中国平安 PING AN 平安证券公司

地产

2016 年 04 月 28 日

招商蛇口 (001979)

重装上阵，蓄势待发

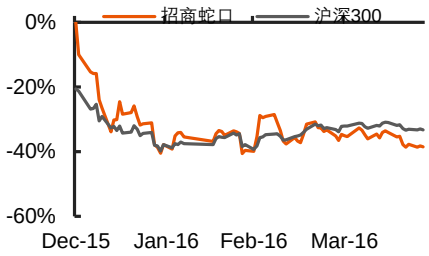
推荐（首次）

现价：14.25 元

主要数据

行业	
公司网址	www.shekou.com
大股东/持股	招商局集团/66.10%
实际控制人/持股	国资委/%
总股本(百万股)	7,904
流通 A 股(百万股)	1,899
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	1,126.33
流通 A 股市值(亿元)	270.67
每股净资产(元)	6.00
资产负债率(%)	71.00

行情走势图



证券分析师

王琳 投资咨询资格编号 S1060513090001
010-59730724
WANGLIN170@PINGAN.COM.CN

杨侃 投资咨询资格编号 S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **重装上阵，聚焦三大主业：** 2015 年 12 月底，招商局蛇口换股吸收合并招商地产，招商蛇口正式上市。除原有换股股东外，招商蛇口共计配套发行 5.02 亿股，募集配套资金 118.5 亿元，定增发行价为 23.6 元/股。招商蛇口定位为“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”，以“再造新蛇口”和“前海蛇口自贸区建设运营”为核心，聚焦园区开发及运营、社区开发与运营和邮轮产业建设及运营三大主业。2015 年三大业务营收占比分别为 14.2%、85.2%和 0.6%。

- **园区开发及运营：扎根大蛇口，受益自贸区建设：**公司园区开发及运营业务包括园区土地获取、园区规划等多个业务环节。多年砥砺，成功打造“蛇口网谷”这一园区运营代表之作。随着前海蛇口自贸区的成立，公司作为全国唯一直接参与经营与管理自贸区的企业，天然拥有前海蛇口自贸区的资源禀赋，前海片区有望成为未来 3-5 年公司园区开发的一大亮点。除深圳蛇口、前海片区外，公司目前经营开发及计划推进的园区还包括深圳光明片区、山东青岛片区，东莞长安新城、重庆广阳湾、首钢“中国网谷”项目等项目，园区合计占地面积达 46.4 平方公里。

- **社区开发与运营：成交稳步增长，土地资源优质。**公司社区开发及运营业务传承原招商地产品牌，2015 年实现销售金额 576 亿，同比增长 12.8%。2016 年销售目标为 650 亿元，同比增长 12.8%，全年可售货值约 1380 亿，货值储备/销售目标超 200%，超额完成全年销售目标概率较大。在手土地储备 2500 万平，其中 80%位于一二线重点城市，土地资源优质。除传统的土地获取渠道外，公司潜在土地储备丰富，包括 1）社区开发与园区开发、邮轮运营板块的协同效应带来潜在土地储备；2）邮轮城独特拿地模式，已获取的邮轮城项目包括太子湾（170 万平）和厦门东渡（70 万平）；3）城市更新及招商局集团内部资源整合。

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	49,222	65,525	81,487	100,261
YoY(%)	8.2	33.1	24.4	23.0
净利润(百万元)	6,893	8,696	10,606	12,766
YoY(%)	115.1	26.2	22.0	20.4
毛利率(%)	37.7	38.0	36.9	37.0
净利率(%)	14.0	13.3	13.0	12.7
ROE(%)	12.9	15.3	15.4	15.3
EPS(摊薄/元)	0.87	1.10	1.34	1.62
P/E(倍)	16.3	13.0	10.6	8.8
P/B(倍)	2.4	2.1	1.8	1.5

- **邮轮产业：构建集旅游地产、母港经济和邮轮产业为一体的生态圈。**邮轮行业前景广阔，2014 年美国邮轮游客数量高达 1132 万人次，而中国仅为 69.7 万人次。但是从全球来看，邮轮行业渗透率都较低，最高的美国也仅为 3.5%不到，而中国甚至仅为 0.5%，行业发展空间较大。公司已启动了首个邮轮母港——蛇口太子湾邮轮母港启动区一期的建设，项目定位为南中国最大的邮轮母港，包括建设泊位 15 个，最大泊位 22 万吨级，预计 2016 年底投入运营。公司以太子湾邮轮母港为标杆，获取了厦门邮轮母港的土地使用权，并与青岛邮轮母港相关方签订合作框架协议，协同效应逐步显现。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.34 元，当前股价对应 PE 为 13 倍和 10.6 倍。本次整合完成后，公司汇聚原招商地产和蛇口工业区优质资源，短期深圳大量地产优质土地集中释放，奠定业绩增长基础，中长期园区开发及邮轮业务值得期待，且持续受益前海自贸区开发建设。在前海片区土地占 51%股权的假设前提下，测算公司 NAV24.2 元，目前股价折价 41%，且低于员工持股价 40%，安全边际突出，加上公司上市后大股东 30 亿增持彰显信心，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示：**园区开发及邮轮业务推进不及预期风险。

正文目录

一、公司简介 5
1.1 换股上市，蛇口巨轮蓄势待发 5
1.2 扎根深圳，聚焦三大主业 6
二、园区开发及运营：扎根大蛇口，受益自贸区建设 7
2.1 蛇口片区：公司园区开发运营代表之作 9
2.2 前海蛇口片区资源丰富，未来受益自贸区政策春风 9
2.3 打造服务生态圈+产业生态圈的新一代园区 12
三、社区开发与运营：成交稳步增长，土地资源优质 13
3.1 成交稳步增长，2016 年可售充足 13
3.2 拥有大量优质资源，潜在土地储备丰厚 14
3.3 积极探索创新业务，打造全生命周期地产运营 15
四、邮轮产业：构建集旅游地产、母港经济和邮轮产业为一体的生态圈 16
4.1 国内邮轮市场逐步兴起，前景广阔 16
4.2 依托公司和集团资源，构建邮轮母港生态圈 17
五、财务状况稳健，负债率维持低位 18
六、盈利预测与投资评级 19
七、风险提示 19

图表目录

图表 1 招商局蛇口换股方案 5
图表 2 参与招商蛇口定增对象 5
图表 3 换股前后股权结构变换 6
图表 4 招商局蛇口未来主营业务定位 6
图表 5 主营业务收入结构（2015） 7
图表 6 主营业务收入区域分布（2015） 7
图表 7 招商蛇口园区开发及运营业务主要业务模式 8
图表 8 园区开发与运营收入同比增速 8
图表 9 蛇口片区产业发展变迁 9
图表 10 蛇口滨海深港创业创新产业带蓝图 9
图表 11 前海自贸区定位突出 10
图表 12 公司在前海蛇口自贸区的土地资源 10
图表 13 公司在前海蛇口自贸区的已建成物业情况 11
图表 14 前海复合发展产业生态圈+国际都市生活圈 11
图表 15 前海自由贸易中心一期平面图 12
图表 16 前海自由贸易中心一期效果图 12
图表 17 招商蛇口经营园区情况 12
图表 18 园区产业升级路径 13
图表 19 销售额稳步增长 13
图表 20 销售面积维持高位 13
图表 21 2016 年可售货值货值城市分布 14
图表 22 2016 年各季度推货节奏 14
图表 23 公司土地储备分布 14
图表 24 历年新增土地建面走势 14
图表 25 潜在土地来源渠道多元 15
图表 26 广州高利泽养老项目 15
图表 27 加拿大人国际学校设计方案 15
图表 28 全球邮轮乘客人次不断攀升 16
图表 29 中国邮轮旅客数量较少 17
图表 30 亚洲部署邮轮占比低 17
图表 31 六大港口接待国际邮轮艘次快速增长 17
图表 32 六大港口国际邮轮出入境游客快速增长 17
图表 33 太子湾效果图 18
图表 34 负债率持续处于低位 19
图表 35 毛利率持续回落，净利率企稳回升 19

