不超过2,585人，认购的员工持股计划总份额不超过42,372,881份，总金额不超过10亿元。

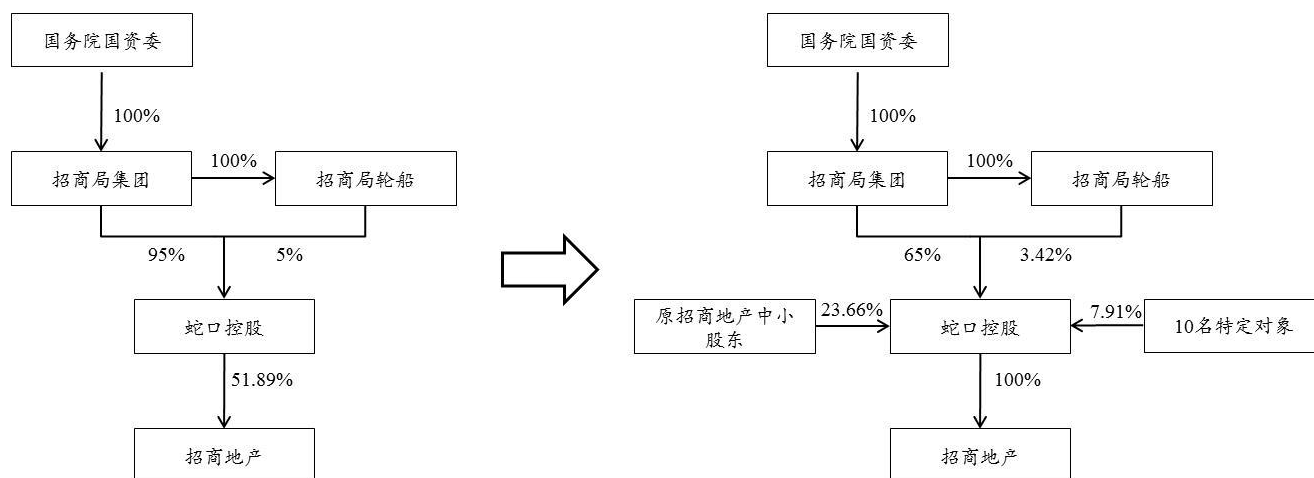
图表 1：交易完成后招商蛇口的股权结构

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%	550,000	68%
原招商地产中小股东			190,180	26%	190,180	24%
10名特定对象					63,559	8%
总股本	550,000	100%	740,180	100%	803,739	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 本次换股吸收合并完成后，招商局集团将直接及间接持有招商局蛇口控股74.31%股权；考虑配套发行，本次交易完成后，招商局集团将直接及间接持有招商局蛇口控股不低于68.43%股权，均将保持对招商局蛇口控股的绝对控股地位。原招商地产中小股东及10名战略投资者（含员工持股计划）则将分别持股23.66%和7.91%。

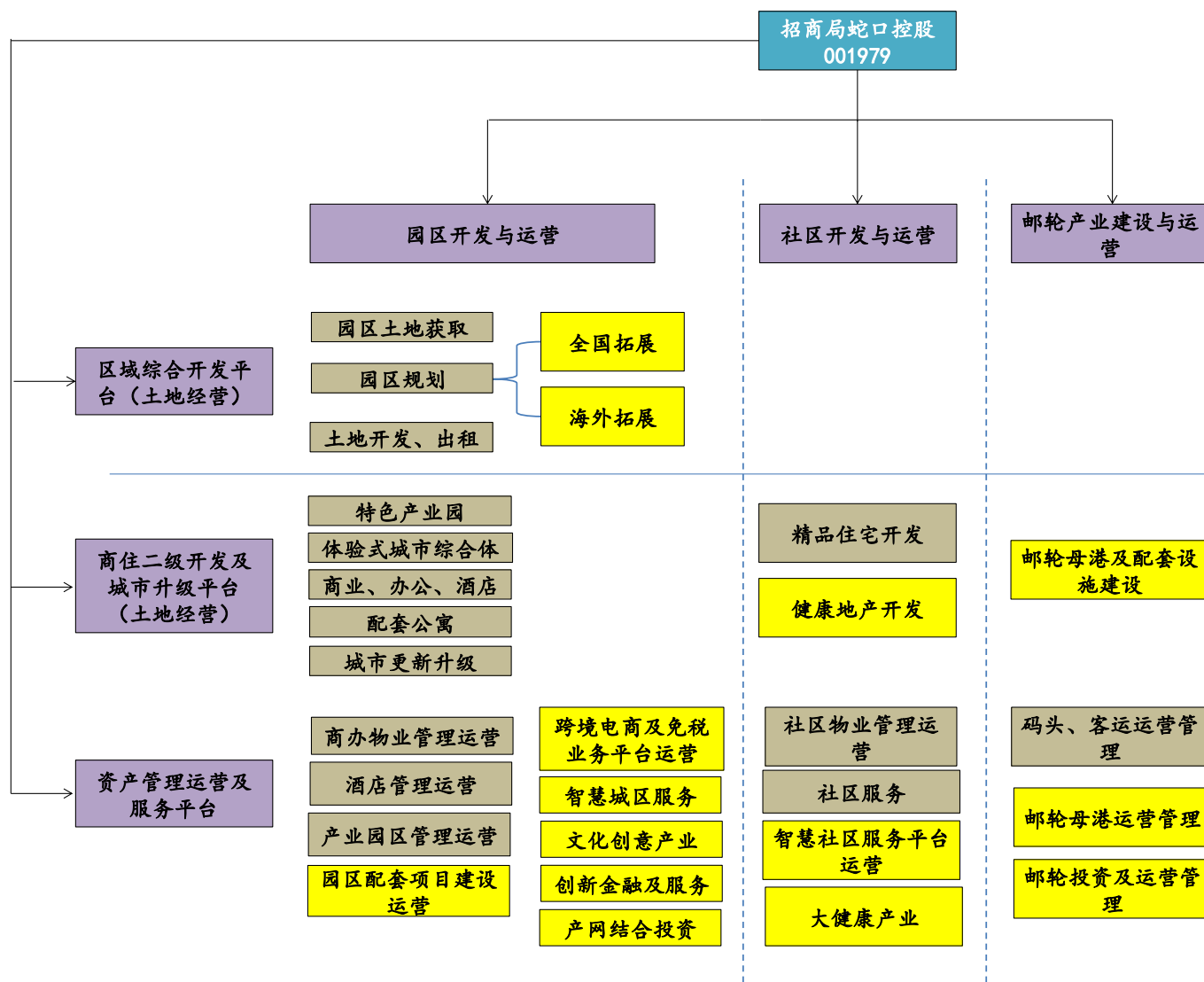
图表 2：股权结构转换图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 未来三至五年，公司将围绕三大核心业务，全面锻造城市升级和园区运营能力：1) 以招商地产为主体的社区开发与运营业务；2) 以蛇口前海自贸区为核心的园区开发与运营业务；3) 以太子港为核心的邮轮产业建设与运营业务。
- 在三大核心业务基础上，公司根据各业务板块开发、运营等价值链环节，同时设立了三大运营平台：区域综合开发平台、商住二级开发及城市升级平台、资产管理运营平台。各平台以和各业务之间形成相互支撑的网络架构，使公司的业务良性有效的得到开展。

图表 3：蛇口控股业务构架：三大业务与三大平台相互支撑的网络架构



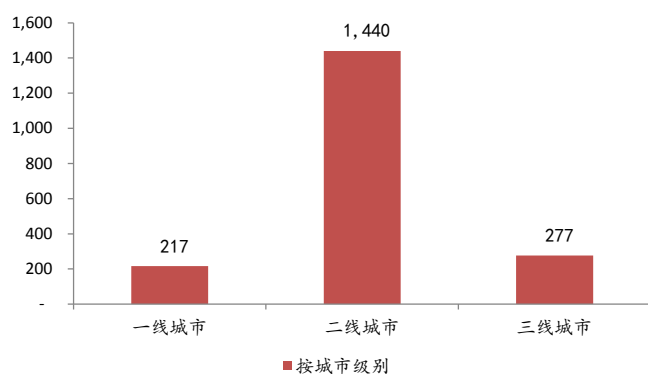
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 投资亮点：三大核心业务，兼备实力和成长空间

