

招商蛇口 (001979)

强烈推荐

行业：房地产开发

独特战略资源优势尽显，创新发展百花齐放

公司公告 2015 年业绩，实现营业收入 492.2 亿元 (+8.2%)，备考口径下归母净利润 68.9 亿元扣非后净利 63.1 亿元，同比分别增 31.1%和 25.7%。

投资要点：

◇ **超额完成业绩承诺。**2015 年公司实现营业收入 492.2 亿元 (+8.2%)，合并原招商地产前公司归母净利润 48.5 亿元 (+51.4%)。备考口径下归母净利润 68.9 亿元、扣非后净利 63.1 亿元，均超出公司备考盈利预测数（备考盈利预测分别为 **66.8 亿元、62.4 亿元**），主要系本年度销售物业主要位于深圳及香港地区毛利率相对较高。集团承诺公司若 15-17 年备考扣非净利润不及 62.4 亿元、85.85 亿元和 103.0 亿元将给予差额现金补偿。**社区开发与运营仍是主要营业收入来源，但其他两个业务占比也在提升：**2015 年社区开发与运营占比 85%，同比下降 5 个百分点，园区开发与运营占比 14%提高约 5 个百分点，邮轮产业与运营占比 0.67%持平上年。签约面积虽下滑但销售金额和结转增加：2015 年公司实现签约销售面积 347 万平方米同比-5%，但签约销售额 575.8 亿元同比约增 13%、结转面积 308 万平米同比增 9%。预计 2016 年销售额可达 650 亿元，同比+13%。

◇ **独特的战略资源优势支撑业绩释放和长期可持续发展。**原“招商地产”是传统优势品牌开发商，目前已布局全国 33 个城市，开发项目近 200 个，业态齐全；招商蛇口在蛇口地区深耕多年，深谙园区开发与运营；而招商局集团在港口建设和邮轮运营商上有着百年传承的基因。公司是前海蛇口自贸区最大的企业建设主体，**将打造前海蛇口样板自贸区并将其对外复制，已在多个城市开展主题特色产业园区的开发和运营，将积极推进重庆广阳湾、东莞长安新城、首钢“中国网谷”等大型园区综合开发项目的获取与开发。**截至目前，公司在手开发项目（太子湾和前海仅部分项目）总建面 3600 多万方、未结建面超过 2600 万方，其中深圳项目近 300 万方货值预计超 2000 亿元，其中仅蛇口双玺花园总货值近 300 亿元。最为稀缺的是自贸区的土地使用权：前海片区 243 万方、太子湾片区 53 万方（合计在开发的不到 22 万方）及蛇口片区 240 万方的土地资源（近 200 万方为可进一步改造提升的工业类厂房），这些黄金资源若容积率提高，可规划建面超 1000 万方，其价值释放为公司长期发展提供了保证。**前海蛇口自贸区是集深港合作、“一带一路”、自贸试验区三大国家战略于一身，招商蛇口作为建设开发前海蛇口自贸区的最大企业主体，毫无疑问是独特的政策优势和战略优势最受益标的。**

◇ **邮轮运营板块崛起在望。**邮轮运营板块虽是新业务，但招商局集团早在四五年前就已经开始布局邮轮码头的相关资源。公司已基本形成了以邮轮母港为核心，发展邮轮口岸免税、配套商业地产开发、码头物业运营、岛际旅游资源开发等全产业链介入邮轮产业的思路，合力打造“船、港、城、商、旅”一体化发展的商业模式。**以太子湾邮轮母港为样板，获取了厦门邮轮母港项目的土地使用权，并就开发青岛邮轮母港与相关方签署了合作框架协议。整合的协同效应逐步凸显。**

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

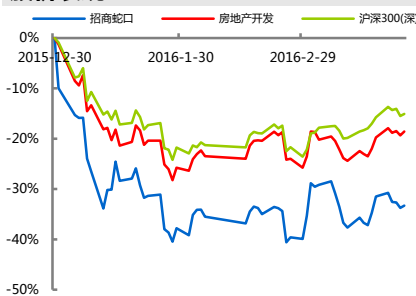
当前股价： 15.03

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)	1,767
总市值(亿元)	1,188
流通市值(亿元)	266
成交量(百万股)	51.80
成交额(百万元)	789.74

