

招商蛇口 (001979.SZ)

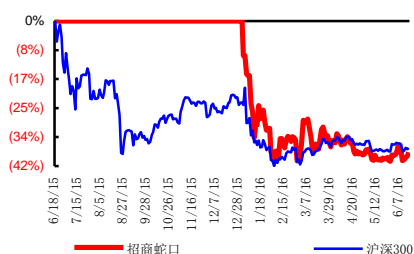
权益比例落地，土储进一步扩大

评级： 买入 **前次：** 买入
目标价（元）： 26
 分析师 联系人
 罗文波 倪一琛
 S0740514030001
 021-20315202 021-20315288
 luowb@r.qlzq.com.cn niyc@r.qlzq.com.cn
 2016年06月18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)	14.34
市值(百万元)	113,345
流通市值(百万元)	27,238

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	45,485.	49,222.	66,666.	84,279.	101,342
营业收入增速	—	8.21%	35.44%	26.42%	20.25%
净利润增长率	6.37%	6.37%	68.47%	22.95%	10.79%
摊薄每股收益(元)	1.43	0.61	1.03	1.27	1.41
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)	0.00	33.99	13.87	11.28	10.18
PEG	0.00	5.34	0.20	0.49	0.94
每股净资产(元)	7.45	5.82	6.59	7.87	9.27
每股现金流量	-2.21	0.26	7.19	2.64	3.90
净资产收益率	19.24%	10.54%	15.68%	16.16%	15.18%
市净率	0.00	3.58	2.17	1.82	1.55
总股本(百万股)	2,236.0	7,904.0	7,904.0	7,904.0	7,904.0

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：**公司实际控制人招商局集团有限公司与深圳市前海深港现代服务业合作区管理局就推进前海蛇口自贸片区的开发建设和运营管理合作事项签署《关于组建合资公司推动前海蛇口自贸区管理体制机制创新的框架协议》。招商局蛇口控股的平台公司将作为出资主体，与前海管理局指定的出资方共同组建合资公司推进自贸区建设，股权比例为 50:50，共同开发原前海湾物流园区 2.9 平方公里的土地。
- 前海土地转性谈判有所推进，权益分成比例符合预期：**前海片区的权益归属一直以来是市场比较关注的问题，此次公告的股权比例为 **50:50**，基本符合预期。需要注意的是，参与开发的将是蛇口控股的子公司，因此招商蛇口未来的利益分成，将取决于其对开发平台的控股比例。我们对此就之前的测算进行调整，并对该控股比例做一个情景假设，当招商蛇口拥有开发平台 50%的股权时，蛇口控股的土地权益增加值是 298.2 亿元，公司的每股 RNAV 是 27.3 元。如果控股 70%，则蛇口控股的土地权益增加值是 348.3 亿元，公司的每股 RNAV 是 28.0 元。在比较乐观的情况下，当招商蛇口控股 90%，则蛇口控股的土地权益增加值是 398.5 亿元，公司的每股 RNAV 是 28.6 元。由于蛇口将拥有该控股公司的并表权，因此控股比例将大于 50%，即使在这种情况下，目前股价相比 NAV 仍然折价 47%。
- 前海待开发面积由 2.4 平方公里扩大到 2.9 平方公里，超预期兑现：**公司公告中，招商局蛇口控股的平台公司和前海管理局指定的出资方共同组建的合资公司将开发位于前海片区 2.9 平方公里的土地，较合并时注入的土地使用权增加了 0.5 平方公里。除此之外，招商局在前海还拥有 1 平方公里的土地储备，未来极有可能由该控股平台来开发建设。我们认为，该控股公司的成立在为招商蛇口带来进一步权益分成不确定性的同时，拓宽了潜在可开发土地面积。若招商局旗下的另外 1 平方公里土储也由该平台来开发建设，则当招商蛇口只控股 50%时，土地权益增加值是 341.5 亿元，公司的每股 RNAV 是 27.4 元。

