

招商蛇口 (001979.SZ) 房地产开发行业

评级：买入 维持评级

公司点评

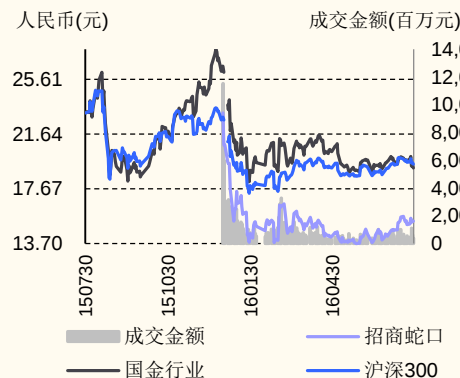
市场价格(人民币): 15.33 元

成立平台公司，前海开发提速

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,899.45
总市值(百万元)	121,169.74
年内股价最高最低(元)	23.18/13.70
沪深 300 指数	3203.93
深证成指	10329.44



相关报告

- 1.《权益比例确定，经营性地产整装待发-招商蛇口公司研究》，2016.6.24

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.433	0.655	1.098	1.461	1.652
每股净资产(元)	7.52	5.90	7.89	9.26	10.82
每股经营性现金流(元)	-2.21	0.26	9.40	2.91	2.90
市盈率(倍)	N/A	31.83	13.96	10.50	9.28
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	36.20	36.20	36.20
净利润增长率(%)	15.01%	51.36%	78.98%	32.99%	13.08%
净资产收益率(%)	19.06%	10.40%	13.09%	14.83%	14.36%
总股本(百万股)	7,401.80	7,401.80	7,904.09	7,904.09	7,904.09

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- ❖ 2016年7月29日公司发布公告，拟与“安通捷码头”、“招商局物流”共同设立公司“招商前海投资”（暂定名），再由该公司与“前海投控”成立合资公司共同开发前海2.9平方公里范围内的土地。

要点分析

- ❖ 平台公司成立推进前海开发：6月18日公司公告表明了政府和公司成立合资公司的权益比例以及公司实现财务并表的问题，此次是公司拟在实际控制人招商局集团控制范围内设立平台公司，预计下一步就是与深圳前海管理局下属公司“前海投控”设立合资公司，前海2.9平方公里土地的开发建设有望提速。
- ❖ 上市公司控股思路清晰：平台公司“招商前海投资”注册资本5.2亿，其中上市公司出资4.29亿，占比82.5%，“安通捷码头”占比14%，“招商局物流”占比3.5%，在8月10日前将获得首期出资2000万，剩余部分三方按出资比例一次性或分期缴付到位。预计在此后和“前海投控”设立的合资公司中，上市公司股权比例为41.25%。
- ❖ 占据前海蛇口自贸区核心区域：中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区于2015年4月27日挂牌成立，规划面积28.2平方公里，分为前海区块（15平方公里，含前海湾保税港区3.71平方公里）和蛇口区块（13.2平方公里）。公司在前海的土地位于前海区块的前海金融商务区，位置优势明显。2015年公司启动了前海自由贸易中心一期建设的准备工作，该项目位于前海妈湾片区十九单元01、02街坊，拟建成商业、办公、公寓、住宅综合体，定位为深港贸易自由化的国际现代商贸区。
- ❖ 业务板块兼具内生和外延特性：公司以前海土地整备为基础，将前海园区建成为新型贸易、创新金融和供应链管理为核心的产城融合示范区和深港联动示范基地。外延主要体现为为园区的复制和地产开发资源的整合并购。

投资建议

- ❖ 预计公司2016年实现EPS1.1元，对应当前股价仅14PE，考虑到公司未来在园区开发运营的突破和国有资本投资公司的资源整合优势，当前的估值水平依然存在向上修复的基础，我们维持“买入”评级。

