

招商蛇口 (001979)

强烈推荐

行业：房地产开发

前海整备原则落地，年底前权益有望确权

事件：招商局集团与深圳规土委、前海管理局签署前海湾物流园土地整备框架协议。

投资要点：

- “招商局集团与深圳规土委、前海管理局签署前海湾物流园土地整备框架协议”明确了关系公司在前海土地权益问题，符合市场预期。整备范围 2.9 平方公里（总规划建设面积约 505 万方，其中涉及上市公司的土地约为 1.85 平方公里），以 2015 年 1 月 1 日为基准，原规划条件下土地价值以政府委托评估的结果与招商局集团委托评估的结果经算术平均后确定，该价值由招商局集团享有；新规划下土地增值收益在扣除政策性刚性支出后，按照前海管理局 60%、招商局集团 40%的比例进行分享。
- 集团与政府达成共识后，前海土地整备将提速，有助于加快推进前海蛇口自贸区的土地价值释放。公司目前最为优势的开发资源就是蛇口片区、太子湾片区和前海片区 536 万方土地使用权，尤其是前海片区 243 万方土地的连片开发，在前海自贸区和深港合作区打造深圳新的经济中心规划下，价值愈发凸显。然而由于历史和规划问题，土地用途规划改变和大幅增值后与政府的利益分成等问题尚未解决，制约着开发进度。此前，公司以 25.3 亿元转让前海湾置业 100%股权予港口发展、5.5 亿元确认蛇口集装箱码头一期土地使用权予关联方蛇口集装箱码头。从时间进度来看，前海土地确权和详规，公司一直都在朝最快的时间去努力：
 - 1) 创新性地搭建“小政府+大企业”的企业化管理、市场化运作平台。6月18日，招商局集团与前海管理局签署协议，拟组建合资公司共同开发前海自贸区 2.9km² 土地（招商局原 3.9 km²中扣除现状保留用地）。前海开发投资控股有限公司与招商蛇口控股的平台公司，分别代表深圳市和招商局集团共同组建合资公司，由招商局财务并表。
 - 2) 7月公司与关联方安通捷码头、招商局物流设立合资公司--深圳市招商前海投资控股有限公司（招商蛇口、安通捷码头、招商局物流各占 82.5%、14%和 3.5%）。
 - 3) 9月14日公告，控股子公司招商前海实业与深圳市前海投资控股共同投资设立合资公司“深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司”注册资本 10 亿，股权各 50%。合资公司设总经理一人，副总经理若干，总经理由招商前海实业提名。董事会由七名董事组成，其中招商前海实业提名四名董事候选人。
 - 4) 10月26日晚公告招商局集团与深圳规土委、前海管理局签署前海湾物流园土地整备框架，明确了整备范围、整备面积、整备思路、整备原则，协议各方在土地价值评估差异处理、土地增值收益分享等问题上达成共识。
- 重申看好公司“港区城”独特的盈利模式前景和估值提升的逻辑，关注央企改革、区域园区发展以及城市更新等可能带来的持续红利，发展模式可持续、资源储备稀缺，并能够通过区域园区拓展不断增加获取新的资源，提升公司核心竞争力与行业影响力。未来多方战略资源优势支撑公司短中长期业绩释放和资产价值的提升。前海土地确权有望成为公司估值提升最大的催化因素，RNAV33 元/股，坚定价值投资，再次“强烈推荐”。16-18EPS1.09 /1.31 /1.50 元，PE15/12/11 倍。
- 风险提示：自贸区建设进度不及预期；房地产市场波动风险。

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

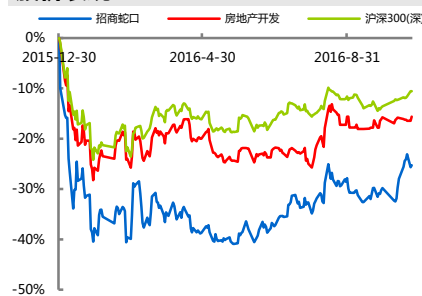
当前股价： 16.90

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	7,904
流通股本(百万股)	1,767
总市值(亿元)	1,336
流通市值(亿元)	299
成交量(百万股)	23.01
成交额(百万元)	387.76