### 土地储备丰富，积极试水转型

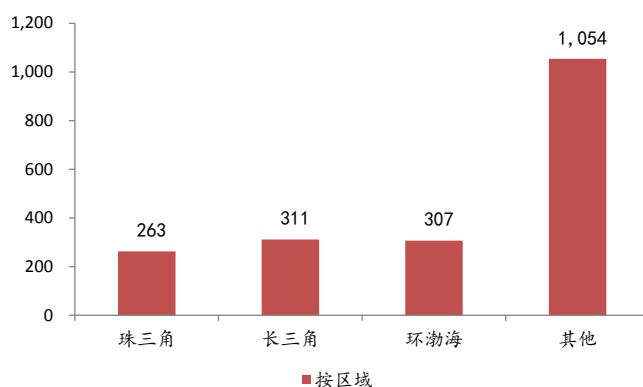
- **依托公司旗下品牌招商地产，深耕住宅与商业地产开发。**招商蛇口将重点聚焦精品住宅开发与社区运营、体验式综合体开发运营，着重培养健康地产、医疗地产和旅游地产，并适时进行海外拓展，寻求公司规模和利润的潜在增长点。
- **充足土地储备，持续推进土地工转商。**招商蛇口拥有房产建筑面积 139 万平方米，境内全口径土地储备 388 万平方米，土地使用权 510 万平方米。加上招商地产原有的土地储备 1265 万平方米，招商局蛇口控股的土地储备将达到 1653 万平方米。在工业用地转性的问题上，有三种解决方法：**1.转型并给予政府一定补偿；2.出让一部分土地给政府 3.增值部分和政府分享。**在这个问题上，由于具备比较强的开发实力，招商蛇口有很大的议价权。我们认为招商蛇口最后采用第三种方式的可能性较大。合并后，无论是规模还是实力，招商局蛇口与招商地产相比明显增强。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 and 招商地产的开发能力优势。未来几年公司的开发布局仍然专注于一线城市和部分重点二线城市。

图表 4：招商地产项目储备按城市级别分布（万方）



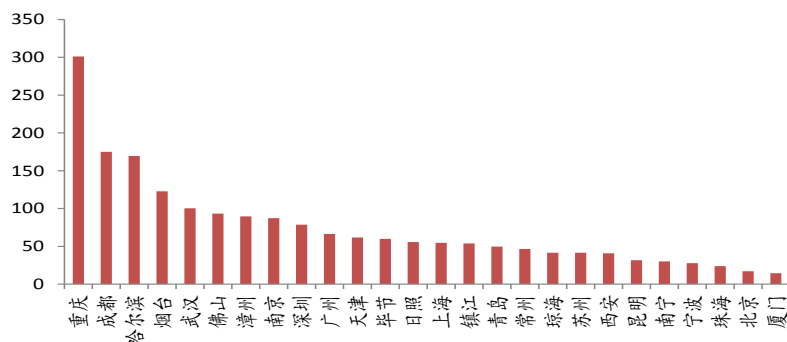
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：招商地产项目储备按区域分布（万方）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：招商地产各省项目储备分布（万方）



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 7: 招商局蛇口土地储备 (万方)**

	蛇口区域	太子湾	前海	龙盛	光明及青	总计
土地使用权	221.5	53.3	230.2	5.6		510.6
土地储备	43.1	162.2	118.3		64.5	388.2

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**■ 试水产业链升级, 大健康+智慧社区:**

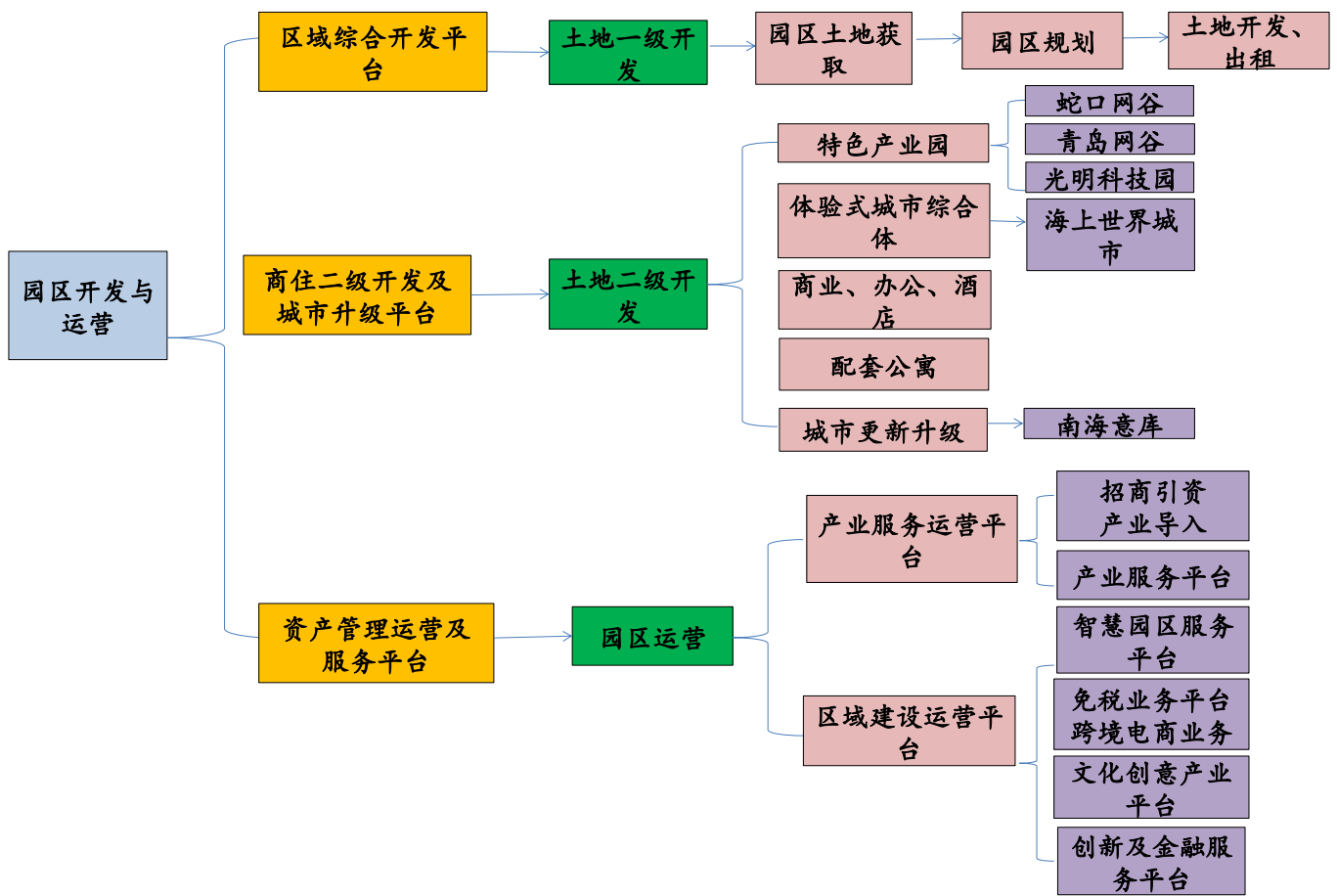
- **与法国医疗养老机构合作, 开拓“大健康”业务。**招商地产下属子公司招商商路与法国第四大医疗养老机构高利泽合资成立“招商高利泽养老服务公司”。在健康管理运营和地产产品相结合的养老物业服务链中, 高利泽专注的是医疗护理端, 高利泽运营的养老机构有别于传统概念中的养老院, 是医疗型养老机构。目前招商在广州有试点一金山谷项目, 该项目地理位置好, 总共分 15 期, 毛利率将超过 60%。这个项目将由招商作为业主, 由合资公司负责运营, 以健康养生为主体, 采用会员制。
- **打造智慧社区服务平台, 增加客户粘性:** 1) 招商地产旗下的“到家网”已初步实现了“数字化、集成化、智慧化”的服务应用, 成为打造“线上+线下”并举的新型物业服务模式。2) 招商地产目前布局 31 个城市和地区, 服务客户总人数超过 50 万人, 拥有坚实的客户基础。我们认为未来这部分业务的发展情况取决于社区的客户粘性和忠诚度。