一、 公司简介

1.1 换股上市，蛇口巨轮蓄势待发

招商蛇口前身为招商地产，2015 年 9 月 18 日招商地产公布公告，招商局蛇口拟以换股形式吸收合并招商地产，同时向包括员工计划在内的特定投资者发行股票，募集资金不超过 150 亿。其中招商地产 A 股、B 股换股价分别为 37.78 元/股和 28.67 元/股。招商局蛇口发行价格为 23.6 元/股。

图表1 招商局蛇口换股方案

方案	招商地产 A 股	招商地产 B 股
换股方案	换股基准价 37.78 元/股（除息后），较停牌前价格溢价 19.21%。折算比例为 1：1.6008	换股基准价 28.67 元/股（除息后），较停牌前价格溢价 60.57%。折算比例为 1：1.2148
现金选择权	23.79 元/股（除息后）	19.46 港元/股（除息后）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

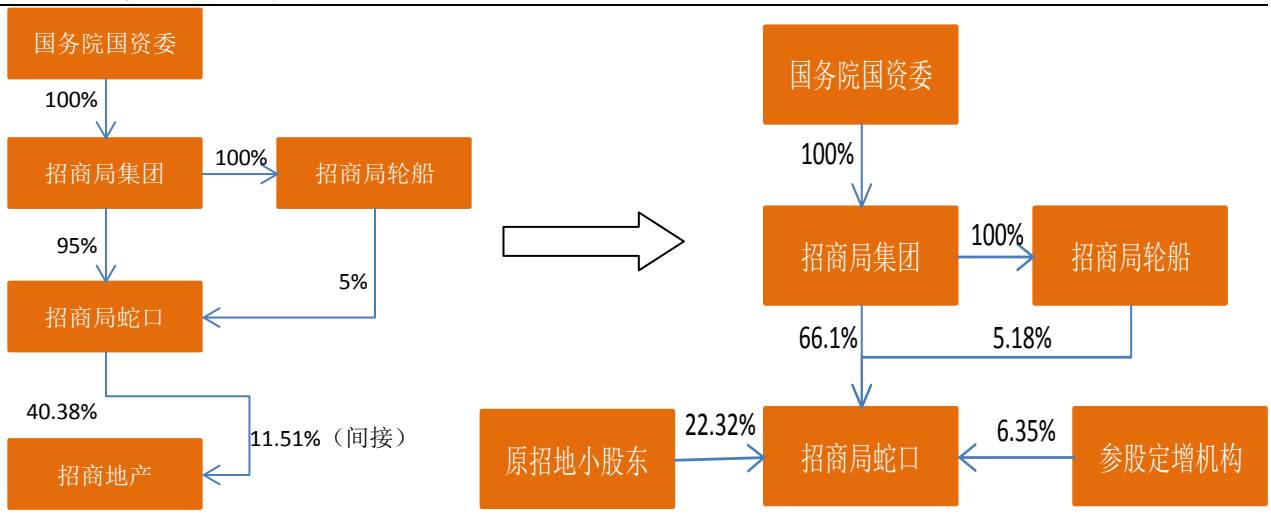
2015 年 12 月底，招商局蛇口完成对招商地产的换股吸收合并，正式上市。除原有换股股东外，招商蛇口共计配套发行 5.02 亿股，募集配套资金 118.5 亿元，定增发行价为 23.6 元/股。

图表2 参与招商蛇口定增对象

认购对象	认购数量（万股）	占招商蛇口发行总股本比例
工银瑞信投资-招商局蛇口特定资产管理计划	5022.95	0.64%
国开金融	6355.93	0.8%
华侨城	6355.93	0.8%
奇点领誉一期	6355.93	0.8%
兴业财富	6355.93	0.8%
招为投资	8474.6	1.07%
博时资本招商蛇口 A 专项资产管理计划	2118.6	0.27%
博时资本招商蛇口 B 专项资产管理计划	6355.93	0.8%
招商蛇口第一期员工持股计划	2833.7	0.36%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 换股前后股权结构变换

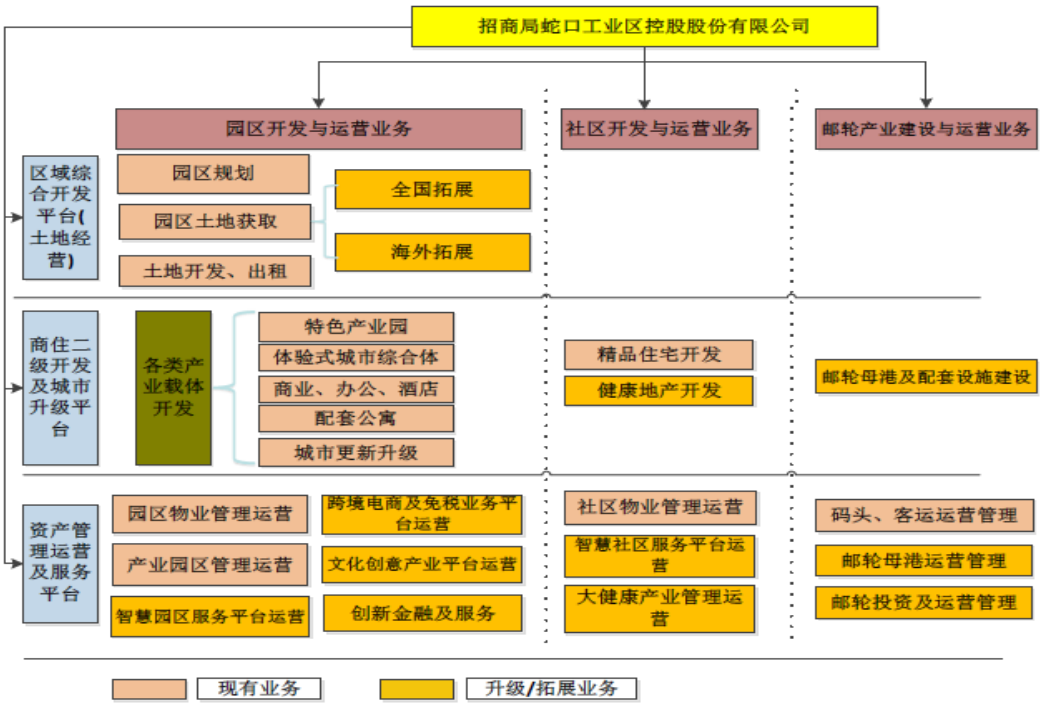


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 扎根深圳，聚焦三大主业

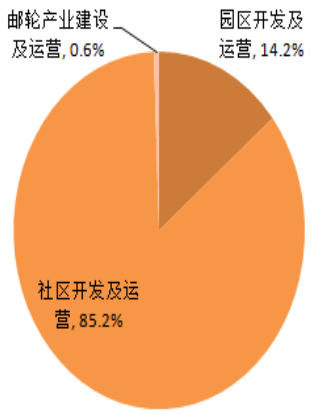
招商蛇口定位为“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”，以“再造新蛇口”和“前海蛇口自贸区建设运营”为核心，大力拓展特色产业园区以及邮轮港区经济带。目前公司下属三大业务板块：园区开发及运营业务、社区开发与运营业务、邮轮产业建设及运营业务。2015 年三大业务营收占比分别为 14.2%、85.2%和 0.6%，传统的社区开发及运营仍是公司当前主要营收来源。随着园区开发和邮轮产业逐步发展壮大，未来收入占比有望持续提升。