股价表现



相关报告

《招商蛇口-改革旗帜，价值回归指日可待》2016-01-14

《招商蛇口-王者归来，巨擘启航》
2015-12-30

- ◇ **财务状况良好，负债成本低，负债率进一步降低。**期末账面现金 406 亿元，超短债 325 亿元。资产负债率 71%、净负债率仅 12%，较 14 年分别下降 2 个、28 个百分点。公司在 2015 年通过重组配套募集资金 118 亿元、发型中票募资 30 亿元，年末综合资金成本为 4.93%，继续保持行业领先优势。
- ◇ **创新业务百花齐放的发展格局初步形成，三大主业之外的配套服务和运作得到发挥，业务协同作用初步显现。**南海意库、网谷模式实现异地复制、以广州金山谷健康养老项目为落地，完成高端护理院设计指引手册、招商美伦健康中心试运行、招商自贸商城开业，到家网到家汇线社区 O2O 平台、招商会平台跨境电商平台的搭建与运行顺利，为公司未来增加新的利润增长点播下了种子。
- ◇ 公司上市后遭遇多重利空致股价较真实资产价值严重低估，现价较发行价 23.6 仍折近 4 成。我们坚定**看好公司业务前景的判断和估值提升的逻辑。第一，作为前海、蛇口自贸区的最大建设和发展主体，正迎来企业发展的历史性机遇。第二，城市转型升级的大背景下加快“蛇口模式”的异地复制，将在全国多地如广州、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，创新业务的协同。**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，作为招商局集团在国内的资源整合平台，其地位毋庸置疑。而公司从传统的地产开发商战略定位转向“中国领先的城市及园区综合开发和运营服务商”，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三大主业协同，**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。第四，管理层市值管理动力强。**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。
- ◇ **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，前海蛇口自贸区加速复制，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。而同时管理层有着强的市值管理动力，在政府的支持下前海、蛇口的建设也将超预期推进，价值逐步显化。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 20 元，中期 23.6、长期看 33 元不变，再次“强烈推荐”。**预测 16-18EPS1.09 /1.31 /1.50 元，对应当前股价 PE14/12/10 倍。
- ◇ **风险提示：**自贸区建设进度不及预期；宏观经济形势不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	49222	67658	88104	104220
收入同比(%)	8%	37%	30%	18%
归属母公司净利润	4850	8599	10319	11880
净利润同比(%)	51%	77%	20%	15%
毛利率(%)	37.7%	35.6%	35.6%	35.5%
ROE(%)	10.4%	15.6%	15.7%	15.3%
每股收益(元)	0.61	1.09	1.31	1.50
P/E	24.49	13.82	11.51	10.00
P/B	2.55	2.15	1.81	1.53
EV/EBITDA	10	8	6	6