**前海自贸区、园区配套增值服务潜力无限**

- **深耕广东前海蛇口自贸区, 并开展主题特色产业园区的开发和运营,** 主要包括各类产业载体开发如特色产业园、体验式城市综合体、商业、办公及配套等以及园区管理运营等服务, 招商蛇口还将借助自贸区优势打造跨境电商及免税业务、借助招商集团创新金融与服务。目前园区开发业务主要有以下几块: 1) **商业、办公楼宇、酒店及配套公寓开发,** 包括北京航华科贸中心、北京华商大厦、上海招商局广场、上海招商局大厦等。在建的包括深圳前海自由贸易中心一期, 太子湾自贸启动区一期, 太子商业广场, 新时代广场南等。2) **特色产业园开发,** 包括规划建面 38.25 万方的蛇口网谷, 规划建面 150 万方的青岛网谷和光明科技园。3) **体验式城市综合体开发,** 目前的海上世界城市综合体项目已经具备体验式城市综合体的特征。4) **城市更新升级业务,** 例如蛇口“南海意库”。5) **园区资产管理运营及服务,** 包括: ①招商引资、产业导入。以蛇口网谷为例。②产业服务平台, 提升客户的粘性。6) **智慧园区服务平台运营,** 即通过整合园区物业(创业办公、配套生活等)等现有的线上线下资源, 打造产业带 O2O 平台。7) **自贸区免税业务平台、跨境电商业务平台** 8) **文化创意产业平台运营,** 包括工业设计港、潮人码头和蛇口创意岛等。9) **创新金融及服务。**



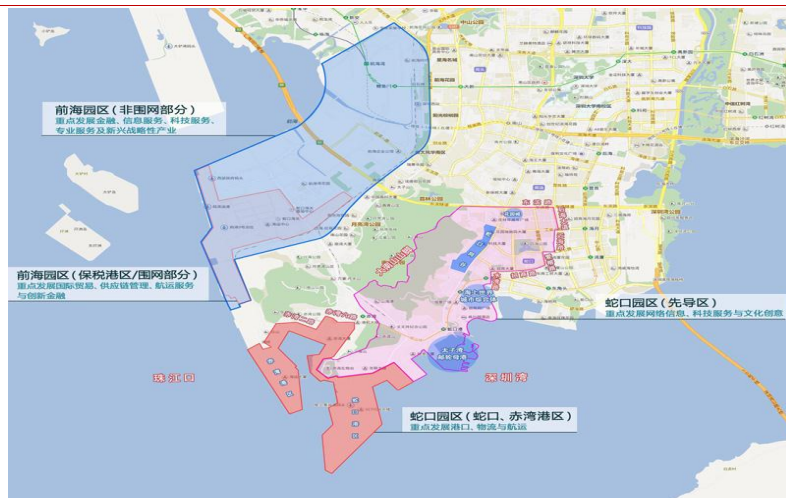
图表 8：园区开发运营产业链架构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **前海自贸区主打金融，重点面向香港，29条新增金融创新政策已获国家支持**：前海地理位置十分优越，它位于南山半岛西部、珠江口东岸，与香港、澳门毗邻，地处珠三角区域经济发展主轴和沿海功能拓展带的十字交汇处。前海合作区总建筑面积 2600 万平方米，其中办公面积 1200 万平方米，商业建筑面积 360 万平方米，居住及商务公寓建筑面积 650 万平方米，其他公共设施建筑面积约 390 万平方米。就业人口规模约 80 万人，居住人口规模约 30 万人。根据土地规划。前海合作区内将以都市综合体为主。随着前海在香港推广宣传力度的加大，越来越多的香港人对前海产生浓厚兴趣。前海管理局目前正在考虑在香港的大学设立‘前海奖学金’。

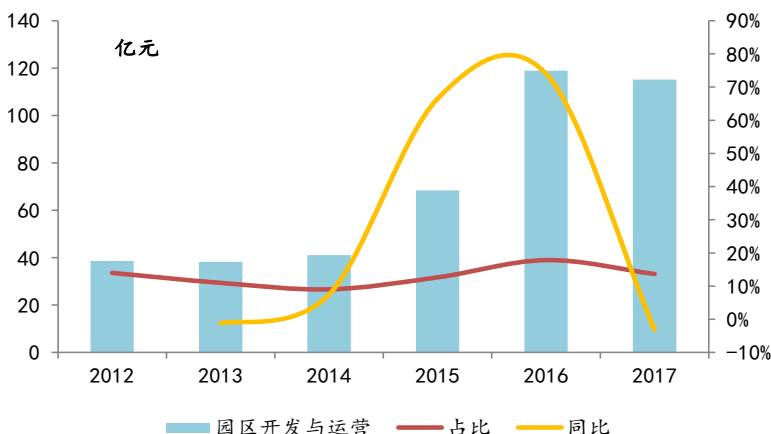
**图表 9：前海蛇口自贸区总体布局规划**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 根据公司公告中的盈利预测，未来两年园区开发与运营板块的收入将加速增长，2015/2016 年分别增长 66%、74%，并从 2017 年开始保持平稳，届时，园区开发占营业收入的比重将提高到 14%。

**图表 10：园区开发与运营收入**



来源：公司公告，中泰证券研究所

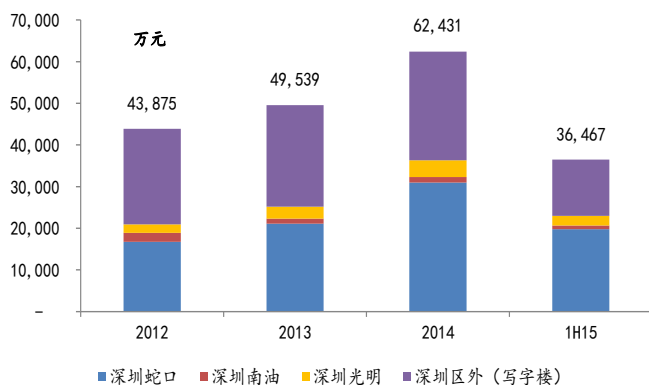
- 蛇口控股已获取四大园区的土地使用权，总共 510 万方：公司园区开发业务目前集中于前海蛇口自贸区范围内，未来 3-5 年将迎来跨越式发展。目前获得的土地使用权有：1) 招商蛇口合计拥有前海片区土地使用权面积共计 390.2 万方，包括招商蛇口根据《前海物流园区用地协议》和《补充协议》以协议出让方式取得 71 项土地使用权，以及深圳龙盛拥有的 2 项土地使用权。2) 太子湾地区 69.8 万方。3) 另有深圳光明新区 20.77 万平以及青岛高新区 39.37 万平的土地使用权。
- 目前正在推进的项目有东莞长安新城项目、重庆广阳湾项目和首钢“中国网谷”，这三个项目已经签订框架协议，面积分别达到 20.36 平方公里，10 平方公里和 0.6 平方公里。

**图表 11: 园区土地使用权获取及计划推进 (粉色标出) 情况**

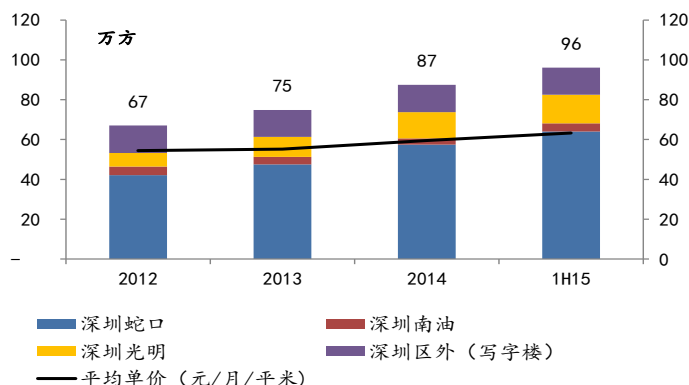
区域	位置	土地面积
太子湾片区	深圳	69.8 万方
深圳市前海湾片区	深圳	390.2 万方
深圳市光明新区	深圳	20.8 万方
山东省青岛市高新区	青岛	39.4 万方
东莞长安新城项目	东莞	2036 万方
重庆广阳湾项目	重庆	1000 万方
首钢“中国网谷”项目	北京	600 万方
合计		4156 万方

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 持有型物业为公司带来稳定增长的现金流。**招商局蛇口控股通过对蛇口及前海等园区的多年的建设及经营, 目前持有大量的物业(公寓、写字楼、厂房、仓储等各类型物业), 这些持有型物业可持续为公司带来经济利益流入和稳定的现金流。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。蛇口控股的租赁平均单价在过去三年保持平稳增长, 2013/2014/1H15 年分别同比增长 1%、8%、6%。蛇口控股的租赁收入在 2013/2014/1H15 年分别增长 13%、26%、17%。其中, 前海地区的增长率由 2014 年的 10% 加速到 36%, 由于目前前海地区租赁面积仅占园区开发土地使用权总面积的 1%, 未来开发前景十分可观。

**图表 12: 招商局蛇口控股 (不含招商地产) 物业租赁收入**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 13: 招商局蛇口控股 (不含招商地产) 物业租赁面积和平均单价**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 14: 租赁面积占园区土地使用权比重**

