

推荐 (维持)

招商蛇口 (001979) 深度报告

风险评级: 中风险

央企龙头优势突出 估值便宜值得关注

2018年10月30日

投资要点:

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

电话: 0769-23320072

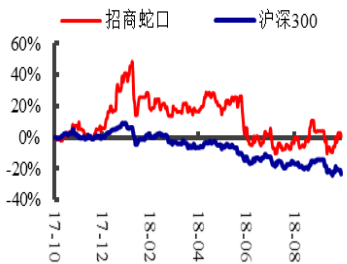
邮箱: hmy@dgzq.com.cn

整体观点: 公司15年底吸收合并招商地产上市后, 聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势, 形成三大业务板块互相协同发展格局。同时背靠大股东优质资源禀赋, 在资源获取及资金成本上竞争优势凸显。公司具备丰富的城区和产业园区综合开发运营经验和独特的“前港—中区—后城”综合发展模式, 异地复制逐步推开。在前海蛇口自贸区的土地及物业价值量大, 享受粤港澳大湾区及前海自贸区发展的红利, 项目价值重估将提升公司整体价值。当前通过股权激励、员工持股及跟投等措施, 提升活力及效率, 公司持续快速发展值得期待。当前股价对应估值便宜, 建议关注。

主要数据 2018年10月29日

收盘价(元)	18.05
总市值(亿元)	1,426.69
总股本(亿股)	7,904.09
流通股本(亿股)	1,899.65
ROE(TTM)	25.05%
12月最高价(元)	27.40
12月最低价(元)	15.92

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- **上市以来业绩增长理想 超额兑现承若。** 公司15年—17年各年实现营业收入同比增长分别为8.21%、29.15%和18.69%, 复合增长率为23.8%; 各年实现归属净利润同比增幅分别为51.36%、97.54%和27.54%, 复合增长率为58.7%。18年前三季度公司实现营业收入总额337.8亿元, 同比增长25.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润82.8亿元, 同比大幅增长114.4%。截至三季度末, 公司账上预收账款达842亿, 为17年全年结算的111.67%, 结算资源充裕, 全年业绩保持较快增长可期。
- **三大业务协同发展 增强公司竞争实力。** 公司社区运营、园区运营、邮轮运营三大业务板块协同一致、互为促进, 发挥不同阶段的经济效应。公司未来几年社区开发与运营业务占总营收比例仍持续维持高占比, 但园区开发与运营、邮轮运营的比例则会持续明显的提升, 贡献公司业绩, 助力公司持续快速发展。
- **跟投及股权激励 提升公司活力及效率。** 17年董事会通过《项目跟投管理制度》, 当前正式实施项目跟投。结合前期实施的员工持股计划和股权激励计划, 公司已形成了全面、立体的激励机制, 激发团队活力和创造力。公司股权激励行权价格与当前股价相约; 员工持股计划成本高于当前股价。整体看, 通过完善的激励措施, 捆绑员工与企业、股东利益, 公司持续快速发展, 提升价值值得期待, 公司股价具备持续向上动力。
- **风险提示。** 房地产销售低于预期, 政策调控风险

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	75454	99600	127986	161902
增长率(%)	18.69	32.00	28.50	26.50
归属净利润(百万)	12,220	15,367	18,707	22,859
增长率(%)	27.54	25.75	21.74	22.19
毛利率(%)	37.66	37.85	36.80	36.50
净利率(%)	16.2	15.43	14.62	14.12
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益(元)	1.55	1.94	2.37	2.89

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

本报告的信息均来自已公开信息, 关于信息的准确性与完整性, 建议投资者谨慎判断, 据此入市, 风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司简介.....	3
2. 上市以来业绩增长理想 超额兑现承若	3
3. 三大业务协同发展 增强公司竞争实力.....	4
4. 积极获取土地资源 项目价值提升值得关注.....	5
5. 资金安全性较高 融资成本极具优势.....	6
6. 创新业务快速推进 转型成效初现.....	7
7. 跟投及股权激励 提升公司活力及效率.....	7
8. 总结与投资建议	7