资料来源：中国中投证券研究总部 注：15 年财务数据为合并原招地前的，16-18 年为备考盈利预测

附：公司 15 年主要财务指标

图 1：经营情况

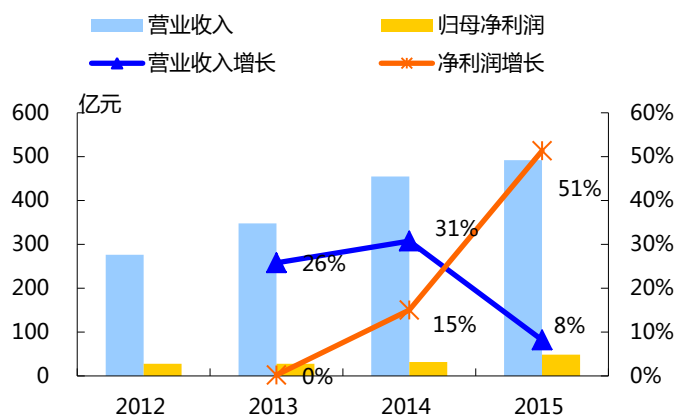


图 2：EPS 和 ROE

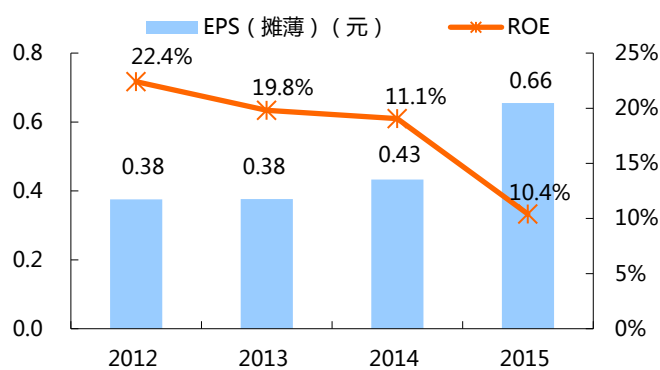


图 3：综合毛利率和净利率

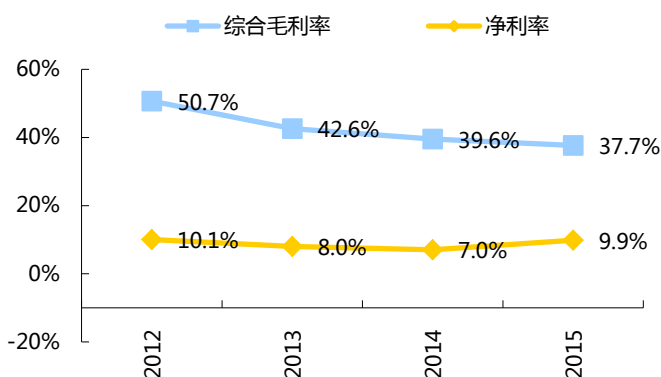


图 4：三费水平

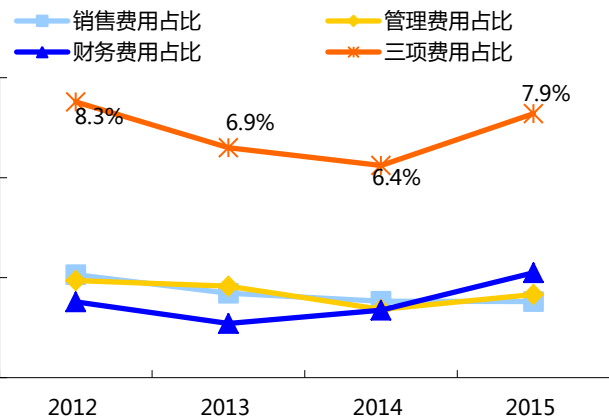


图 5：货币资金和短期负债

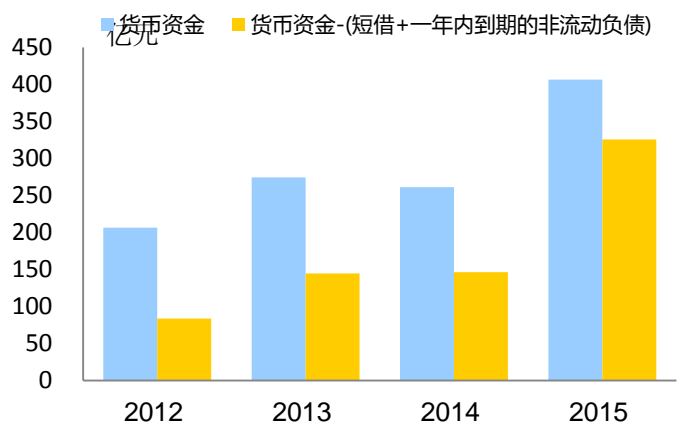
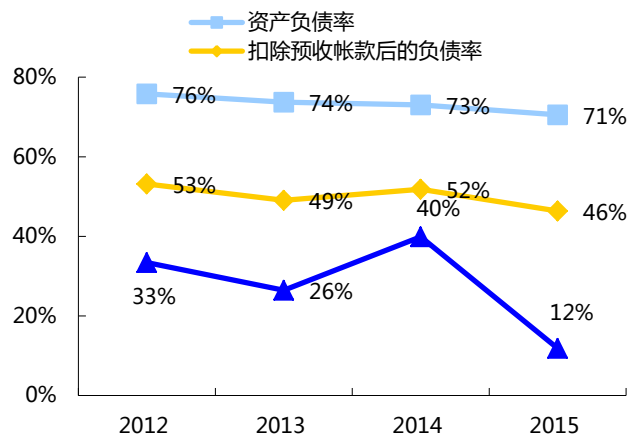