股价表现



相关报告

《招商蛇口-王者归来，参与通州台湖开发，园区红利重大突破》2016-08-23

《招商蛇口-关注前海合作落地及系列改革红利，坚定价值投资》2016-08-11

《招商蛇口-前海土地正式确权，自贸区建设再提速》2016-06-19

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	49222	67658	88104	104220
收入同比(%)	8%	37%	30%	18%
归属母公司净利润	4850	8597	10315	11876
净利润同比(%)	51%	77%	20%	15%
毛利率(%)	37.7%	35.6%	35.6%	35.5%
ROE(%)	10.4%	16.2%	16.2%	15.8%
每股收益(元)	0.61	1.09	1.31	1.50
P/E	26.43	14.91	12.43	10.79
P/B	2.75	2.41	2.02	1.70
EV/EBITDA	11	9	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部 注：2015年财务数据为合并原招地前

附：协议的主要内容

一、协议各方介绍

甲方：深圳市规划和国土资源委员会

乙方：深圳市前海深港现代服务业合作区管理局

丙方：招商局集团有限公司

丙方与本公司关系：本公司控股股东及实际控制人

二、协议的主要内容

整备范围及面积：本次整备范围为《协议书》、《补充协议书》所述约 3.9 平方公里土地，在扣除现状保留用地后剩余的约 2.9 平方公里用地。

整备原则：

以 2015 年 1 月 1 日作为本次土地整备新、原规划条件下土地价值的评估时点及置换土地的土地使用年期的起始日期，土地使用年期按国家规定的最高年期确定。

原规划条件下土地价值以政府委托评估的结果与招商局集团委托评估的结果经算术平均后确定，该价值由招商局集团享有。

新规划条件下土地价值以政府委托评估的结果为准，新规划条件下土地价值扣除原规划条件下土地价值后的余额（以下简称“土地增值收益”）由前海管理局、招商局集团分享。

整备范围内的土地增值收益在扣除政策性刚性支出后，按照前海管理局 60%、招商局集团 40%的比例进行分享。

对照《综合规划》、专项规划，A1 类用地中部分用地已调整为经营性用地，由此产生的土地增值收益按照前海管理局 60%、招商局集团 40%的比例进行分享。

在土地增值收益分配前按土地增值收益的 5%计提政策性刚性支出，剩余如需再计提，由前海管理局、招商局集团根据《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》（详见公司 2016 年 6 月 18 日刊登的《关于招商局集团与前海管理局签署框架协议的公告》，以下简称“框架协议”）联合组成的合资公司负责承担。

土地使用权的等价置换：协议各方同意在新规划条件下按照上述原则所确定的补偿价值为招商局集团置换等价值的土地使用权（为招商局集团置换的新规划下的该土地使用权以 2015 年 1 月 1 日作为核定地价的基准日）。本公司控股的平台公司或该平台公司的全资子公司为该土地使用权的权利人。

其他事项：

鉴于整备范围内用地涉及招商局集团下属上市公司招商局蛇口工业区控股股份有限公司、招商局港口控股有限公司名下资产，根据资本市场对上市公司的有关规定，土地整备事宜需经上市公司董事会、股东大会批准；

招商局集团同意由前海管理局依据《综合规划》、专项规划收回整备范围内市政基础设施、公共服务设施用地及公共绿地；

整备范围内涉及的地上建筑物、构筑物等补偿问题，由各方按照相关法律法规另行协商签订补充协议予以明确；

招商局集团与前海管理局根据《框架协议》联合组成的合资公司将投资建设合作范围内次干道、支路及公共绿地，建成后产权无偿移交政府；该合资公司在其开发经营用地中向前海管理局配建移交一定规模的总部与产业用房，用于保障深港合作，引进和扶持产业发展。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	186573	220273	258700	292879
现金	40644	38897	35475	49511
应收账款	97	156	215	247
其它应收款	17528	13532	17621	20844
预付账款	866	1229	1600	1897
存货	121380	161159	198474	215054
其他	6058	5300	5315	5326
非流动资产	24326	24985	25283	25610
长期投资	2100	2100	2100	2100
固定资产	2544	2996	2667	1949
无形资产	507	507	507	507
其他	19175	19382	20008	21054
资产总计	210899	245258	283983	318489
流动负债	102894	130309	154893	176070
短期借款	2580	1000	2000	1000
应付账款	16875	26134	28353	33602
其他	83438	103175	124539	141467
非流动负债	45842	43893	45186	43400
长期借款	32200	32200	32200	30700
其他	13642	11693	12987	12701
负债合计	148736	174202	200079	219470
少数股东权益	15535	17886	20419	23658
股本	7904	7904	7904	7904
资本公积	17671	17671	17671	17671
留存收益	20269	27595	37910	49786
归属母公司股东权益	46628	53170	63485	75362
负债和股东权益	210899	245258	283983	318489