	租赁面积 (万方)	园区土地使用权 (万方)	占比
深圳蛇口	64.1	69.8	92%
深圳前海	4.0	390.2	1%
深圳光明	14.4	20.8	69%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 物业租赁业务估值。**根据过去三年蛇口控股在蛇口、前海和光明片区的物业租赁均价和出租面积，我们对未来几年的物业租赁业务收入做出如下测算，假设 WACC=8%，物业租赁业务收入净利率 5%，则这部分收入的净现值为 10.63 亿元。

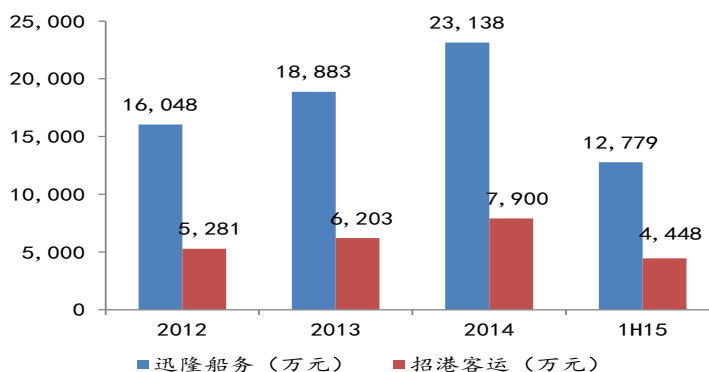
**图表 15：物业租赁业务估值**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E (折现)
深圳蛇口	16,739	21,084	30,982	39,542	47,589	53,633	1,787,774
深圳前海	2,174	1,210	1,332	1,814	2,095	2,639	87,980
深圳光明	2,011	2,877	4,003	4,586	5,668	7,006	140,121
深圳区外 (写字楼)	22,951	24,368	26,114	26,992	28,342	29,759	371,989
合计	43,875	49,539	62,431	72,934	83,694	93,038	2,387,863
8%折现				72,934	77,495	79,765	1,895,563
NPV(亿元)				10.63			

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 邮轮产业建设布局长线

- 公司将以邮轮为核心，全力打造集旅游运营、餐饮购物、免税贸易、酒店文娱、港口地产、金融服务等于一体的邮轮产业链，建设具有全球影响力的邮轮产业标杆。**
  - 水上客运、码头运营业务以迅隆船务、招港客运为主。**迅隆船务从事深港澳地区水上旅客运输业务。招港客运主要从事码头运营，为船务公司提供售票、行李拖运、值机服务等岸上服务支持。
  - 邮轮产业建设与运营业务包括区外邮轮母港建设和太子湾邮轮母港建设。**其中，区外邮轮母港建设包括蛇口控股持有 30.85% 股权的天津国际邮轮母港，青岛邮轮母港和厦门邮轮母港。同时，公司将以正在建设的太子湾邮轮母港为核心，在高效整合依托迅隆船务、招港客运等现有实业的业务资源基础上，发展邮轮及相关产业，并形成可跨区域复制的邮轮港口开发经验。公司拟将蛇口港区太子湾片区规划为集国际邮轮母港、港澳客运码头配套区、滨海特色娱乐休闲区等功能于一体的深圳新“海上门户”，改造后的太子湾片区将成为深圳市的新地标。

**图表 16：水上客运、码头运营业务收入**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 水上客运、码头运营业务估值。**根据过去三年蛇口控股迅隆船务和招港客运的运营情况，我们对未来几年水上客运、码头运营业务收入做出如下测算，假设 WACC=8%，水上客运、码头运营业务净利率 8%，则这部分收入的净现值为 6.20 亿元。

**图表 17：水上客运、码头运营业务估值**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E(折现)
迅隆船务(万元)	16,048	18,883	23,138	25,558	27,602	29,811	552,047
招港客运(万元)	5,281	6,203	7,900	8,896	9,785	10,764	332,208
WACC=8%				34,453	3,462	34,786	701,950
NPV(亿元)				6.20			

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 未来拓展方向：**
  - 与嘉年华合作。**2015 年 1 月 27 日上午，招商局蛇口工业区有限公司与美国嘉年华集团的合作备忘录签署仪式在深圳蛇口希尔顿南海酒店隆重举行，双方携手以开发太子湾邮轮母港为契机，全面开展在邮轮全产业链的互利合作，共同打造中国本土邮轮品牌。
  - 针对沿海一二线城市改造需求，打造综合体。**招商地产在 9 月份获取厦门项目，是通过定向招拍挂的方式。招商地产在项目竞标之前给政府做了非常多的建设意见，因此具有独家优势。拿地成本方面，太子湾 2 万/平，厦门几千/平。分产品来看，港口业务占比不大，主要靠综合体收入)。

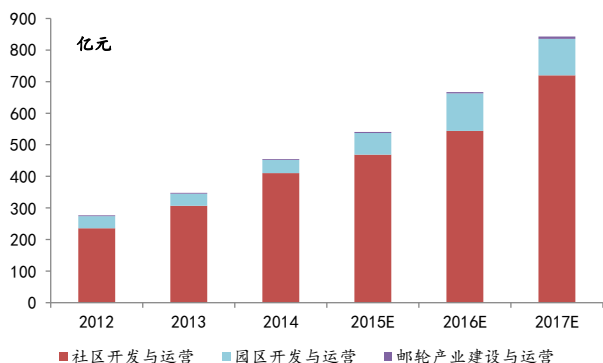
**图表 18：蛇口邮轮码头效果图**


来源：公司公告，中泰证券研究所

财务状况良好，稳健生长

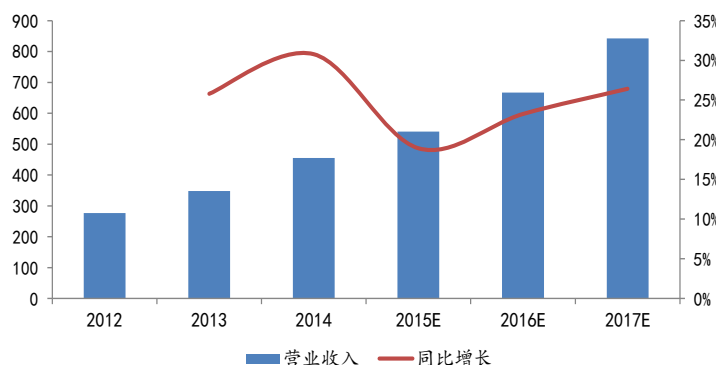
- 蛇口与招商地产合并后，社区开发仍然占公司营业收入最大比重。2015年上半年，社区开发与运营、园区开发与运营分别占总收入比重的87%、12%和1%。未来园区开发业务占比会有所上升，在2017年达到14%，而社区开发经营占比约为85%。预计公司未来几年营收保持平稳增长，2015/2016/2017年分别增长19%、23%、26%。

图表 19: 营业收入以社区开发和园区开发为主



来源：公司公告，中泰证券研究所

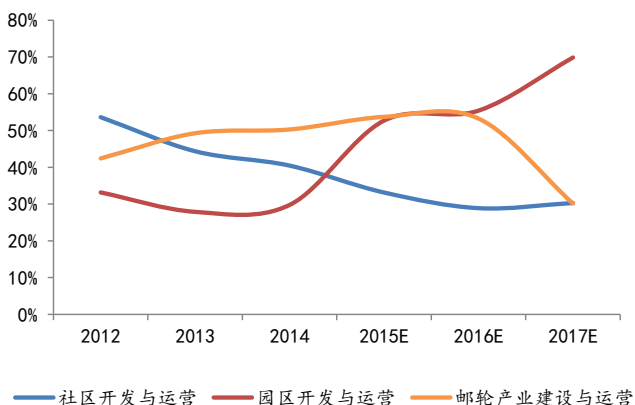
图表 20: 未来营业收入保持稳定增长



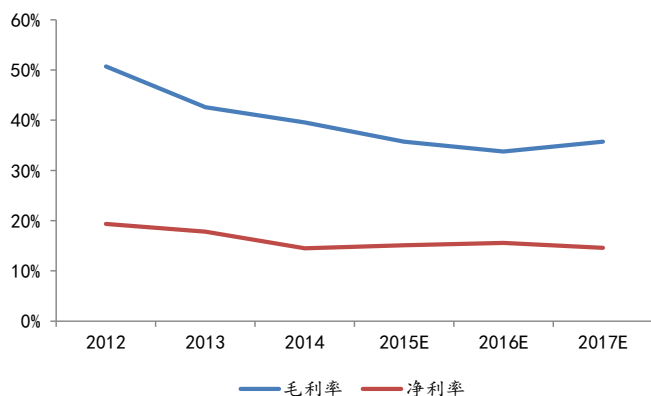
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 根据公司公告中的盈利预测，未来三年公司的毛利率和净利率将保持稳定水平。其中，社区开发与运营的盈利水平将随行业下行，由2014年的40%下降到2017年的30%。而园区开发与运营的毛利率将从2014年的30%跃升到2017年的70%，这是由于自贸区开发、产业园区、产业新城将会带来新的盈利增长点。相比之下，邮轮产业建设与运营的利润率将会加速下滑。
- 行业横向比较来看，招商蛇口无论是在毛利率，EBITDA率还是资产负债率方面都优于保利、万科、金地等地产龙头，公司资产周转率略低，主要由于蛇口局的周转率较低，预计伴随着协同效应的发生，这一点会有所改善。