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，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	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	186573	222330	260763	294947
现金	40644	40976	37578	51618
应收账款	97	135	175	207
其它应收款	17528	13532	17621	20844
预付账款	866	1229	1600	1897
存货	121380	161159	198474	215054
其他	6058	5300	5315	5326
非流动资产	24326	24985	25283	25610
长期投资	2100	2100	2100	2100
固定资产	2544	2996	2667	1949
无形资产	507	507	507	507
其他	19175	19382	20008	21054
资产总计	210899	247316	286046	320557
流动负债	102894	130309	154893	176070
短期借款	2580	1000	2000	1000
应付账款	16875	26134	28353	33602
其他	83438	103175	124539	141467
非流动负债	45842	43893	45186	43400
长期借款	32200	32200	32200	30700
其他	13642	11693	12987	12701
负债合计	148736	174202	200079	219470
少数股东权益	15535	17886	20420	23660
股本	7904	7904	7904	7904
资本公积	17671	17671	17671	17671
留存收益	20269	29652	39971	51852
归属母公司股东权益	46628	55227	65547	77427
负债和股东权益	210899	247316	286046	320557

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2084	3572	-3156	17851
净利润	8047	10950	12853	15121
折旧摊销	694	793	992	1091
财务费用	1549	502	696	688
投资损失	-585	-1200	-800	-886
营运资金变动	-7282	-5489	-18197	2116
其它	-337	-1985	1301	-279
投资活动现金流	-2043	-1082	-571	-614
资本支出	1484	1800	0	0
长期投资	744	1172	1289	1418
其他	185	1890	718	804
筹资活动现金流	14273	-2158	329	-3197
短期借款	-2589	-1580	1000	-1000
长期借款	2462	0	0	-1500
普通股增加	5668	0	0	0
资本公积增加	16042	0	0	0
其他	-7309	-578	-671	-697
现金净增加额	14514	332	-3398	14040

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	49222	67658	88104	10422
营业成本	30677	43557	56707	67204
营业税金及附加	5204	7153	9314	11018
营业费用	1124	1545	2012	2381
管理费用	1227	1686	2196	2597
财务费用	1549	502	696	688
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	7	0	0	0
投资净收益	585	1200	800	886
营业利润	10027	14415	17978	21218
营业外收入	445	445	445	445
营业外支出	62	62	62	62
利润总额	10410	14798	18361	21601
所得税	2364	3847	5508	6480
净利润	8047	10950	12853	15121
少数股东损益	3196	2351	2534	3240
归属母公司净利润	4850	8599	10319	11880
EBITDA	12269	15710	19666	22997
EPS (元)	0.61	1.09	1.31	1.50

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	8.2%	37.5%	30.2%	18.3%
营业利润	3.9%	43.8%	24.7%	18.0%
归属于母公司净利润	51.4%	77.3%	20.0%	15.1%
获利能力				
毛利率	37.7%	35.6%	35.6%	35.5%
净利率	9.9%	12.7%	11.7%	11.4%
ROE	10.4%	15.6%	15.7%	15.3%
ROIC	16.8%	18.5%	17.0%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	70.5%	70.4%	69.9%	68.5%
净负债比率	27.08	22.22	19.84	16.95
流动比率	1.81	1.71	1.68	1.68
速动比率	0.63	0.47	0.40	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.30	0.33	0.34
应收账款周转率	521	584	569	546
应付账款周转率	1.88	2.03	2.08	2.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.09	1.31	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.45	-0.40	2.26
每股净资产(最新摊薄)	5.90	6.99	8.29	9.80
估值比率				
P/E	24.49	13.82	11.51	10.00
P/B	2.55	2.15	1.81	1.53
EV/EBITDA	10	8	6	6

相关报告

报告日期	报告标题
2016-01-14	《招商蛇口-改革旗帜，价值回归指日可待》
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,中国中投证券研究总部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、世联行、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、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

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。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

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,旨在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