- **投资建议：**根据我们的测算，当招商蛇口拥有开发平台 50%的股权时，蛇口控股的土地权益增加值是 298.2 亿元，公司的每股 RNAV 是 27.3 元。如果控股 70%，则蛇口控股的土地权益增加值是 348.3 亿元，公司的每股 RNAV 是 28.0 元。在比较乐观的情况下，当招商蛇口控股 90%，则蛇口控股的土地权益增加值是 398.5 亿元，公司的每股 RNAV 是 28.6 元。即使在最保守情况下，目前股价相比 NAV 仍然折价 47%。根据公司合并方案以及我们的盈利预测，公司 16 年、17 年、18 年的每股收益为 1.03 元/股、1.27 元/股、1.41 元/股，分别按照当前股价进行估值，16 年和 17 年的 PE 倍数分别为 13.6、11.3 倍和 10.39 倍。与目前市值相当的地产企业比较，招商蛇口的 P/E 偏低。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，5:5 的分成比例落地，而控股平台的成立一方面增加了权益分成的不确定性，另一方面带来了更多的潜在可开发土地储备，成长空间充足，维持“买入评级”，目标价调整为 26 元/股。

图表 1：蛇口土地权益增加值

	权益	子公司 控股比例	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)	成本 (元/平 米)	销售价格 (元/平 米)	权益净增加 值(亿元)
前海			209	605	2.9					
商业	50%	50%	167	502	3.0	8000	12000	20000	50000	104.0
住宅	50%	50%	36	91	2.5	8000	12000	20000	50000	18.8
龙盛	50%	50%	6	12	2.5	8000	12000	20000	50000	2.6
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										298.2

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：每股 RNAV 测算

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	298.2
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	2161.2
股本	79.0
每股RNAV	27.3

来源：中泰证券研究所

图表 3：公司盈利预测

损益表 (人民币万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	4,548,595	4,922,241	6,666,646	8,427,938	10,134,230
增长率	—	8.2%	35.4%	26.4%	20.2%
营业成本	-2,749,181	-3,067,691	-4,416,348	-5,418,978	-6,538,123
% 销售收入	60.4%	62.3%	66.2%	64.3%	64.5%
毛利	1,799,413	1,854,550	2,250,298	3,008,960	3,596,107
% 销售收入	39.6%	37.7%	33.8%	35.7%	35.5%
营业税金及附加	-570,928	-520,379	-748,032	-889,523	-1,114,765
% 销售收入	12.6%	10.6%	11.2%	10.6%	11.0%
营业费用	-104,263	-112,430	-156,515	-176,932	-212,819
% 销售收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%
管理费用	-93,216	-122,673	-124,725	-143,671	-174,309
% 销售收入	2.0%	2.5%	1.9%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,031,006	1,099,069	1,221,026	1,798,834	2,094,214
% 销售收入	22.7%	22.3%	18.3%	21.3%	20.7%
财务费用	-92,137	-154,857	-221,466	-271,613	-266,453
% 销售收入	2.0%	3.1%	3.3%	3.2%	2.6%
资产减值损失	-57,236	-693	-15	0	0
公允价值变动收益	0	698	0	0	0
投资收益	83,369	58,509	371,834	214,769	32,487
% 税前利润	8.6%	5.6%	27.1%	12.3%	1.7%
营业利润	965,002	1,002,727	1,371,379	1,741,990	1,860,248
营业利润率	21.2%	20.4%	20.6%	20.7%	18.4%
营业外收支	4,536	38,307	1,143	248	248
税前利润	969,538	1,041,034	1,372,522	1,742,238	1,860,496
利润率	21.3%	21.1%	20.6%	20.7%	18.4%
所得税	-310,961	-236,377	-406,193	-537,933	-537,933
所得税率	32.1%	22.7%	29.6%	30.9%	28.9%
净利润	658,577	804,657	966,329	1,204,305	1,322,563
少数股东损益	338,120	319,624	149,217	199,625	209,528
归属于母公司的净利润	320,458	485,033	817,112	1,004,680	1,113,035
净利率	7.0%	9.9%	12.3%	11.9%	11.0%