图表4　招商局蛇口未来主营业务定位



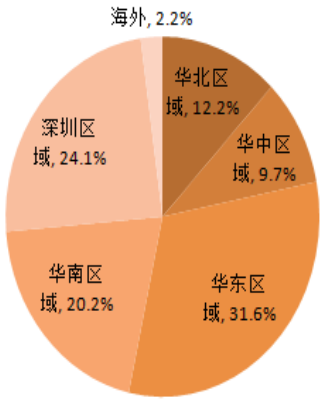
资料来源:公司公告，平安证券研究所

图表5　主营业务收入结构（2015）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6　主营业务收入区域分布（2015）

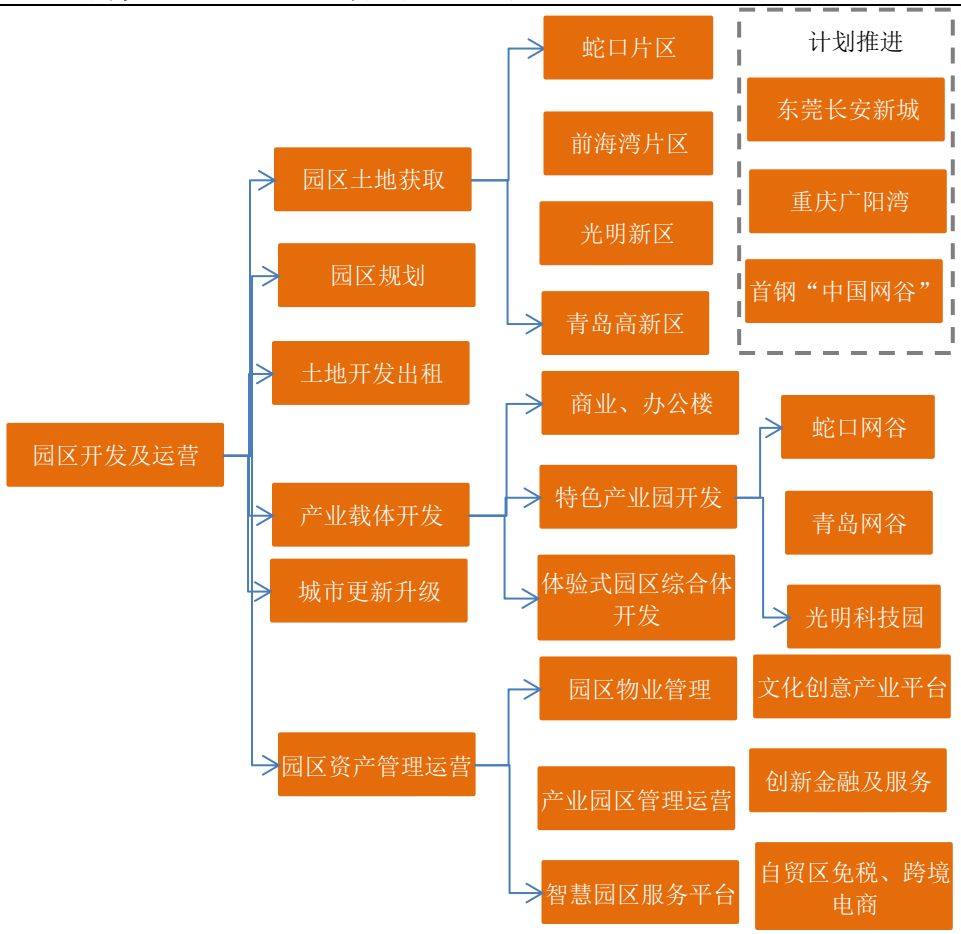


资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 园区开发及运营：扎根大蛇口，受益自贸区建设

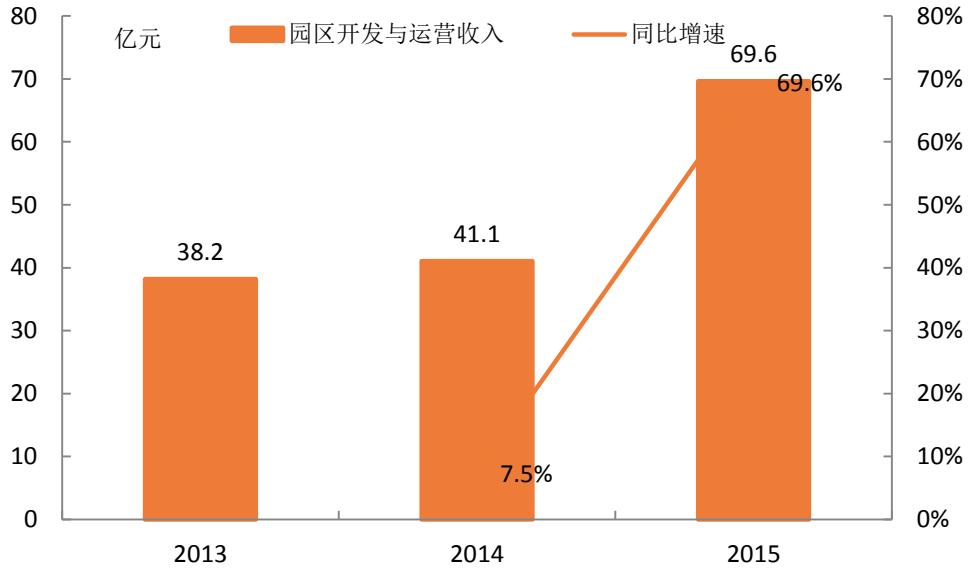
公司园区开发及运营业务模式多样，包括园区土地获取、园区规划、土地开发、出租、各类产业载体开发等多个业务环节。经过多年砥砺，成功打造“蛇口网谷”这一园区运营代表之作，同时随着前海蛇口自贸区的成立，前海片区有望成为未来 3-5 年公司园区开发的一大亮点。2015 年公司园区开发及运营业务实现营收 69.6 亿，同比增长 69.6%。

图表7　招商蛇口园区开发及运营业务主要业务模式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8　园区开发与运营收入同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

