



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

卢晓峰

证券投资咨询业务证书编号：S1300516050001
(8621)20328284
xiaofeng.lu@bocichina.com

袁豪

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090001
(8621)20328529
hao.yuan@bocichina.com

招商蛇口：开发权益归属落地，估值修复空间再打开

事件

招商蛇口(001979.CH/人民币 15.33, 买入)公告：为落实《关于组建合资公司推动前海蛇口自贸区管理体制创新的框架协议》，推动前海蛇口自贸区的开发建设，加速前海土地整备，公司拟与安通捷码头仓储服务（深圳）有限公司、招商局物流集团有限公司共同投资设立合资公司深圳市招商前海投资控股有限公司，招商前海投资拟最终与深圳市前海开发投资控股有限公司成立合资公司共同开发建设列入合作范围的 2.9 平方公里（具体面积由双方最终确定）的前海土地。本次交易各方拟签订《公司章程》约定合作有关事项，其中，公司认缴出资 42,900 万元，占招商前海投资注册资本 82.5%；安通捷码头认缴出资 7,280 万元，占招商前海投资注册资本 14%；招商局物流认缴出资 1,820 万元，占招商前海投资注册资本 3.5%。各方在合资公司中直接和间接享有的权益比例确定之后，可对上述持股主体、认缴出资额和出资比例进行调整。

点评

1、开发权益归属落地，上市公司和集团权益比例为 82.5:17.5。根据此次协议，招商蛇口将与同属招商局集团旗下的安通捷码头和招商局物流共同合资成立招商前海投资，三方权益比例为 82.5: 14: 3.5，并由招商前海投资与前海管理局下属的前海投控共同组建合资公司推进自贸区建设，合资公司的股权比例为 50: 50，并由招商局集团实现财务并表，合作范围的 2.9 平方公里的前海土地。此次上市公司的开发权益占比 82.5%，进一步明确招商蛇口作为招商局方的出资主体地位和在前海蛇口自贸区开发建设中的主导地位，最终开发权益比例为 $82.5\% \times 50\% = 41.25\%$ ，土地开发权益归属的落地的解决将进一步推动公司相关业务的发展。

2、合作范围 2.9 平方公里，估计权益可开发建面 200 万平米。根据协议，双方合作范围为前海片区 2.9 平方公里土地（具体面积由双方最终确定），而公司合计拥有前海片区土地使用权面积 2.43 平方公里，并尚有 1.09 平方公里未取得权属证书，若按 2.0 的容积率测算估计可开发的建筑面积将超过 500 万平米，根据此次协议比例可开发的权益建筑面积将超过 200 万平米。从目前已启动的前海自由贸易中心一期项目来看，规划用地面积和建筑面积分别为 6.4 万和 25.4 万平米，容积率达 3.98，其中办公和住宅面积分别占比 40% 和 23%，计划投资额 93 亿元即 3.6 万元/平米，其中土地款约 1.95 万元/平米。根据中原地产数据显示，今年 6 月深圳南海区的前海和蛇口板块的二手房住宅成交均价分别高达 6.5 万元/平米和 7 万元/平米，物业重估价值十分可观。

3、优质蓝筹龙头大幅低估，重申买入评级。公司作为地产板块龙头，1-6 月实现销售金额 308 亿元同比增长 50%，预告 1-6 月实现归母净利润 38-39 亿元，相比备考口径同比增长 34%-38%，基本面扎实而优质物业大幅低估，目前 RNAV 仍折价超过 30%。此外，公司力争通过 3-5 年的努力，培育一家扎根深圳、面向全球的世界 500 强企业，彰显公司作为央企整体上市后做大做强的战略决心，而此次前海土地开发权益归属的进一步落地有望成为估值修复的催化剂，我们重申公司**买入**评级。

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士，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