现金流量表 (人民币万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	658,577	804,657	966,329	1,204,305	1,322,563
少数股东损益	0	0	149,217	199,625	209,528
非现金支出	127,918	70,046	385,986	1,045,971	1,705,971
非经营收益	-150,151	61,912	-151,511	56,596	233,718
营运资金变动	-1,130,479	-728,188	4,484,750	-223,348	-180,096
经营活动现金净流	-494,134	208,427	5,834,771	2,283,149	3,291,685
资本开支	99,966	148,287	2,948,057	2,999,752	2,999,752
投资	55,475	-8,433	0	0	0
其他	3,114	-47,541	371,834	214,769	32,487
投资活动现金净流	-41,378	-204,261	-2,576,223	-2,784,983	-2,967,265
股权募资	159,605	1,246,495	0	0	0
债权募资	615,032	327,586	2,005,880	0	-258,000
其他	-373,990	-126,865	-221,935	-477,120	-266,453
筹资活动现金净流	400,647	1,447,216	1,783,945	-477,120	-524,453
现金净流量	-134,865	1,451,382	5,042,492	-978,953	-200,033

资产负债表 (人民币万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,613,302	4,064,351	8,957,627	7,779,049	7,369,488
应收款项	985,210	1,766,124	753,176	954,470	1,147,708
存货	10,067,564	12,138,050	8,469,708	10,689,491	12,897,119
其他流动资产	752,071	688,756	1,198,382	1,333,737	1,484,821
流动资产	14,418,147	18,657,282	19,378,893	20,756,746	22,899,137
% 总资产	85.7%	88.5%	79.5%	74.9%	73.5%
长期投资	1,587,325	1,543,240	1,543,240	1,543,240	1,543,240
固定资产	258,235	306,988	2,921,017	4,875,046	6,169,074
% 总资产	1.5%	1.5%	12.0%	17.6%	19.8%
无形资产	101,866	101,532	50,733	50,733	50,733
非流动资产	2,408,219	2,432,641	4,995,870	6,949,898	8,243,927
% 总资产	14.3%	11.5%	20.5%	25.1%	26.5%
资产总计	16,826,365	21,089,923	24,374,763	27,706,645	31,143,064
短期借款	1,149,405	808,197	808,197	808,197	550,197
应付款项	6,640,579	8,580,200	8,540,284	10,682,605	12,862,568
其他流动负债	991,505	900,990	1,459,028	1,444,285	1,636,178
流动负债	8,781,489	10,289,387	10,807,509	12,935,086	15,048,943
长期贷款	2,973,822	3,219,983	5,225,863	5,225,863	5,225,863
其他长期负债	531,102	1,364,223	1,364,223	1,364,223	1,364,223
负债	12,286,413	14,873,593	17,397,596	19,525,173	21,639,029
普通股股东权益	1,681,210	4,662,833	5,274,453	6,279,133	7,392,168
少数股东权益	2,858,742	1,553,497	1,702,714	1,902,339	2,111,867
负债股东权益合计	16,826,365	21,089,923	24,374,763	27,706,645	31,143,064

比率分析					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标					
每股收益 (元)	1.433	0.614	1.034	1.271	1.408
每股净资产 (元)	7.519	5.899	6.673	7.944	9.352
每股经营现金净流 (元)	-2.210	0.264	7.193	2.636	3.899
每股股利 (元)	0.000	0.260	0.260	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	19.06%	10.40%	15.49%	16.00%	15.06%
总资产收益率	1.90%	2.30%	3.35%	3.63%	3.57%
投入资本收益率	14.65%	15.56%	25.79%	21.75%	20.70%
增长率					
营业总收入增长率	30.77%	8.21%	35.44%	26.42%	20.25%
EBIT 增长率	9.91%	9.91%	11.10%	47.32%	16.42%
净利润增长率	6.37%	6.37%	68.47%	22.95%	10.79%
总资产增长率	—	25.34%	15.58%	13.67%	12.40%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.4	0.7	1.2	1.3	1.3
存货周转天数	668.3	1,321.0	700.0	720.0	720.0
应付账款周转天数	105.1	194.6	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	9.5	18.2	85.5	166.5	197.0
偿债能力					
净负债/股东权益	39.91%	11.85%	-30.83%	-11.89%	-8.64%
EBIT 利息保障倍数	11.2	7.1	5.5	6.6	7.9
资产负债率	73.02%	70.52%	71.38%	70.47%	69.48%

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。