图表 21: 各业务板块毛利率预测



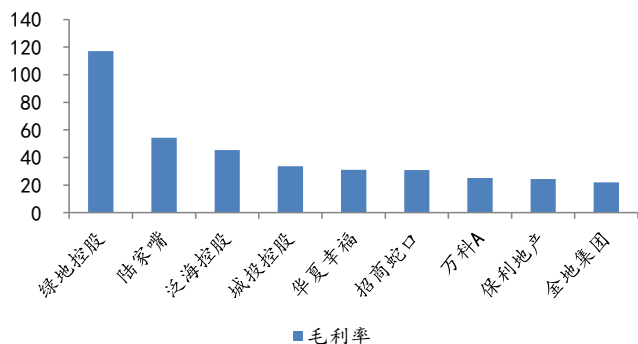
图表 22: 未来盈利能力保持稳定



来源：公司公告，中泰证券研究所

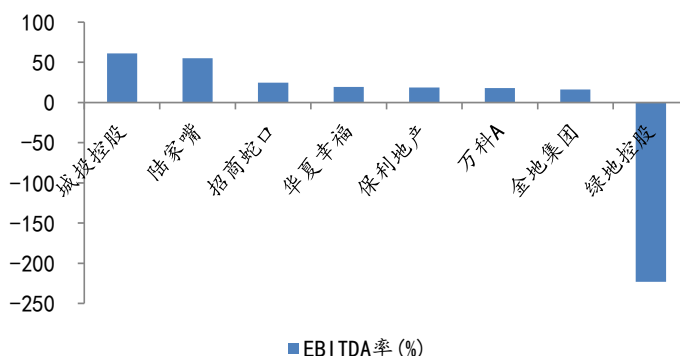
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 23：行业毛利率比较 (%)



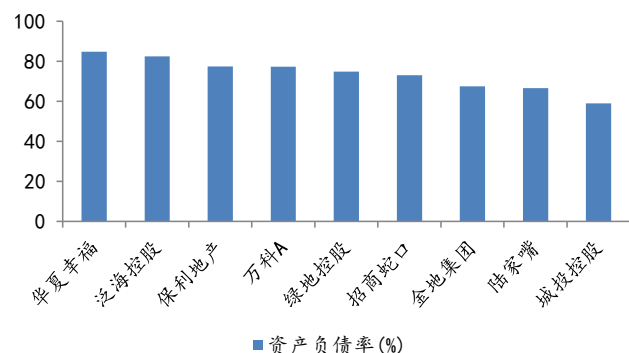
来源：wind，中泰证券研究所

图表 24：行业 EBITDA 比较 (%)



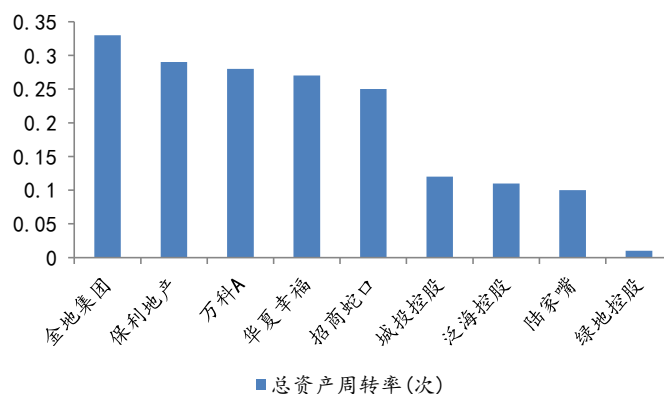
来源：wind，中泰证券研究所

图表 25：行业资产负债率比较 (%)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 26：行业总资产周转率比较



来源：wind，中泰证券研究所

## 影响投资决策的三大争议——我们的看法

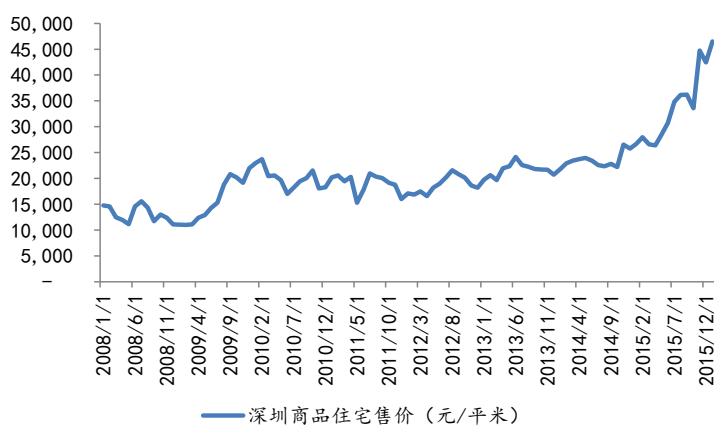
### 深圳的房市安全吗？——短期非理性暴涨，长期高估值高成长

- 2015 年深圳房价暴涨使很多投资者产生担忧。对此，我们梳理了导致深圳房价涨的理由：从长期来看，深圳土地供应少，年轻人口占比高、创新性企业多，且人口净流入快速增长，深圳房地产市场长期供求不平衡。这样的市场对供给和需求的边际变动非常敏感，加上宽松货币政策下杠杆的放大作用，导致房价暴涨。
- 我们认为这次房价暴涨的短期主要原因是长期土地稀缺的背景下需求端发生了变化，包括：
  - 2015 年牛市的财富效应。2015 年的那波牛市很大程度上提高了股民的购买力和购房意愿。深圳当地开户的股东账户数已经超过 1200

万，甚至超过了常住人口，并且深圳是 2015 年牛市中新开户数最多的城市，深圳股民占比 60% 以上。我们认为 2015 年的牛市使一部分刚需人群获得了买房的能力。

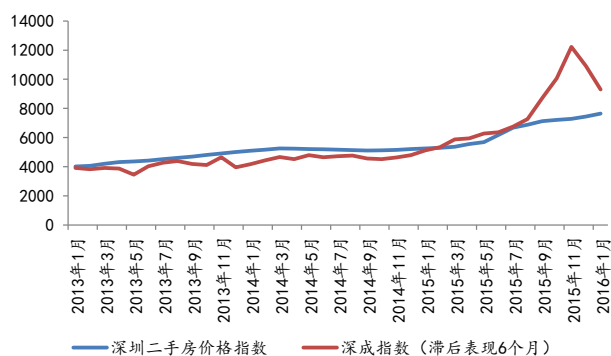
- **投资性需求增加。**根据链家地产的数据，2015 年深圳房地产市场的投资性需求占比 26.7%，相比 2011 年的 8.3% 有很大提升。在实体经济不好、储蓄利率走低的背景下，投资者的投资标的不过乎房地产和股市，而 2015 年年中的股灾让很多人意识到股市的风险，相比之下，近几年投资一线城市房地产的收益率远高于 A 股市场平均收益率。因此，很多幸免于股灾的投资者将目光转向房地产投资。
- **杠杆的放大作用。**在宽松的信贷政策和货币政策下，需求的上升被进一步放大。深圳个人住房贷款去年的平均数为 6.5 成，500 万元以上的房贷，7 成贷款占比超过 70%。而深圳居民较高的风险偏好和房价进一步上涨的预期促成了加杠杆的动力。

图表 27: 2015 年深圳房价暴涨



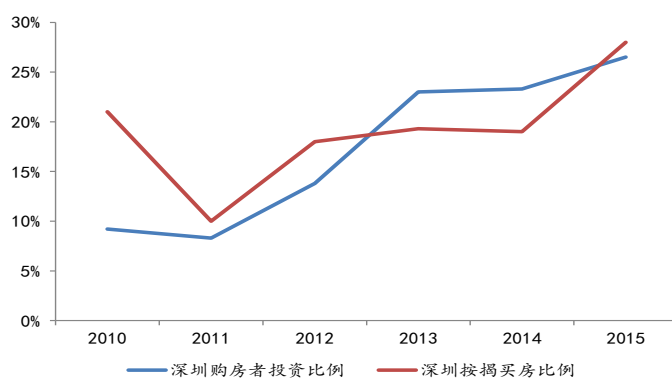
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: 深成指数 (后推半年) 和深圳二手房价格