风险提示

- ❖ 地产结算毛利率波动，园区开发运营低于预期。

胡华如 分析师 SAC 执业编号：S1130516010001
(86755)83831622
huhu@gujzq.com.cn

贾翔夫 联系人
(8621)60230248
jiaxiangfu@gujzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	34,782	45,486	49,222	67,314	86,322	103,177
增长率		30.8%	8.2%	36.8%	28.2%	19.5%
主营业务成本	-19,967	-27,492	-30,677	-42,825	-55,117	-67,560
%销售收入	57.4%	60.4%	62.3%	63.6%	63.9%	65.5%
毛利	14,815	17,994	18,546	24,489	31,205	35,617
%销售收入	42.6%	39.6%	37.7%	36.4%	36.2%	34.5%
营业税金及附加	-4,579	-5,709	-5,204	-6,193	-7,942	-9,389
%销售收入	13.2%	12.6%	10.6%	9.2%	9.2%	9.1%
营业费用	-881	-1,043	-1,124	-1,414	-1,899	-2,270
%销售收入	2.5%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%
管理费用	-955	-932	-1,227	-1,414	-1,985	-2,373
%销售收入	2.7%	2.0%	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	8,401	10,310	10,991	15,469	19,379	21,585
财务费用	-565	-921	-1,549	-1,663	-1,394	-1,531
%销售收入	1.6%	2.0%	3.1%	2.5%	1.6%	1.5%
资产减值损失	352	-572	-7	-8	-7	-4
公允价值变动收益	0	0	7	9	-8	8
投资收益	592	834	585	690	720	750
%税前利润	6.7%	8.6%	5.6%	4.6%	3.8%	3.5%
营业利润	8,780	9,650	10,027	14,498	18,690	20,808
营业利润率	25.2%	21.2%	20.4%	21.5%	21.7%	20.2%
营业外收支	96	45	383	390	420	460
税前利润	8,876	9,695	10,410	14,888	19,110	21,268
利润率	25.5%	21.3%	21.1%	22.1%	22.1%	20.6%
所得税	-2,685	-3,110	-2,364	-3,126	-4,225	-4,702
所得税率	30.2%	32.1%	22.7%	21.0%	22.1%	22.1%
净利润	6,192	6,586	8,047	11,761	14,885	16,566
少数股东损益	3,405	3,381	3,196	3,080	3,340	3,510
归属于母公司的净利润	2,786	3,205	4,850	8,681	11,545	13,056
净利率	8.0%	7.0%	9.9%	12.9%	13.4%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6,192	6,586	8,047	11,761	14,885	16,566
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	282	1,279	700	1,551	2,255	3,494
非经营收益	840	-1,502	619	6,039	1,619	1,880
营运资金变动	-4,694	-11,305	-7,282	59,660	5,713	2,440
经营活动现金净流	2,619	-4,941	2,084	79,011	24,473	24,380
资本开支	-1,279	-1,000	-1,483	-1,142	-1,830	-3,380
投资	-181	555	-84	-3,690	-3,677	-3,689
其他	-223	31	-475	699	712	758
投资活动现金净流	-1,683	-414	-2,043	-4,133	-4,795	-6,311
股权募资	1,668	1,596	12,465	11,014	0	0
债权募资	7,247	6,150	3,276	696	5,000	5,000
其他	-3,041	-3,740	-1,269	-2,494	-2,751	-3,098
筹资活动现金净流	5,873	4,006	14,472	9,216	2,249	1,902
现金净流量	6,808	-1,349	14,514	84,094	21,927	19,972

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	27,451	26,133	40,644	124,738	146,665	166,637
应收款项	14,658	9,852	17,661	22,991	26,409	30,435
存货	81,527	100,676	121,380	84,477	108,723	133,270
其他流动资产	6,653	7,521	6,888	7,230	7,577	7,929
流动资产	130,289	144,181	186,573	239,436	289,374	338,270
%总资产	85.4%	85.7%	88.5%	91.1%	91.5%	91.6%
长期投资	15,325	15,873	15,432	19,122	22,799	26,488
固定资产	2,840	2,582	3,070	2,591	2,693	3,129
%总资产	1.9%	1.5%	1.5%	1.0%	0.9%	0.8%
无形资产	1,235	1,019	1,015	1,475	1,368	1,278
非流动资产	22,196	24,082	24,326	23,358	27,030	31,064
%总资产	14.6%	14.3%	11.5%	8.9%	8.5%	8.4%
资产总计	152,485	168,264	210,899	262,795	316,404	369,334
短期借款	12,980	11,494	8,082	5,502	5,502	5,502
应付款项	65,013	66,406	85,802	112,723	144,879	174,799
其他流动负债	6,435	9,915	9,010	10,513	12,081	13,525
流动负债	84,428	87,815	102,894	128,738	162,462	193,826
长期贷款	22,072	29,738	32,200	37,200	42,200	47,200
其他长期负债	5,914	5,311	13,642	11,918	11,918	11,918
负债	112,414	122,864	148,736	177,856	216,580	252,944
普通股股东权益	14,064	16,812	46,628	66,323	77,869	90,925
少数股东权益	26,008	28,587	15,535	18,615	21,955	25,465
负债股东权益合计	152,485	168,264	210,899	262,795	316,404	369,334

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.376	0.433	0.655	1.098	1.461	1.652
每股净资产	6.290	7.519	5.899	7.890	9.263	10.816
每股经营现金净流	1.171	-2.210	0.264	9.399	2.911	2.900
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.81%	19.06%	10.40%	13.09%	14.83%	14.36%
总资产收益率	1.83%	1.90%	2.30%	3.30%	3.65%	3.53%
投入资本收益率	7.48%	7.80%	7.68%	8.99%	9.69%	9.48%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	30.77%	8.21%	36.75%	28.24%	19.53%
EBIT 增长率	N/A	22.73%	6.60%	40.74%	25.28%	11.38%
净利润增长率	N/A	15.01%	51.36%	78.98%	32.99%	13.08%
总资产增长率	N/A	10.35%	25.34%	24.61%	20.40%	16.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.6	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	745.1	1,209.5	1,321.0	720.0	720.0	720.0
应付账款周转天数	137.3	204.8	194.6	155.0	155.0	155.0
固定资产周转天数	28.2	19.0	18.9	10.7	8.0	7.5
偿债能力						
净负债/股东权益	26.46%	39.91%	11.85%	-87.49%	-91.40%	-91.25%
EBIT 利息保障倍数	14.9	11.2	7.1	9.3	13.9	14.1
资产负债率	73.72%	73.02%	70.52%	67.68%	68.45%	68.49%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-06-24	买入	14.59	18.00~18.50

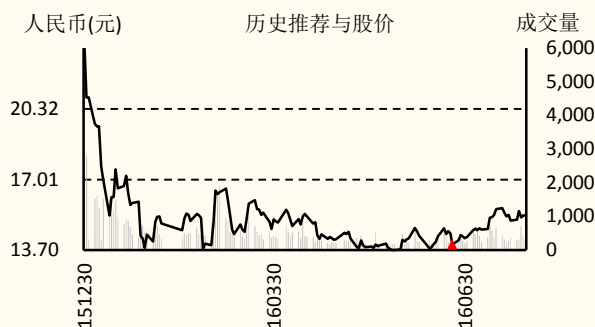
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD