



买入

22% ↑

目标价格:人民币 18.40

原目标价格:人民币 19.20

001979.CH

价格:人民币 15.03

目标价格基础:净资产值折价 20%

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(23.4)	7.4	0.0	0.0
相对深证成指	(1.5)	0.0	19.0	20.2

发行股数(百万)	7,402
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	28,549
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,525
净负债比率(%) (2016E)	27
主要股东(%)	
招商局集团	71

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

袁豪*

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

*卢晓峰为本报告重要贡献者

招商蛇口

前港—中区—后城联动, 优质资产待重估

2015年1-12月, 招商蛇口实现营业收入492亿元, 同比上升8.2%; 归母净利润49亿元, 同比上升51.4%, 按最新股本摊薄每股收益0.61元; 含税毛利率和净利率分别为27.1%和9.9%, 分别同比上升0.1和上升2.81个百分点, 公司拟向全体股东每10股派发现金红利2.60元。公司2015年业绩低于67亿备考利润主要由于并表口径原因, 随着公司位于前海蛇口的地块确权推进加快, 前海自由贸易中心和蛇口太子湾游轮母港等旗舰项目落地, 公司优质资产重估价值可观, 远期布局游轮产业空间巨大, 有助于整体估值提升。我们给予公司2016-2018年预测每股收益分别为1.00元、1.26元和1.55元, 考虑市场等因素, 将目标价下调至18.40元, 相当于20%的净资产折价和18倍的2016年市盈率, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **房地产销售前2月大增90%, 结算毛利率降幅较大。**公司2015年社区开发与运营业务实现收入419亿元, 同比增长2.09%, 收入占比85%; 结转面积同比增长9%, 结算均价14,376元/平米; 实现毛利率34.9%, 同比下降5.6个百分点, 主要由于深圳以外低毛利率产品占比上升。公司2015年实现销售额576亿元, 同比增长13%, 2016年前2月同比大增94%, 有助实现全年650亿的目标; 公司去年新增项目权益计容建面266万平米, 同比下降43%, 显示拿地策略谨慎的同时, 也体现了战略结构转变。
- **坐拥前海蛇口536万方地块, 六成待确权重估价值可观。**公司在前海蛇口自贸区拥有536万方土地资产: 1) 太子湾项目53万平米, 目前已规划为建筑面积173万平米的游轮母港项目; 2) 蛇口片区240万平米, 尚有213万平米未取得土地使用权证书, 按分批办理原则已启动其中50万平米办证程序; 3) 前海片区243万平米, 尚有109万平米未取得权属证书, 公司正积极与政府就前海土地的土地整备方式进行协商, 目前已启动片区首个城市综合体项目——前海自由贸易中心一期的建设。
- **“前港—中区—后城”联动模式, 布局游轮产业空间巨大。**公司在集团整体上市后继续施行“前港—中区—后城”的空间发展模式, 由港区带动园区再推动城市的发展; 同时公司着重培育健康地产、医疗地产和旅游地产等创新项目, 探索“开发+运营+资管”的运营模式, 寻求公司规模和利润的潜在增长点; 公司远期布局的游轮业务市场空间巨大, 在开发的蛇口太子湾片区邮轮母港将建成华南地区最大的国际邮轮综合体, 计划于2016年底顺利开埠, 为迎接中国邮轮经济的爆发做好准备。

评级面临的主要风险

- 房地产市场整体销售下行; 公司前海蛇口地块确权进度缓慢。

估值

- 我们给予公司2016-2018年预测每股收益分别为1.00元、1.26元和1.55元, 考虑市场等因素, 将目标价由19.20元下调至18.40元, 相当于20%的净资产折价和18倍的2016年市盈率, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	45,486	49,222	67,005	83,135	105,620
变动(%)	31	8	36	24	27
净利润(人民币 百万)	3,205	4,850	7,910	9,966	12,268
全面摊薄每股收益(人民币)	0.405	0.614	1.001	1.261	1.552
变动(%)	15.0	51.4	63.1	26.0	23.1
全面摊薄市盈率(倍)	37.1	24.5	15.0	11.9	9.7
价格/每股现金流量(倍)	(24.0)	57.0	(18.5)	(32.7)	(18.6)
每股现金流量(人民币)	(0.63)	0.26	(0.81)	(0.46)	(0.81)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	10.2	8.9	7.7	6.9
每股股息(人民币)	0.000	0.260	0.424	0.534	0.657
股息率(%)	n.a.	1.7	2.8	3.6	4.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 招商蛇口 2015 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	45,486	49,222	8.2
营业成本	(27,492)	(30,677)	11.6
营业税	(5,709)	(5,204)	(8.9)
毛利润	12,285	13,342	8.6
其他收入	(572)	(7)	(98.8)
销售费用	(1,043)	(1,124)	7.8
管理费用	(932)	(1,227)	31.6
营业利润	9,738	10,984	12.8
投资收益	834	592	(29.0)
财务费用	(921)	(1,549)	68.1
营业外收支	45	383	744.5
税前利润	9,695	10,410	7.4
所得税	(3,110)	(2,364)	(24.0)
少数股东权益	(3,381)	(3,196)	(5.5)
归属上市公司股东净利润	3,205	4,850	51.4
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	27.0	27.1	0.1
经营利润率	21.4	22.3	0.9
净利率	7.0	9.9	2.8