插图目录

图 1: 公司营收净利增长情况	错误!未定义书签。
图 2: 合同销售面积	4
图 3: 合同销售额	4
图 4: 公司 2017 年各业务收入占比.....	5
图 5: 公司历年负债水平变化	7

表格目录

表 1: 公司盈利预测（截至 2018/10/29）	错误!未定义书签。
----------------------------------	-----------

1. 公司简介

招商蛇口是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务协同平台。

招商蛇口创立于 1979 年。38 年前建设开发运营的深圳蛇口片区是中国改革开放的发源地，为中国经济发展做出了重要的历史贡献，孵化并培育了以招商银行、平安保险、中集集团、招商地产等为代表的知名企业。2015 年底公司吸收合并招商地产上市后，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势。公司以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为业务愿景，聚焦**园区开发与运营**、**社区开发与运营**和**邮轮产业建设与运营**三大业务板块，以独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。公司实际控制人为招商局集团，直接及间接持有公司股权达 71.28%，股权结构稳定。

上市以来，招商蛇口经营业绩实现了跨越式增长，并在深圳前海蛇口自贸区、太子湾邮轮母港、深圳国际会展中心一期、湖北蕲春产业园等重大项目，以及在产融互动、产网结合等领域取得重大突破。公司持续较快成长，为股东创造价值值得期待。

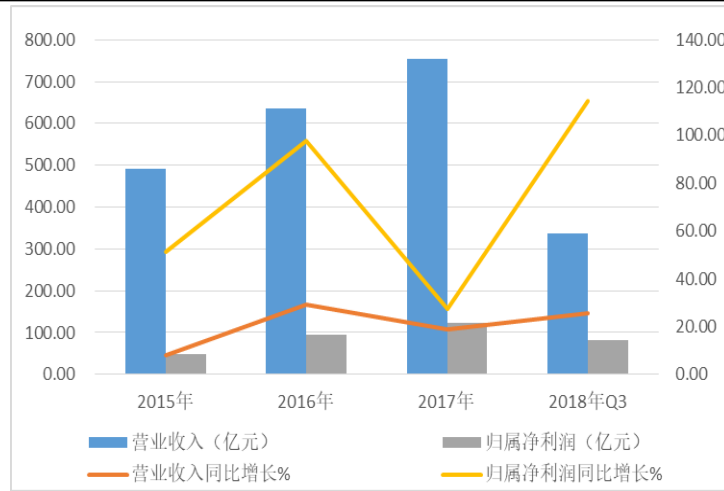
2. 上市以来业绩增长理想 超额兑现承若

公司 15 年年底整合上市以来，业绩及销售均录得理想的增长。公司 15 年—17 年各年实现营业收入同比增长分别为 8.21%、29.15%和 18.69%，复合增长率为 23.8%；各年实现归属净利润同比增幅分别为 51.36%、97.54%和 27.54%，复合增长率为 58.7%。公司业绩持续快速增长，超额兑现上市时的业绩增长规划，为股东创造价值。

18 年前三季度公司实现营业收入总额 337.8 亿元，同比增长 25.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 82.8 亿元，同比大幅增长 114.4%。其中前三季度公司累计实现销售金额 1162.6 亿元，同比增长 49.0%，已完成计划销售额 1500 亿元的 77.5%；前三季度累计实现销售面积 556.4 万平方米，同比增长 35.7%，销售情况理想领跑行业，公司全年完成销售目标可能性较高。截至三季末，公司账上预收账款达 842 亿，为 17 年全年结算的 111.67%，结算资源充裕，全年业绩保持较快增长可期。