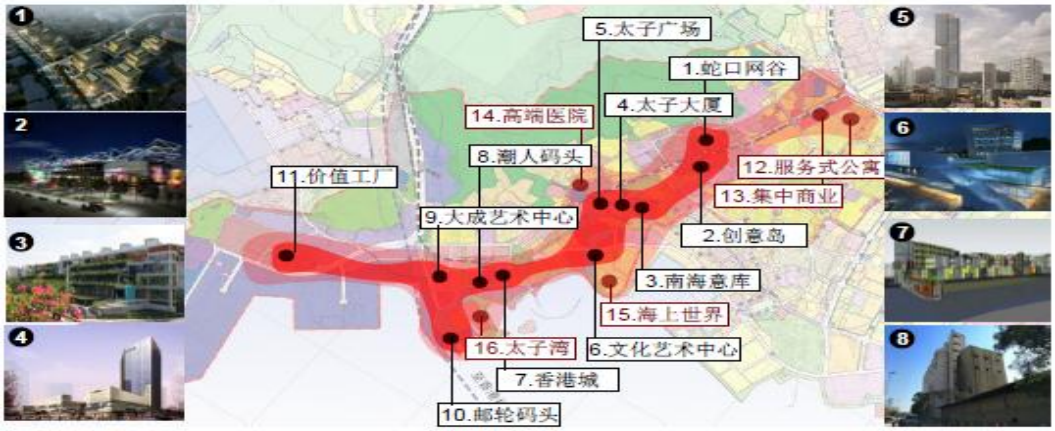
2.1 蛇口片区：公司园区开发运营代表之作

公司扎根蛇口，在蛇口片区转型升级过程中，公司以“互联网+”为核心，以资本为纽带，集合蛇口网谷、南海意库等特色亮点，重点发展创新金融、现代物流、文化创意等新兴服务业。截止 2015 年 7 月，蛇口网谷入驻企业 419 家，其中网络科技、文化创意类核心客户数量达到 279 家，占比超过 65%。

图表9　蛇口片区产业发展变迁

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10　蛇口滨海深港创业创新产业带蓝图

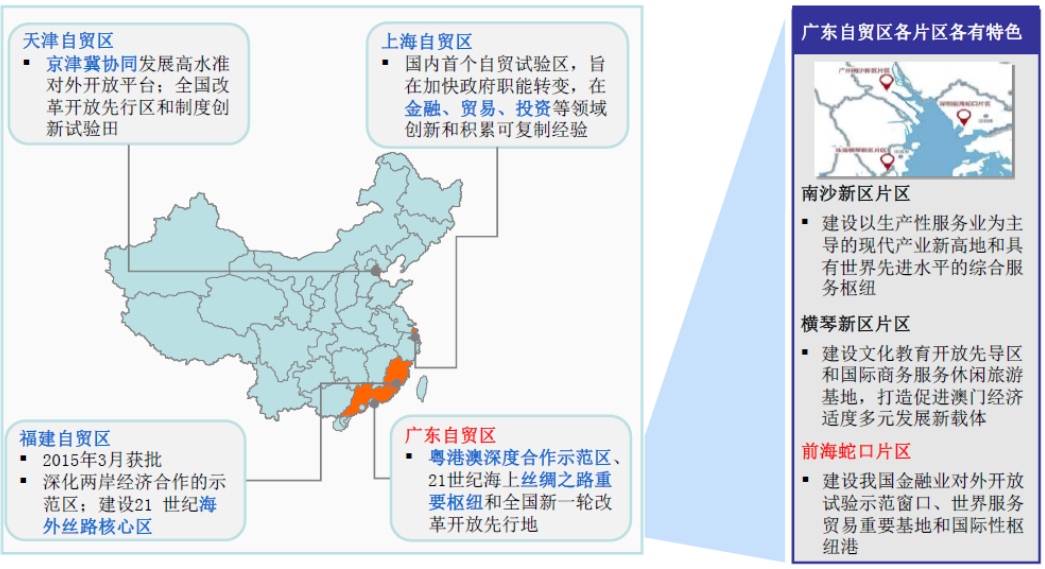


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 前海蛇口片区资源丰富，未来受益自贸区政策春风

2015 年 3 月 24 日，中央政治局审议通过了广东、天津、福建自由贸易试验区总体方案。其中，广东前海蛇口自贸区坐落于深圳市宝安区及南山区，规划面积 28.2 万平方米。截至 2016 年 4 月，注册企业突破 9.1 万家，注册资本超过 4 万亿，实现增加值 1119 亿。前海蛇口自贸区集深港合作、一带一路和自贸区三大国家战略于一身，规划未来成为珠三角的“曼哈顿”、深港现代服务合作区、珠三角商业中心、国家金融创新中心。未来前海蛇口自贸区将包含三个主要功能区：一是前海金融商务区，重点发展金融创新业务，目标建成我国金融业对外开放试验示范窗口；二是前海湾保税港区，重点发展港口物流、国际贸易业务，努力打造成国际性枢纽港；三是蛇口商务区，重点发展信息科技、文化创意等新兴服务业，形成与其他片区的产业联动。

图表11　前海自贸区定位突出



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司作为全国唯一直接参与经营与管理自贸区的企业，天然拥有前海蛇口自贸区的资源禀赋。根据招商局集团、深圳国土局、平方公司 2004 年和 2006 年签订的协议，确立了前海湾片区潜在可供土地开发面积 390.2 万平米（2004 年协议确定 351.3 万平，2006 年补充协议新增 38.9 万平米），其中公司在两个协议下拥有的土地使用权面积 237.3 万平。

图表12　公司在前海蛇口自贸区的土地资源

土地使用权面积单位：万平方米

土地使用权情况		蛇口片区	太子湾片区	前海片区
按是否取得土地使用权证书分类	已经取得土地使用权证书	26.92	-	134.22
	正在办理土地使用权证书	50.04	-	-
	尚未取得土地使用权证书	163.18	53.28	108.64
	小计	240.14	53.28	242.86
按开发进度分类	已经开发建设	204.11	-	14.58
	正在开发建设	5.59	6.99	-
	尚未开发建设	30.44	46.28	228.28
	小计	240.14	53.28	242.86

注：上表中未包含蛇口在售的双玺花园一、二、三期对应的土地使用权以及已取得房产权属证书的房产所对应的土地使用权。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13　公司在前海蛇口自贸区的已建成物业情况

建筑面积单位：万平方米

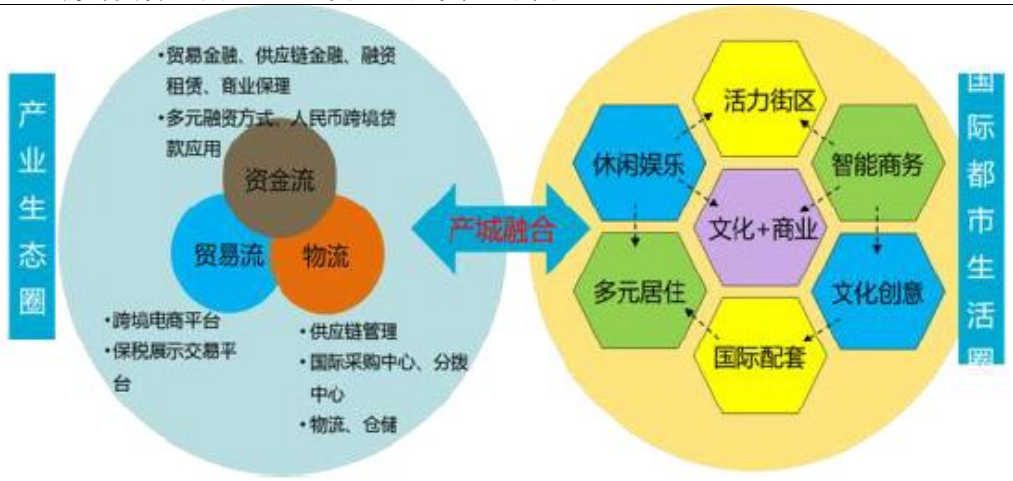
房产情况		蛇口片区	太子湾片区	前海片区
按是否取得房产权属证书分类	已取得红证	88.12	-	11.59
	已取得绿证	4.16	-	-
	尚未取得权属证书	79.85	1.78	15.61
	小计	172.13	1.78	27.20
按目前用途分类	用于出租	155.93	1.78	22.19
	自用或其他用途	16.20	-	5.01
	小计	172.13	1.78	27.20