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: 深圳购房投资需求和贷款比例上升



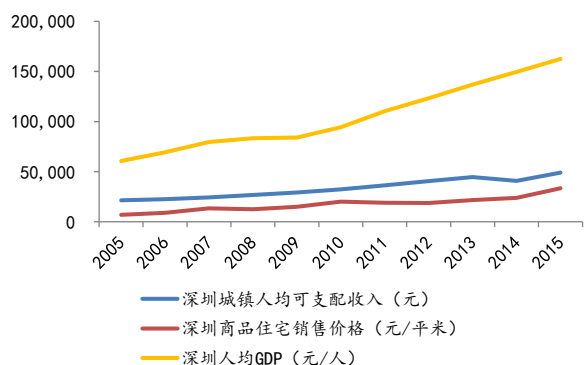
来源: 链家地产, 中泰证券研究所

- 我们认为这种短期的需求端变化是不可持续的。然而长期来看，深圳房地产市场的发展还有一定空间。如图表 7、8、9、10 所示，截止 2015 年，一线城市的房价涨幅并没有偏离人均可支配收入，并且低于人均 GDP 的增速。



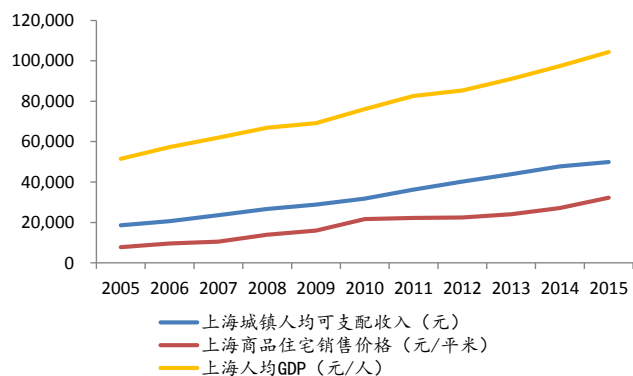
- 2015年深圳的商品住宅售价/人均GDP只有0.21,相比北京、上海0.26、0.31的比值还有一定的上升空间。从供需的角度来说,深圳的人口净流入与商品房待售面积的比例远高于上海、北京和广州(图表12)。
- 因此,我们认为深圳房地产市场长期来看还有很大的上升空间,而招商蛇口在深圳的地产储备多,开发时间长,我们认为即使有短期调整,对整体估值也不产生影响。

图表 30: 深圳住宅售价、人均可支配收入和 GDP



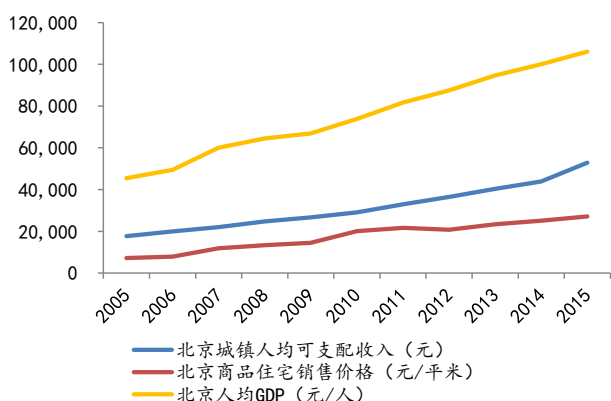
来源: Wind, 中指数据, 中泰证券研究所

图表 31: 上海住宅售价、人均可支配收入和人均 GDP



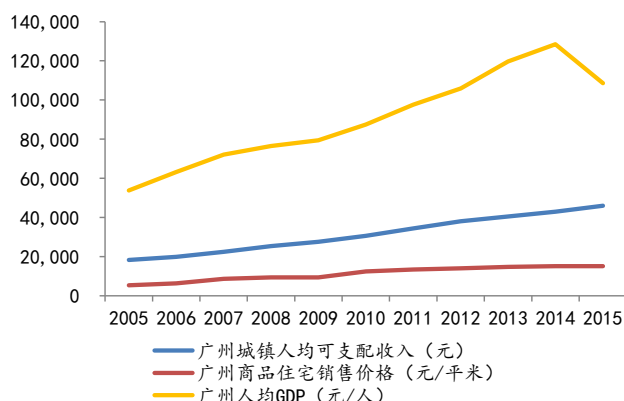
来源: Wind, 中指数据, 中泰证券研究所

图表 32: 北京住宅售价、人均可支配收入和 GDP



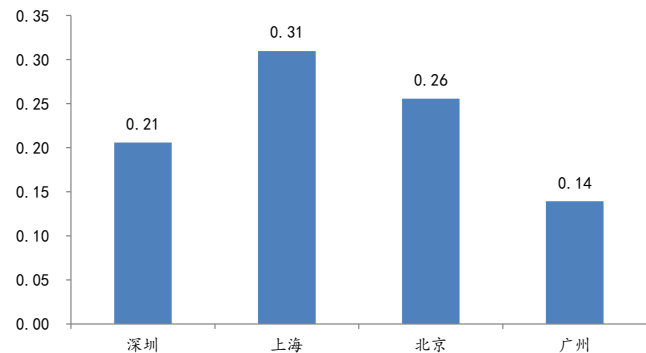
来源: Wind, 中指数据, 中泰证券研究所

图表 33: 广州住宅售价、人均可支配收入和人均 GDP



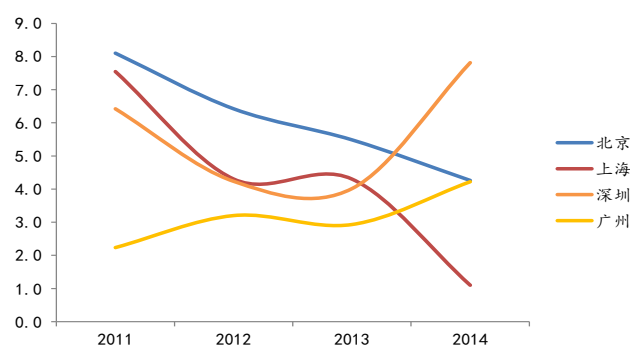
来源: Wind, 中指数据, 中泰证券研究所

图表 34: 一线城市商品住宅售价/人均 DGP



来源: Wind, 中指数据, 中泰证券研究所

图表 35: 人口净流入/商品房待售面积 (百人/平米)



来源: Wind, 中指数据, 中泰证券研究所

### 前海片区的权益归属——最悲观假设下估值中枢仍高于发行价

- 招商蛇口在前海拥有 230.2 万方土地使用权，这部分土地若转成商业用地或住宅用地，需要和政府分成。招商蛇口和政府的谈判仍在进行当中，存在一定的不确定性。由于这部分土地对招商蛇口的估值影响较大，我们对招商蛇口的权益做一个情景假设。
- 在本文的最后章节“公司估值”中，我们测算出当招商蛇口拥有前海片区 50% 的股权时，蛇口控股的土地权益增加值是 380.2 亿元，公司的每股 RNAV 是 27.9 元。如果权益只有 30%，则蛇口控股的土地权益增加值是 297.2 亿元，公司的每股 RNAV 是 26.9 元。在比较乐观的情况下，当招商蛇口拥有 70% 的权益，则蛇口控股的土地权益增加值是 463.1 亿元，公司的每股 RNAV 是 28.9 元。

**图表 36：权益情景假设**

	蛇口在前海片区的权益				
	30%	40%	50%	60%	70%
蛇口土地权益增加值	297.2	338.7	380.2	421.7	463.1
每股RNAV	26.9	27.4	27.9	28.4	28.9

来源：中泰证券研究所

- 根据以上的结论，即使最后与政府协商的结果是招商蛇口只有 30% 的权益，以目前的股价，公司也折价了 44%。我们认为目前的股价向下偏离估值中枢较远，而前海片区的最终权益，影响的是蛇口向上的发展空间，并不会拖累估值底部。在最悲观的情况下，公司的绝对估值（26.9 元/股）还是高于发行价（23.6 元/股）。

### 土地开发的时间成本——10 年假设+6 折折价，探寻估值底部

- 蛇口控股拥有的土地体量较大，未来开发的时间较长，并且存在很大不确定性。从前海片区来看，和政府的谈判也可能只针对某一块土地，未来谈判、规划、开发、出售是一个长期的过程，耗时较长。考虑到蛇口的土地开发时间成本和开发风险，我们对开发的时间做一个情景假设，并给予一定的风险折价。
- 根据我们的测算，若开发时间只需要 8 年，则蛇口控股的每股 RNAV 在 27.2-29.4 之间。时当开发时间需要 10 年，而权益只有 30% 的时候，招商蛇口的 RNAV 是 26.9 元/股，若基于这个悲观假设，再给予 40% 的风险折价，则最低估值为 16.13 元/股。