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2084	3552	-3173	17854
净利润	8047	10948	12848	15115
折旧摊销	694	793	992	1091
财务费用	1549	506	703	696
投资损失	-585	-1200	-800	-886
营运资金变动	-7282	-4583	-18217	2117
其它	-337	-2912	1301	-279
投资活动现金流	-2043	-1082	-571	-614
资本支出	1484	1800	0	0
长期投资	744	1172	1289	1418
其他	185	1890	718	804
筹资活动现金流	14273	-4216	322	-3204
短期借款	-2589	-1580	1000	-1000
长期借款	2462	0	0	-1500
普通股增加	5668	0	0	0
资本公积增加	16042	0	0	0
其他	-7309	-2636	-678	-704
现金净增加额	14514	-1746	-3423	14036

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	49222	67658	88104	10422
营业成本	30677	43557	56707	67204
营业税金及附加	5204	7153	9314	11018
营业费用	1124	1545	2012	2381
管理费用	1227	1686	2196	2597
财务费用	1549	506	703	696
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	7	0	0	0
投资净收益	585	1200	800	886
营业利润	10027	14411	17971	21210
营业外收入	445	445	445	445
营业外支出	62	62	62	62
利润总额	10410	14794	18354	21593
所得税	2364	3847	5506	6478
净利润	8047	10948	12848	15115
少数股东损益	3196	2351	2533	3239
归属母公司净利润	4850	8597	10315	11876
EBITDA	12269	15710	19666	22997
EPS (元)	0.61	1.09	1.31	1.50

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	8.2%	37.5%	30.2%	18.3%
营业利润	3.9%	43.7%	24.7%	18.0%
归属于母公司净利润	51.4%	77.2%	20.0%	15.1%
获利能力				
毛利率	37.7%	35.6%	35.6%	35.5%
净利率	9.9%	12.7%	11.7%	11.4%
ROE	10.4%	16.2%	16.2%	15.8%
ROIC	16.8%	18.5%	17.0%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	70.5%	71.0%	70.5%	68.9%
净负债比率	27.08	22.22	19.84	16.95
流动比率	1.81	1.69	1.67	1.66
速动比率	0.63	0.45	0.39	0.44
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.30	0.33	0.35
应收账款周转率	450	479	475	451
应付账款周转率	1.88	2.03	2.08	2.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.09	1.31	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.45	-0.40	2.26
每股净资产(最新摊薄)	5.90	6.73	8.03	9.53
估值比率				
P/E	26.43	14.91	12.43	10.79
P/B	2.75	2.41	2.02	1.70
EV/EBITDA	11	9	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-23	《招商蛇口-王者归来，参与通州台湖开发，园区红利重大突破》
2016-08-22	《招商蛇口-融合融效，提速业绩兑现》
2016-08-14	《招商蛇口-拟参股传媒基金，价值投资当然之选》
2016-08-11	《招商蛇口-关注前海合作落地及系列改革红利，坚定价值投资》
2016-06-19	《招商蛇口-前海土地正式确权，自贸区建设再提速》
2016-06-02	《招商蛇口-纳入国际指数，超级巨轮扬帆启航》
2016-05-17	《招商蛇口-中国邮轮旅游发展实验区花落太子湾》
2016-04-29	《招商蛇口-砥砺前行，期待价值回归》
2016-03-29	《招商蛇口-独特战略资源优势尽显，创新发展百花齐放》
2016-01-14	《招商蛇口-改革旗帜，价值回归指日可待》
2015-12-30	《招商蛇口-王者归来，巨擘启航》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434