注：上表中未包含蛇口在售的双玺花园一、二、三期项目。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

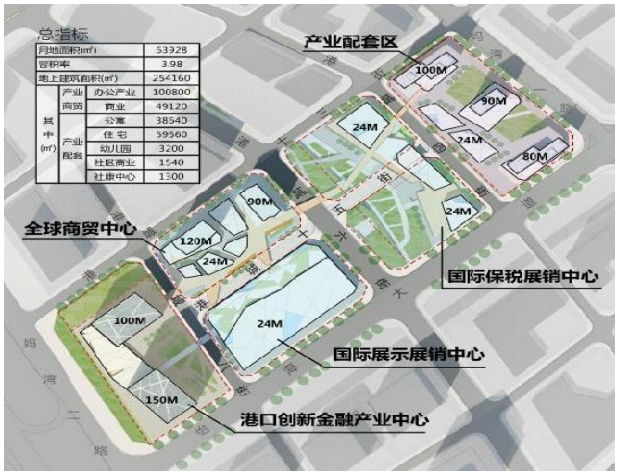
公司在前海的土地主要位于前海妈湾片区，将用于打造“创造高附加值的创新经济生态圈”，促进新型贸易、电子商务、科技文创等产业协调发展，并引入创新金融中心，实现产融结合。目前公司已启动前海自由贸易中心一期项目，项目以“产业生态圈+国际都市生活圈”复合发展为整体定位，拟建成新型贸易、创新金融和供应链管理为核心的额国际化自由贸易中心和展示交易中心，力图打造产城融合典范。

图表14　前海复合发展产业生态圈+国际都市生活圈



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表15　前海自由贸易中心一期平面图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16　前海自由贸易中心一期效果图

资料来源：公司公告，平安证券研究所

除深圳蛇口、前海片区外，公司目前经营开发的园区还包括深圳光明片区和山东青岛片区，计划推进的园区东莞长安新城、重庆广阳湾、首钢“中国网谷”项目等。

图表17　招商蛇口经营园区情况

名称	占地面积
深圳市蛇口片区（含太子湾）	10.9 平方公里
前海湾片区	390 万平米
光明新区	20.8 万平米
青岛高新区	39.4 万平米
东莞长安新城	20.36 平方公里
重庆广阳湾项目	10 平方公里
首钢“中国网谷”项目	0.6 平方公里

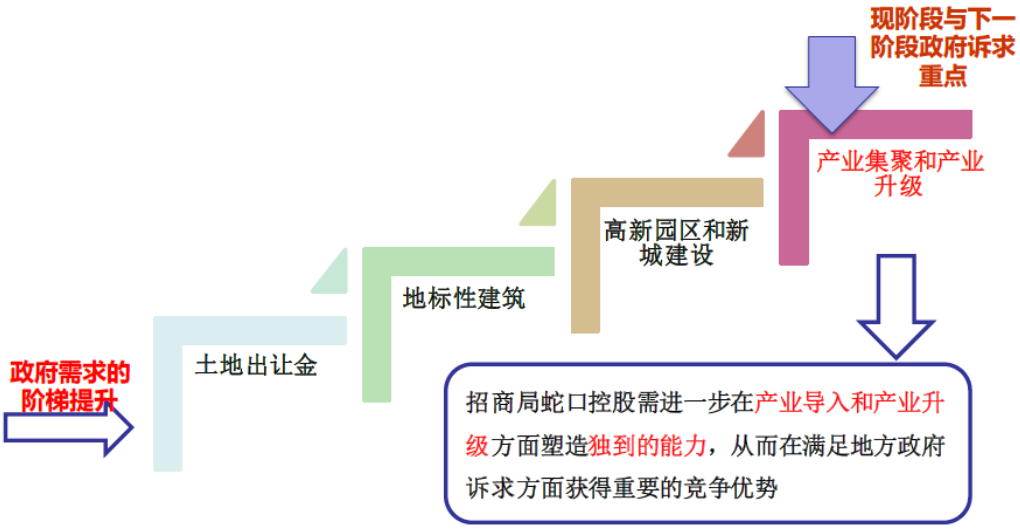
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 打造服务生态圈+产业生态圈的新一代园区

公司未来园区开发路径为建设服务生态圈+产业生态圈的新一代园区，力争在近年内打造中国园区新开发标准。公司作为国内第一家园区运营公司，已完成从简单注重优惠政策到产城融合的转变、从重制造重项目到重服务重配套的转变、从单纯土地运营到综合产业开发和产业培育的转变，以及从传统园区到互联网+智慧园区的转变。在全国园区普遍停留在土地开发的第三代园区时，公司已经稳步迈入以产城融合、产业培育为主的第五代智慧园区。

公司园区经营业务还将与社区经营业务形成协同效应，创新发展“产网融城”一体化的商业模式，以此推动城市、产业、产品和生活方式的同时升级，从而获取新的商业价值和可持续发展。

图表18　园区产业升级路径



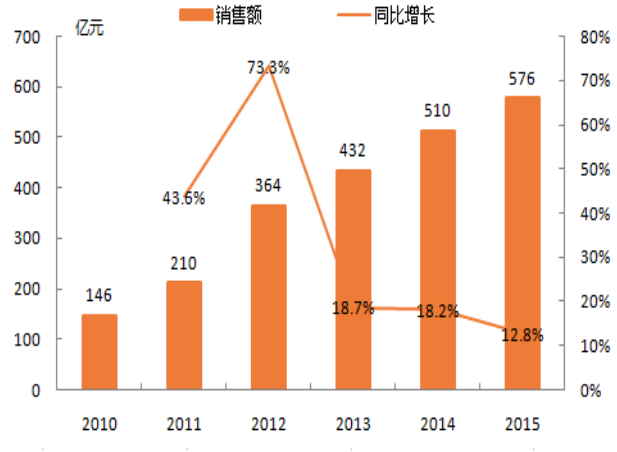
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 社区开发与运营：成交稳步增长，土地资源优质

3.1 成交稳步增长，2016 年可售充足

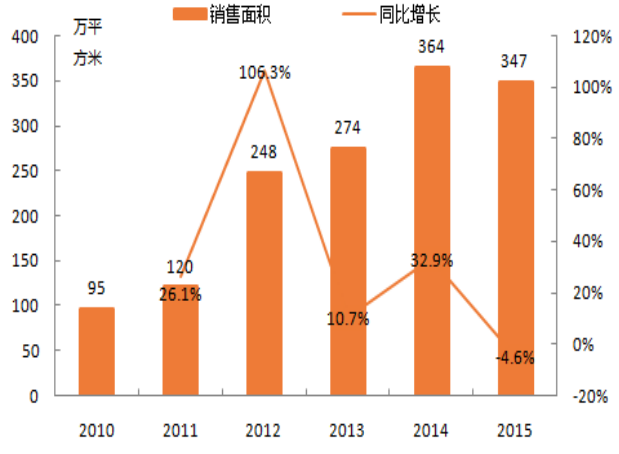
公司社区开发及运营业务传承原招商地产品牌，聚焦全国 33 个城市，开发项目近 200 个。2015 年实现销售金额 576 亿，同比增长 12.8%。公司 2016 年销售目标为 650 亿元，同比增长 12.8%，全年可售货值约 1380 亿，其中一线城市货值约 430 亿，二线城市约 650，三线城市约 200 亿，货值储备/销售目标超 200%，预计超额完成全年销售目标概率较大。