**图表 37：开发时间/权益情景假设**

开发时间	蛇口在前海片区的权益				
	30%	40%	50%	60%	70%
10	26.9	27.4	27.9	28.4	28.9
9	27.0	27.6	28.1	28.6	29.2
8	27.2	27.7	28.3	28.8	29.4

来源：中泰证券研究所

## 公司估值

### 绝对估值法 (NAV)

- 在绝对估值法中, 公司  $NAV = \text{合并后招商蛇口净资产} + \text{合并时土地重估增值} + \text{招商蛇口土地权益净增加值} + \text{招商地产项目权益净增加值} + \text{配套融资}$ 。
- **招商蛇口净资产:** 合并后, 除招商局蛇口控股原享有的招商地产 51.89% 股权对应的所有者权益以外的剩余全部所有者权益将并入存续公司的财务报表中, 招商局蛇口控股为换股吸收合并招商地产而发行股票的对价将分别计入股本及资本公积。其中, 归属于母公司的所有者权益由合并前的 155 亿变为 313 亿元。

图表 38: 合并前后所有者权益变化

项目	2015 年 6 月 30 日	
	招商局蛇口控股	存续公司
股本与资本公积	862,177	1,112,936
归属于母公司所有者权益合计	1,552,052	3,128,987
少数股东权益	3,103,670	1,526,735
所有者权益合计	4,655,722	4,655,722

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **合并时土地房产重估增值:** 蛇口控股拥有境内未建项目的土地使用权 511 万平以及房产 139 万平。其中, 139 万方房地产几乎全部位于深圳, 按 2 万/平米计算, 则房地产和建筑物的价值是 278 亿元。公司上市之后的总市值不超过 1897 亿元, 扣除招商地产的 753 亿, 和配套融资 150 亿, 则土地资源的评估价值为 716 亿元。因此, 合并时招商局蛇口的土地和房地产的重估价值是 994 亿。接下来估算招商局蛇口的土地和房地产账面价值。在财务报表中, 土地一般计入无形资产和存货, 房地产计入投资性房地产和在建工程。我们将招商蛇口和招商地产的资产账面价值相减, 估算出蛇口的土地房产账面价值约等于 65.5 亿。因此, 招商局蛇口的土地和房地产的重估增值是 928.5 亿。

图表 39: 蛇口土地和房地产资产评估

评估市值 (亿元)	
土地评估价值	716
房地产评估价值	278
招商地产市值	753
配套融资	150
合并后市值上限	1,897

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 40: 蛇口资产账面价值**

(亿元)	招商蛇口	招商地产	蛇口账面价值
存货	1,129.0	1,127.1	1.9
投资行房地产	109.5	53.4	56.1
固定资产	22.6	17.9	4.7
在建工程	3.5	0.8	2.7
无形资产	5.2	5.0	0.2
合计	1,269.7	1,204.2	65.5

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 招商地产项目权益增加值:** 招商地产截止 2015 年 6 月 30 日的权益未结算面积是 1452 万平米。根据我们的估算, 在 WACC=8% 的情况下, 地产项目权益增加值是 389.6 亿元, 加上 60 亿的投资性房地产和租金净现值, 招商地产项目权益增加值是 449.6 亿元。

**图表 41: 招商地产项目权益增加值**

项目	未结转权益面积	权益销售物业评估溢价	权益销售物业近似溢价
深圳	1377001.5	14,071,234,078	120.6
广州	1051498	4,830,318,938	44.7
佛山	724163.88	977,621,238	8.1
珠海	479167.98	467,188,781	4.3
上海	923746.03	8,660,119,031	80.2
南京	766455.84	1,092,199,572	9.0
苏州	878613.6	1,252,024,380	10.7
镇江	635697.4	798,594,859	7.1
常州	536419	724,165,650	6.7
宁波	276628	456,436,200	3.8
天津	744040.82	669,636,738	5.7
哈尔滨	1306240.25	1,371,552,263	11.3
青岛	305278.35	414,987,757	3.7
日照	556997	313,310,813	2.6
烟台	1226792	1,145,517,030	10.6
重庆	2631774	2,368,596,600	20.3
成都	1441172.61	1,297,055,349	11.1
武汉	1224397	826,467,975	7.7
西安	406916	412,002,450	3.5
厦门	281275	421,912,500	3.9
漳州	613342.32	1,081,015,839	9.6
北京	63402.52	475,518,900	4.2
		房地产 NAV (亿元)	389.6

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 蛇口土地权益增加值:** 我们假设所有的土地都在 10 年内开发完, 在三大片区商用和住宅用地都以 5 万每平方米的价格销售, 工业用地以 2 万每平方米的价格销售, 根据之前算的蛇口土地评估价值, 土地评估成本约为 8000 元/平米, 假设建安成本 12000 元/平米。工业用地分布在蛇口和前海两个区域。其中, 蛇口的工业用地将暂时继续以原来的属性存在, 而

前海的工业用地将会被转为商用或住宅。我们认为未来蛇口招商会和政府协商,通过政府入股的方式将工业用地转为商业或住宅用地进行开发,并争取掌握并表权。因此,我们对招商前海片区的工业用地的权益做一个假设,当招商拥有前海片区 50%的权益时,蛇口土地权益的净增加是 380.2 亿元。

**图表 42: 蛇口土地权益增加值**

权益	占地面积 (万方)	建筑面积 (万方)	容积率	评估成本 (元/平 米)	建安成本 (元/平米)	16年成本 (元/平 米)	16年销售 价格 (元/平 米)	权益净增加 值(亿元)
前海	173	500	2.9					
商业 50%	112	347	3.1	8000	12000	20000	50000	143.7
住宅 50%	56	140	2.5	8000	12000	20000	50000	58.0
龙盛 50%	6	14	2.4	8000	12000	20000	50000	5.7
太子湾	53	170	3.2					
商业	45	150	3.3	8000	12000	20000	50000	124.4
邮轮母港	4	10	2.5					
住宅	4	10	2.5	8000	12000	20000	50000	8.3
蛇口	184	290.6	1.6					
住宅	6.1	12.2	2	8000	12000	20000	50000	10.1
工业	154.8	232.2	1.5	8000	10000	18000	25000	
商服	23.1	46.2	2	8000	12000	20000	50000	38.3
光明高新	20.9	48.1	2.3	8000	1000	9000	10000	
青岛高新	27.2	40.8	1.5	8000	500	8500	5000	-8.3
总计								380.2

来源: 中泰证券研究所

- 招商局蛇口上市后 NAV 总规模: 根据以上的测算,当招商蛇口拥有前海片区 50%的权益时,蛇口控股的 RNAV 是 2243.3 亿。

**图表 43: 招商局蛇口上市后 NAV 总规模**

水上客运、码头运营	6.3
物业租赁业务估值	10.2
土地房产评估增值	994.0
蛇口土地权益增加值	380.2
招商地产项目权益增加值	389.6
招商蛇口上市后归属母公司净资产规模	313.0
配套再融资	150.0
蛇口控股RNAV	2243.3
股本	80.4
每股RNAV	27.9

来源: 中泰证券研究所

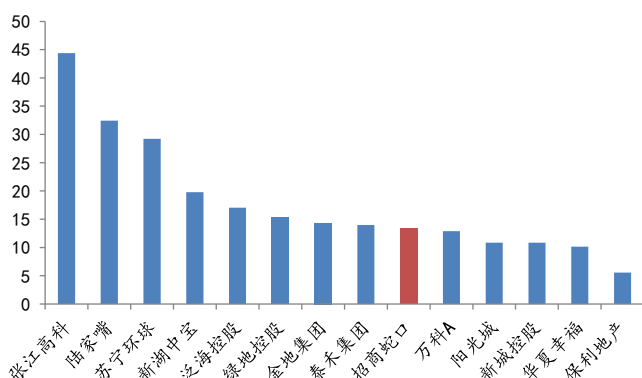
### 相对估值及盈利预测

- 根据公司合并方案报告中的盈利预测,预计 15 年、16 年和 17 年的收入水平分别为 540.93 亿元、666.65 亿元和 842.79 亿元,收入增速为 18.9%、23.2%和 26.4%。2015-2017 年归属母公司净利润分别为 66.8