资料来源: 公司数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	45,486	49,222	67,005	83,135	105,620
销售成本	(33,201)	(35,881)	(50,484)	(62,502)	(80,136)
经营费用	(1,268)	(1,657)	(2,232)	(2,922)	(3,885)
息税折旧前利润	11,017	11,684	14,289	17,711	21,600
折旧及摊销	(707)	(694)	(639)	(640)	(640)
经营利润(息税前利润)	10,310	10,991	13,650	17,072	20,959
净利息收入/(费用)	(506)	(298)	(704)	(1,340)	(1,670)
其他收益/(损失)	255	299	1,029	1,861	2,404
税前利润	9,695	10,410	13,184	16,609	20,445
所得税	(3,110)	(2,364)	(3,296)	(4,152)	(5,110)
少数股东权益	(3,381)	(3,196)	(1,978)	(2,491)	(3,066)
净利润	3,205	4,850	7,910	9,966	12,268
核心净利润	3,205	4,850	7,910	9,966	12,268
每股收益(人民币)	0.405	0.614	1.001	1.261	1.552
核心每股收益(人民币)	0.405	0.614	1.001	1.261	1.552
每股股息(人民币)	0.000	0.260	0.424	0.534	0.657
收入增长(%)	31	8	36	24	27
息税前利润增长(%)	23	7	24	25	23
息税折旧前利润增长(%)	22	6	22	24	22
每股收益增长(%)	15	51	63	26	23
核心每股收益增长(%)	15	51	63	26	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	26,133	40,644	55,326	68,646	87,212
应收帐款	10,174	17,735	24,141	29,953	38,054
库存	100,676	121,380	165,230	205,008	260,455
其他流动资产	7,199	6,814	1,222	1,510	1,940
流动资产总计	144,181	186,573	245,920	305,117	387,661
固定资产	2,367	2,545	3,158	3,771	4,385
无形资产	712	694	669	645	622
其他长期资产	21,003	21,087	21,684	22,585	24,346
长期资产总计	24,082	24,326	25,510	27,001	29,352
总资产	168,264	210,899	271,430	332,118	417,013
应付帐款	31,368	35,878	50,627	62,578	80,380
短期债务	11,494	8,082	31,432	53,499	84,418
其他流动负债	44,953	58,934	73,432	91,110	115,752
流动负债总计	87,815	102,894	155,491	207,187	280,549
长期借款	32,756	39,926	39,926	39,926	39,926
其他长期负债	2,293	5,916	8,142	9,946	12,633
股本	2,236	7,904	7,904	7,904	7,904
储备	14,576	38,724	43,292	49,045	56,124
股东权益	16,812	46,628	51,196	56,949	64,028
少数股东权益	28,587	15,535	16,675	18,110	19,877
总负债及权益	168,264	210,899	271,430	332,118	417,013
每股帐面价值(人民币)	2.13	5.90	6.48	7.20	8.10
每股有形资产(人民币)	7.20	5.81	6.39	7.12	8.02
每股净负债/(现金)(人民币)	8.10	0.93	2.03	3.13	4.70

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	9,695	10,410	13,184	16,609	20,445
折旧与摊销	707	694	639	640	640
净利息费用	870	879	1,496	2,323	2,918
运营资本变动	(11,305)	(7,282)	(17,442)	(17,217)	(22,884)
税金	(3,110)	(2,364)	(3,296)	(4,152)	(5,110)
其他经营现金流	(1,799)	(253)	(986)	(1,833)	(2,389)
经营活动产生的现金流	(4,941)	2,084	(6,406)	(3,629)	(6,379)
购买固定资产净值	(1,003)	(1,484)	0	0	0
投资减少/增加	663	1,316	792	983	1,248
其他投资现金流	(73)	(1,875)	165	(940)	(1,014)
投资活动产生的现金流	(414)	(2,043)	957	43	234
净增权益	1,596	12,465	0	0	0
净增债务	6,150	3,276	23,350	22,067	30,919
支付股息	(3,624)	(4,904)	(3,352)	(4,222)	(5,196)
其他融资现金流	(133)	3,437	165	(940)	(1,014)
融资活动产生的现金流	3,989	14,273	20,164	16,905	24,709
现金变动	(1,366)	14,315	14,715	13,318	18,564
期初现金	27,451	26,133	40,644	55,326	68,646
公司自由现金流	(5,355)	42	(5,449)	(3,587)	(6,145)
权益自由现金流	795	3,318	17,901	18,480	24,774

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.2	23.7	21.3	21.3	20.5
息税前利润率(%)	22.7	22.3	20.4	20.5	19.8
税前利润率(%)	21.3	21.1	19.7	20.0	19.4
净利率(%)	7.0	9.9	11.8	12.0	11.6
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.8	1.6	1.5	1.4
利息覆盖率(倍)	8.4	7.5	6.0	5.2	5.0
净权益负债率(%)	39.9	11.8	23.6	33.0	44.3
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	37.1	24.5	15.0	11.9	9.7
核心业务市盈率(倍)	37.1	24.5	15.0	11.9	9.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.4	30.0	18.4	14.6	11.9
市净率(倍)	7.1	2.5	2.3	2.1	1.9
价格/现金流(倍)	(24.0)	57.0	(18.5)	(32.7)	(18.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	10.2	8.9	7.7	6.9
周转率					
存货周转天数	1,001.5	1,129.4	1,036.1	1,081.1	1,060.0
应收帐款周转天数	100.7	103.5	114.1	118.7	117.5
应付帐款周转天数	238.1	249.3	235.6	248.5	247.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	54.8	56.5	56.5	56.5
净资产收益率(%)	20.8	15.3	16.2	18.4	20.3
资产收益率(%)	4.4	4.5	4.2	4.2	4.2
已运用资本收益率(%)	12.7	11.6	11.6	11.7	11.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371