图表19　销售额稳步增长



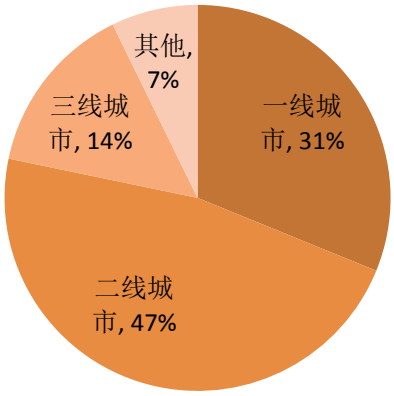
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20　销售面积维持高位



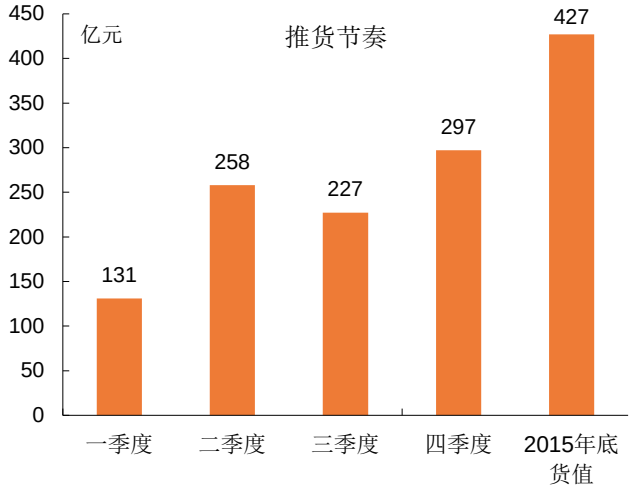
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21　2016 年可售货值货值城市分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22　2016 年各季度推货节奏

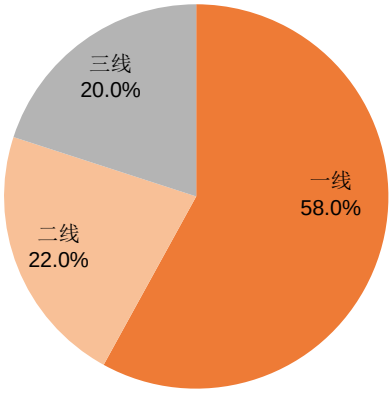


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 拥有大量优质资源，潜在土地储备丰厚

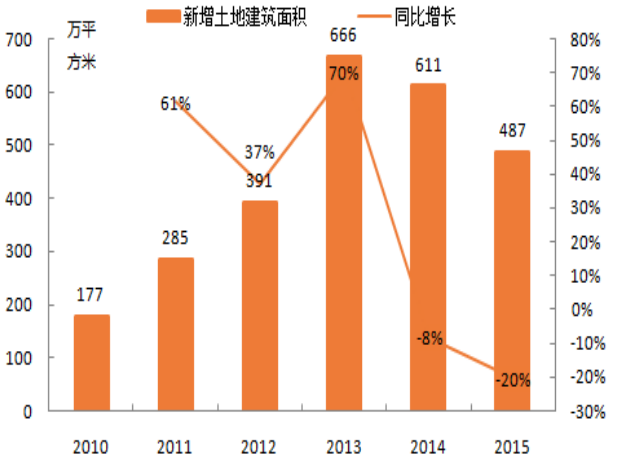
截止 2015 年末，公司在手土地储备 2500 万平，聚焦 33 个核心城市，其中一线、二线及三线城市占比分别为 58%、22%和 20%，80%位于一二线重点城市。短期公司在深圳大量优质资源集中释放，为近年的销量和业绩增长奠定基础。2015 年公司新增建面 487 万平米，同比下降 20%，其中一线城市占比 57%。

图表23　公司土地储备分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24　历年新增土地建面走势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

除传统的土地获取渠道外，公司潜在土地储备丰富。1）社区开发与园区开发、邮轮运营板块的协同效应带来潜在土地储备。目前前海片区潜在可开发建面 500 万平米，通过招商局集团内部资源整合及政企合作，可转化为公司潜在土地储备；2）已获取的邮轮城项目包括太子湾（170 万平）和厦门东渡（70 万平），预计 2017 年形成租售货值，形成邮轮城独特拿地模式；3）城市更新及国企资源

整合。公司拥有的城市更新项目超 300 万平米，同时随着中外运并入招商局集团，作为招商局集团旗下唯一地产平台，中外运的仓储用地有望转化为公司潜在土地来源。

图表25　潜在土地来源渠道多元

前海土地储备	产业新城	邮轮城	国企资源整合	城市更新
•前海规划建面约500万平米 •通过招商局集团资源整合及政企合作盘活利用	•复制蛇口片区开发模式，一二级联动，为公司提供稳定土地储备 •北京、重庆、广东等多个项目积极推进	•公司已获取的邮轮城项目包括太子湾（170万平）和厦门东渡（70万平），预计2017年形成租售货值 •积极沿海城市邮轮项目	•中外运长航集团名下有超过10000亩仓储、物流用地，其中超过70%集中在一、二线城市，与公司城市布局高度重合 •由于土地性质问题，预计3-5年后可逐步成为公司土地储备重要依托	•目前公司在深圳各阶段的城市更新项目规划可开发建面300万平，预计未来三年内超60万平米的物业将会陆续面市，补充土地储备

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 积极探索创新业务，打造全生命周期地产运营

公司除了聚焦传统的精品住宅开发与社区运营外，积极探索养老地产、教育地产、健康医疗、跨境电商等项目，打造伴随客户全生命周期的地产运营。养老地产方面，公司已经同法国高利泽公司开办合资公司，股权占比 51%，并筹建养老护理院及老年公寓等。教育地产方面，公司瞄准 3-18 岁国际教育，目标客户为一二线城市的中高端家庭，已接触了 6 家国外著名教育机构，目前正准备投资建设 5 家一流国际学校。

图表26　广州高利泽养老项目

资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表27　加拿大人国际学校设计方案

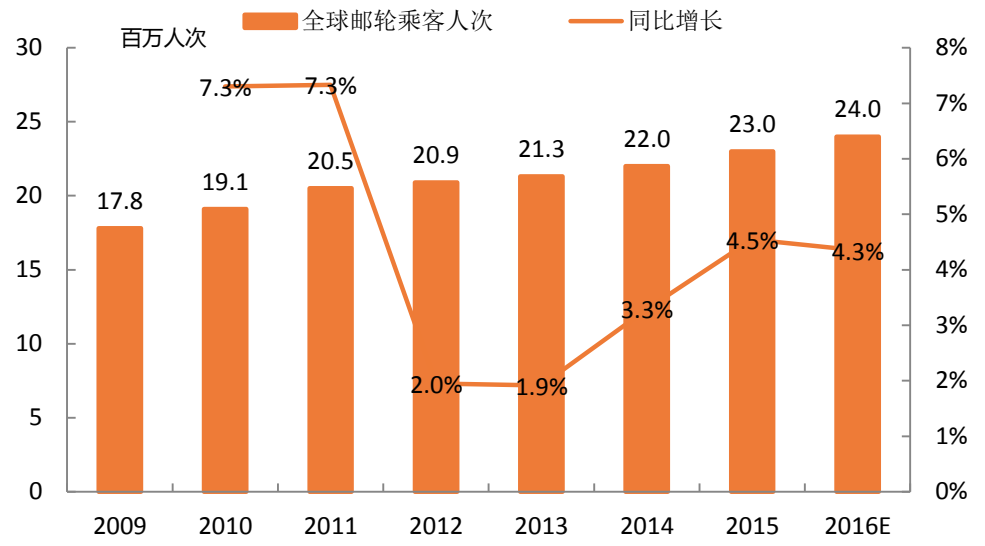
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、 邮轮产业：构建集旅游地产、母港经济和邮轮产业为一体的生态圈