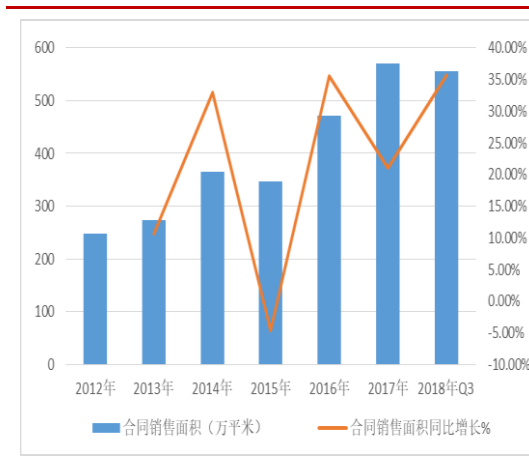
我们认为公司在行业集中度提升过程中，借助招商局集团的优质资源禀赋，以及公司自身优秀的经营运营实力，其保持龙头房企竞争优势，持续提升销售及业绩可期。

图1：公司营收净利增长情况



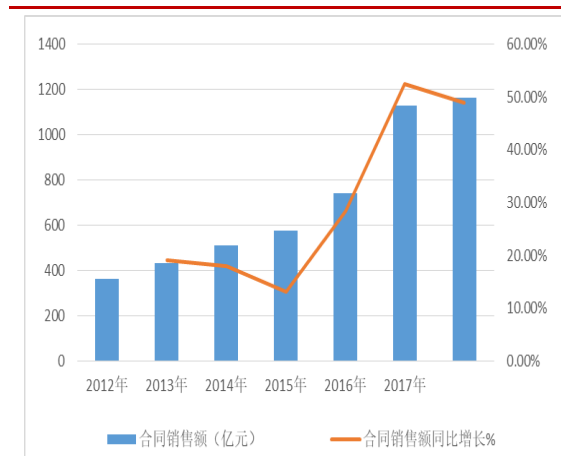
数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图2: 合同销售面积



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

图3: 合同销售额



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

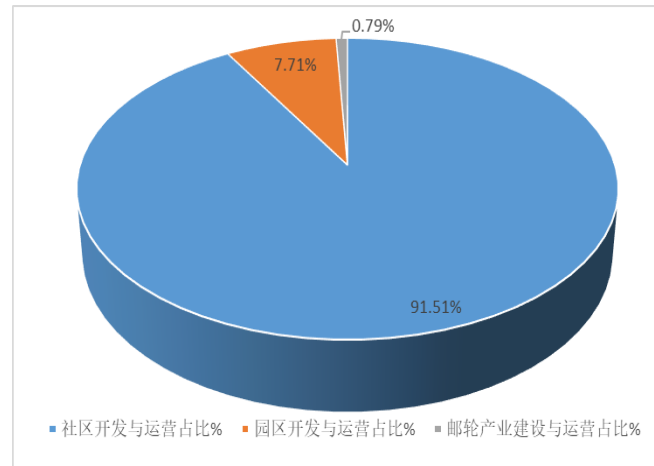
3. 三大业务协同发展 增强公司竞争实力

公司业务分为三大块, 即**社区运营**、**园区运营**、**邮轮运营**。其三大业务板块协同一致、互为促进, 发挥不同阶段的经济效应。短期看, 社区板块的开发销售仍是公司利润的主要来源, 园区板块的物业服务、出租管理是贡献稳定现金流的重要部分, 邮轮板块则是需要大量前期投入的新业务; 中期看, 园区的有效拓展将为社区板块提供充足的更有竞争力的土地储备, 园区产业的聚集和基础设施的完善也将有效提高住宅产品的价值, 公司提前布局的邮轮业务将助力公司打造特色的邮轮母港, 并增强获取城市综合体的能力, 为社区板块储备优质的土地资源; 长期看, 三大板块的协作发展, 交叉运营, 将形成招商蛇口特有的发展路径和竞争优势。

公司三大业务板块占比来看, 社区开发与运营均占据公司营收的大头。16年及17年分

别占总营收的 88.3%和 91.5%；而园区开发与运营业务在 16 年及 17 年占总营收比例则分别为 11.1%和 7.7%；邮轮产业建设与运营占比则不足 1%。预计公司未来几年社区开发与运营业务占总营收比例仍持续维持高占比，但园区开发与运营、邮轮运营的比例则会持续明显的提升，贡献公司业绩，助力公司持续快速发展。