亿、83.9 亿和 102 亿。毛利率和净利率保持较稳定的水平。若上述盈利预测不达标，则招商局集团将对招商局蛇口控股以现金方式进行一次性补偿盈利缺口。

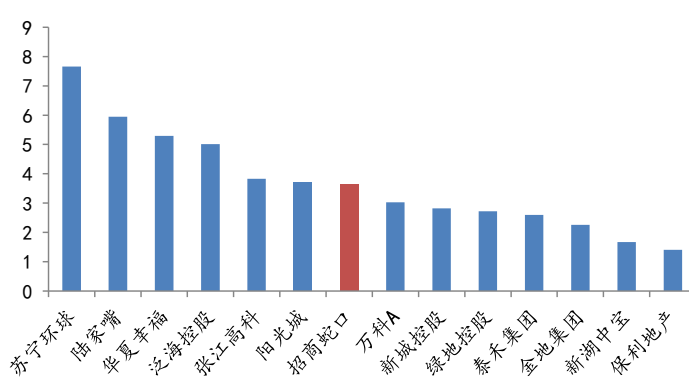
- 根据公司合并方案中的盈利预测，公司 15 年、16 年、17 年的每股收益为 0.83 元/股、1.05 元/股、1.27 元/股，分别按照当前股价进行估值，则公司 15 年、16 年和 17 年的 PE 倍数分别为 18.0 倍、14.2 倍和 11.7 倍。按照 15 年 6 月份净资产规模来计算，公司当前每股净资产规模为 3.89 元/股，PB 倍数为 3.62 倍。与目前市值相当的地产企业比较，招商蛇口的 P/E 偏低，P/B 处在中游水平。

图表 44：2016 P/E 比较



来源：wind，中泰证券研究所

图表 45：P/B 比较



来源：wind，中泰证券研究所

从绝对估值的角度来看，公司 RNAV 折价超过 50%，安全边际足够。从相对估值的角度来看，公司的市盈率 P/E 在市值可比房企中偏低，而市净率处于行业中游水平。招商蛇口布局一线的土地资源丰富，未来园区开发、邮轮运营的潜力巨大，除此之外，未来自贸区建设和配套增值服务将成为一大看点，自贸区的政策将成为潜在的股价催化剂，向上弹性充足，给予公司“买入”评级。

## 风险提示

### 深圳房价回调风险

- 深圳房价去年暴涨近 50%，未来短期内维持需求高增长的动力不足，或许存在回调风险。

### 与政府谈判进度不及预期风险

- 招商蛇口与政府的谈判还在进行中，可能存在谈判进度不及预期的风险。另外，由于蛇口的土地体量大，和政府的谈判不太可能一步到位，耗时间较长，不确定因素较多。

### 开发进度不及预期风险

- 前海片区的工业用地转性成商业用地，再进行一、二级开发，过程较长，不确定因素较多，因此开发进度存在不达预期的风险。

图表 46: 招商蛇口财务预测

损益表 (人民币万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	4,548,595	5,409,295	6,666,646	8,427,938
增长率	30.8%	18.9%	23.2%	26.4%
营业成本	-2,749,181	-3,475,655	-4,416,348	-5,418,978
% 销售收入	60.4%	64.3%	66.2%	64.3%
毛利	1,799,413	1,933,640	2,250,298	3,008,960
% 销售收入	39.6%	35.7%	33.8%	35.7%
营业税金及附加	-570,928	-531,568	-748,032	-889,523
% 销售收入	12.6%	9.8%	11.2%	10.6%
营业费用	-104,263	-143,044	-156,515	-176,932
% 销售收入	2.3%	2.6%	2.3%	2.1%
管理费用	-93,216	-126,368	-124,725	-143,671
% 销售收入	2.0%	2.3%	1.9%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,031,006	1,132,660	1,221,026	1,798,834
% 销售收入	22.7%	20.9%	18.3%	21.3%
财务费用	-92,137	-122,323	-148,015	-245,323
% 销售收入	2.0%	2.3%	2.2%	2.9%
资产减值损失	-57,236	-15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	83,369	94,380	371,834	214,769
% 税前利润	8.6%	8.3%	25.7%	12.1%
营业利润	965,002	1,104,702	1,444,845	1,768,280
营业利润率	21.2%	20.4%	21.7%	21.0%
营业外收支	4,536	33,990	1,143	248
税前利润	969,538	1,138,692	1,445,988	1,768,528
利润率	21.3%	21.1%	21.7%	21.0%
所得税	-310,961	-321,344	-406,193	-537,933
所得税率	32.1%	28.2%	28.1%	30.4%
净利润	658,577	817,348	1,039,795	1,230,595
少数股东损益	132,996	149,217	199,625	209,528
归属于母公司的净利润	525,581	668,131	840,170	1,021,067
净利率	11.6%	12.4%	12.6%	12.1%

资产负债表 (人民币万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,613,302	4,447,546	4,775,771	6,268,183
应收款项	985,210	608,160	753,176	954,470
存货	10,067,564	6,189,523	8,469,708	10,689,491
其他流动资产	752,071	856,501	983,494	1,118,849
流动资产	14,418,147	12,101,729	14,982,149	19,030,993
% 总资产	85.7%	70.9%	68.4%	69.8%
长期投资	1,587,325	1,587,325	1,587,325	1,587,325
固定资产	258,235	2,876,157	4,834,080	6,132,002
% 总资产	1.5%	16.8%	22.1%	22.5%
无形资产	101,866	52,506	52,506	52,506
非流动资产	2,408,219	4,976,781	6,934,703	8,232,626
% 总资产	14.3%	29.1%	31.6%	30.2%
<b>资产总计</b>	<b>16,826,365</b>	<b>17,078,510</b>	<b>21,916,853</b>	<b>27,263,618</b>
短期借款	1,149,405	1,149,405	1,149,405	632,492
应付款项	6,640,579	6,888,690	8,540,284	10,682,605
其他流动负债	991,505	1,028,076	1,169,150	1,359,912
流动负债	8,781,489	9,066,171	10,858,838	12,675,009
长期贷款	2,973,822	1,543,822	3,549,702	5,849,702
其他长期负债	531,102	531,102	531,102	531,102
<b>负债</b>	<b>12,286,413</b>	<b>11,141,095</b>	<b>14,939,642</b>	<b>19,055,813</b>
普通股股东权益	1,681,210	2,929,456	3,769,626	4,790,693
少数股东权益	2,858,742	3,007,959	3,207,584	3,417,112
<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,826,365</b>	<b>17,078,510</b>	<b>21,916,853</b>	<b>27,263,618</b>

比率分析				
	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	2.351	0.831	1.045	1.270
每股净资产 (元)	7.519	3.645	4.690	5.961
每股经营现金净流 (元)	-2.210	7.043	1.365	3.409
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>				
净资产收益率	31.26%	22.81%	22.29%	21.31%
总资产收益率	3.12%	3.91%	3.83%	3.75%
投入资本收益率	14.65%	27.89%	15.59%	17.50%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	30.77%	18.92%	23.24%	26.42%
EBIT 增长率	9.91%	9.86%	7.80%	47.32%
净利润增长率	6.37%	27.12%	25.75%	21.53%
总资产增长率	—	1.50%	28.33%	24.40%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转天数	668.3	650.0	700.0	720.0
应付账款周转天数	105.1	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	9.5	104.3	209.9	236.5
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	39.91%	-24.46%	3.23%	6.28%
EBIT 利息保障倍数	11.2	9.3	8.2	7.3
资产负债率	73.02%	65.23%	68.17%	69.89%

现金流量表 (人民币万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	658,577	817,348	1,039,795	1,230,595
少数股东损益	0	149,217	199,625	209,528
非现金支出	127,918	382,093	1,042,078	1,702,078
非经营收益	-150,151	-6,047	-224,962	30,306
营运资金变动	-1,130,479	4,466,868	-759,528	-223,348
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-494,134</b>	<b>5,809,478</b>	<b>1,297,008</b>	<b>2,949,159</b>
资本开支	99,966	2,916,650	2,998,857	2,999,752
投资	55,475	0	0	0
其他	3,114	94,380	371,834	214,769
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-41,378</b>	<b>-2,822,270</b>	<b>-2,627,023</b>	<b>-2,784,983</b>
股权募资	159,605	580,100	0	0
债权募资	615,032	-1,430,000	2,005,880	1,783,087
其他	-373,990	-153,847	-148,015	-245,323
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>400,647</b>	<b>-1,003,747</b>	<b>1,857,865</b>	<b>1,537,764</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-134,865</b>	<b>1,983,461</b>	<b>527,850</b>	<b>1,701,940</b>

来源: 公司公告, 中泰证券研究所



#### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。