4.1 国内邮轮市场逐步兴起，前景广阔

世界邮轮起源于 1837 年英国铁行渣华公司（P&O）创办的客运兼邮件运输模式，至今已有 200 多年历史，20 世纪七八十年代是邮轮旅游兴起期，九十年代进入成熟期。根据 AIA 的资料显示，自 1980 年以来，世界邮轮旅游以年均 8.6%的速度增长，增速高于国际旅游业整体发展速度。根据国际邮轮协会的统计，截至 2015 年，全球共有 3 万名邮轮旅游代理人及 2 万家代理机构，服务超过 2300 万人次客户，乘客周均消费 1770 美元，行业共提供约 93.9 万个就业岗位和 1190 亿美元产值。

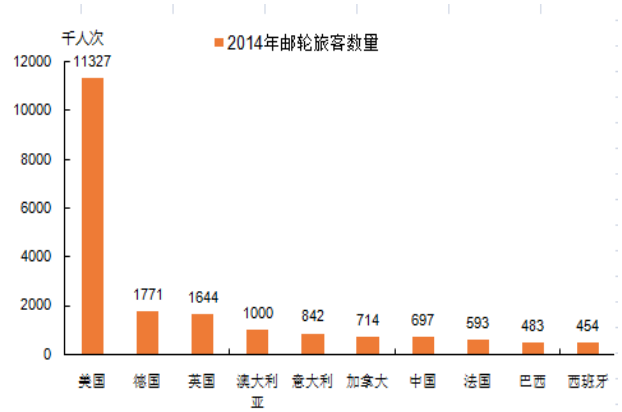
图表28 全球邮轮乘客人次不断攀升



资料来源：CLIA，平安证券研究所

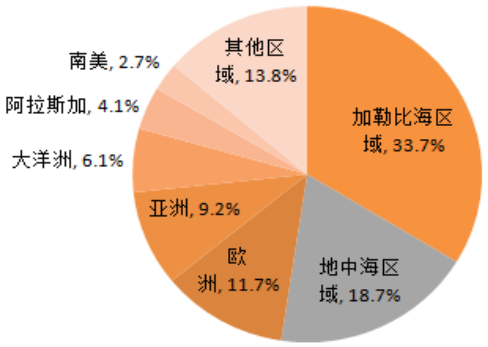
目前邮轮市场主要集中在欧美国家，截至 2013 年，北美占据邮轮市场 55%的份额，欧洲则占据 30%以上的份额。在邮轮航线部署方面，截至 2014 年，绝大多数邮轮航线均部署在欧美区域，亚洲仅占全球 9.2%。在旅游人次方面，2014 年美国邮轮游客数量高达 1132 万人次，而中国仅为 69.7 万人次。但是从全球来看，邮轮行业渗透率都较低，最高的美国也仅为 3.5%不到，而中国甚至仅为 0.5%，行业发展空间巨大。

图表29　中国邮轮旅客数量较少



资料来源：CLIA，平安证券研究所

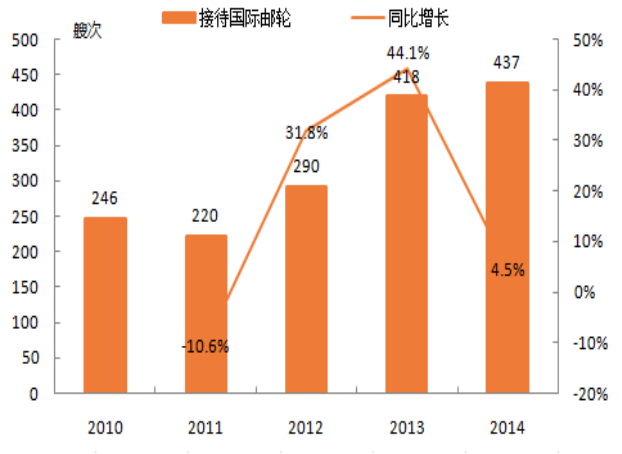
图表30　亚洲部署邮轮占比低



资料来源：CLIA，平安证券研究所

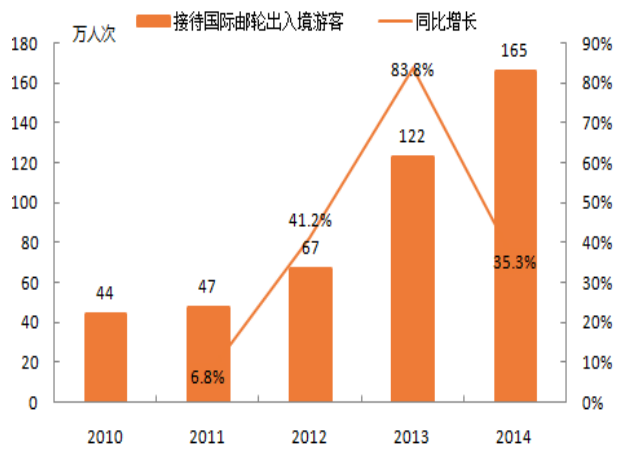
国内邮轮旅游起步较晚，第一家中资邮轮公司于 2011 年正式成立，旗下委托丽星邮轮管理的“海娜号”邮轮于 2013 年首航，2014 年渤海邮轮正式成立，旗下由我国首家自主经营管理的邮轮“中华泰山号”于同年首航。随着亚洲市场兴起和欧美市场的饱和，目前我国已成为亚洲最大邮轮市场，行业平均年运力增长在 10%以上。以上海、天津、厦门、三亚、大连、青岛六个主要邮轮港口为代表，2014 年接待国际邮轮共 437 艘次，近三年复合增长率达 22.7%，接待国际邮轮出入境游客 165 万人次，近三年复合增长率达 57.7%。根据携程网预测，2016 年国内邮轮母港运力将实现 80%以上上涨，若包含香港出发的航次，邮轮总出游人次将达到 200 万以上，行业发展速度持续走高。

图表31　六大港口接待国际邮轮艘次快速增长



资料来源：互联网，平安证券研究所

图表32　六大港口国际邮轮出入境游客快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 依托公司和集团资源，构建邮轮母港生态圈

公司层面上，社区和园区板块为邮轮板块发展提供大量的积淀客户。集团层面上，招商系拥有丰富的港口运营经验，在全国布局港口，并占有 92%的市场，提供经验和资源支撑。邮轮板块反过来也为社区和园区板块开发建设提供更多议价能力，通过和地方政府洽淡港口改造获取稀缺土地资源。

公司年内启动了首个邮轮母港——蛇口太子湾邮轮母港启动区一期的建设，项目定位为南中国最大的邮轮母港，包括建设泊位 15 个，最大泊位 22 万 GT，预计 2016 年底投入运营。公司以太子湾邮轮母港为标杆，获取了厦门邮轮母港的土地使用权，并与青岛邮轮母港相关方签订合作框架协议，协同效应逐步显现。

图表33　太子湾效果图

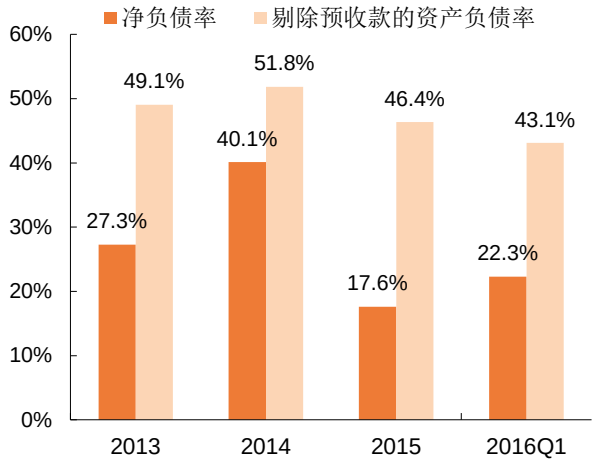
资料来源：互联网，平安证券研究所

未来公司将以邮轮母港运营为核心，打造周边商业地产、码头仓储运营、旅游观光等配套业务，形成以邮轮停靠费为主，地产租金和票务等衍生收入为辅的多层次盈利模式。短期内将搭建以太子湾邮轮母港为主的全产业链运营，中期将太子湾模式复制到全国，统筹联动管理，齐聚旅游地产的基本元素，长期将构建集旅游地产、母港经济和邮轮产业为一体的生态圈。

五、 财务状况稳健，负债率维持低位

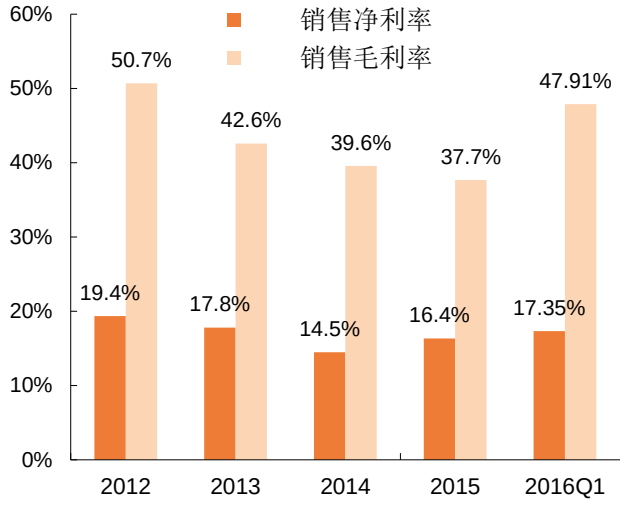
公司负债率一直处于较低水平，2016 年一季度净负债率及剔除预收款的资产负债率分别为 22.3%和 43.1%，较年初分别上升 4.7 个和下降 3.3 个百分点。一季度末在手现金 375 亿，为一年内到期债务的 439%，财务状况稳健。受深圳外项目结算占比提升影响，公司近年毛利率有所下滑，2015 年毛利率 37.7%，较 2014 年下降 1.9 个百分点，但处于行业较高水平。

图表34　负债率持续处于低位



资料来源：wind，平安证券研究所

图表35　毛利率持续回落，净利率企稳回升



资料来源：wind，平安证券研究所

六、　盈利预测与投资评级

预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.34 元，对应 PE 为 13 倍和 10.6 倍。本次整合完成后，公司汇聚原招商地产和蛇口工业区优质资源，短期深圳大量地产优质资源集中释放，奠定业绩增长基础，中长期园区开发及邮轮业务值得期待，且持续受益前海自贸区政策春风。在前海片区土地占 51%股权的假设前提下，测算公司 NAV24.2 元，目前股价折价 41%，低于员工持股价 40%，安全边际突出。公司上市后大股东 30 亿增持彰显信心，首次覆盖给予“推荐”评级。

七、风险提示

园区开发及邮轮业务进展不及预期风险。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	186573	235722	275099	350356
现金	40644	32762	40743	50131
应收账款	97	154	158	226
其他应收款	17528	18792	26376	29199
预付账款	866	5143	2330	6864
存货	121380	172831	199421	257880
其他流动资产	6058	6039	6071	6055
非流动资产	24326	25422	26273	26868
长期投资	2100	2234	2400	2605
固定资产	2544	2564	2658	2738
无形资产	507	581	670	776
其他非流动资产	19175	20042	20545	20748
资产总计	210899	261144	301372	377224
流动负债	102894	151540	187070	256636
短期借款	2580	40887	36392	93946
应付账款	16875	26460	28370	38987
其他流动负债	83438	84193	122307	123703
非流动负债	45842	38626	30997	22995
长期借款	39926	32710	25081	17078
其他非流动负债	5916	5916	5916	5916
负债合计	148736	190166	218067	279630
少数股东权益	15535	17709	19943	22108
股本	7904	7904	7904	7904
资本公积	17671	17671	17671	17671
留存收益	20269	31139	43980	57798
归属母公司股东权益	46628	53269	63362	75486
负债和股东权益	210899	261144	301372	377224

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2084	-37037	23139	-36739
净利润	8047	10870	12841	14931
折旧摊销	694	403	467	544
财务费用	1549	1414	1785	2279
投资损失	-585	-355	-443	-554
营运资金变动	-7282	-49367	8492	-53936
其他经营现金流	-337	-2	-2	-3
投资活动现金流	-2043	-1142	-872	-582
资本支出	1484	961	685	390
长期投资	744	-134	-163	-205
其他投资现金流	185	-315	-350	-397
筹资活动现金流	14273	-8010	-9791	-10846
短期借款	-2589	0	0	0
长期借款	7169	-7216	-7629	(8002)
普通股增加	5668	0	0	0
资本公积增加	16042	0	0	0
其他筹资现金流	-12017	-794	-2162	-2843
现金净增加额	14514	-46189	12476	-48167

利润表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	49222	65525	81487	100261
营业成本	30677	40645	51426	63176
营业税金及附加	5204	6552	8149	10809
营业费用	1124	1442	1793	2250
管理费用	1227	1442	1793	2241
财务费用	1549	1414	1785	2279
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	7	2	2	3
投资净收益	585	355	443	554
营业利润	10027	14386	16987	20063
营业外收入	445	182	227	284
营业外支出	62	62	94	117
利润总额	10410	14493	17121	20230
所得税	2364	3623	4280	5299
净利润	8047	10870	12841	14931
少数股东损益	1154	2174	2234	2165
归属母公司净利润	6893	8696	10606	12766
EBITDA	12676	16311	19780	24056
EPS（元）	0.87	1.10	1.34	1.62

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	8.2	33.1	24.4	23.0
营业利润(%)	3.9	43.5	18.1	18.1
归属于母公司净利润(%)	115.1	26.2	22.0	20.4
获利能力				
毛利率(%)	37.7	38.0	36.9	37.0
净利率(%)	14.0	13.3	13.0	12.7
ROE(%)	12.9	15.3	15.4	15.3
ROIC(%)	9.3	8.5	10.5	8.7
偿债能力				
资产负债率(%)	70.5	72.8	72.4	74.1
净负债比率(%)	11.8	69.1	34.9	71.0
流动比率	1.8	1.6	1.5	1.4
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	521.4	521.4	521.4	521.4
应付账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.10	1.34	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	-4.69	2.93	-4.65
每股净资产(最新摊薄)	5.90	6.74	8.02	9.55
估值比率				
P/E	16.3	13.0	10.6	8.8
P/B	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.1	11.3	8.4	8.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033