图4：公司2017年各业务收入占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 积极获取土地资源 项目价值提升值得关注

在资源储备方面，前三季度公司累计新增项目 58 个，扩充项目资源 1000 万平方米，总地价约 820 亿元，其中权益地价略超 500 亿，同比分别增长 81%、29%和 21.5%，增幅较大，总体补充资源积极，为后续持续较快增长打下基础。新进入湛江、慈溪、徐州、舟山等城市，其中湛江项目的获取是公司“港城联动”模式的成果，在布局全方位港口生态圈的同时补充了优质的土地资源。此外，公司相继收购了东风汽车下属公司东风房地产 80%的股权以及浙江润和房产集团有限公司 100%股权及相关债权，进一步提升公司在相关区域的市场竞争力。同时公司完成了对招商漳州的股权收购，增加了丰富的园区资源储备。招商漳州及其控股子公司拥有产权的、正在进行一级开发或已经完成一级开发尚待实现收益的土地面积为 11,662 亩（其中双鱼岛 3,376 亩）。通过招商漳州与公司在厦门、漳州已有布局的战略协同，公司可以分享漳厦同城政策区位优势，提前锁定海西板块未来发展红利，进一步增强公司园区开发运营能力、区域综合发展能力，预计项目未来利润可观。

园区业务方面，公司以蛇口为产业新城基地，与各地方政府合作，围绕京津冀、珠三角、长三角等重点区域拓展产业新城项目。今年以来重点跟进了 10 余个产业新城项目。其中，粤东新城项目取得重大进展；苏州金融小镇底价获取首期用地；常熟琴湖项目签订多层级合作协议推动项目落地；湛江智慧城项目完成前期研究，联合工作组的工作推进顺利。此外，公司通过发挥在产业园区方面的专业优势，以产带城、两力齐发，协

同拓展了以北京大兴黄村镇项目、郑州卢森堡项目、太原小店区项目为代表的数个产业新城项目。

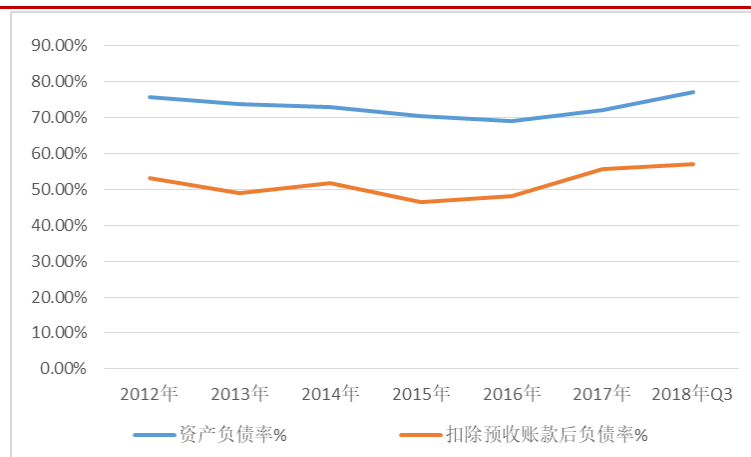
另外，招商蛇口作为建设开发前海蛇口自贸区的最大企业主体，将享受前海蛇口所独有的政策优势和战略优势。自贸区持续提速开发建设预期强烈，大湾区城市协同发展提升区域经济竞争实力值得期待，这些均将大大提升区域储备项目的价值。未来公司项目资源实现价值及利润提升值得关注。

5. 资金安全性较高 融资成本极具优势

截止 18 年三季度末，公司资产负债率为 77.17%，较 17 年末上升 5 个百分点。其中账上预收账款 842.74 亿，较 17 年末上升 292.13 亿。扣除预收账款后，资产负债率为 57.08%，整体负债水平适当。公司账上货币资金 511.11 亿，为短期借款和一年内到期长债总和的 117.63%，资金保障度较高。而公司近两年整体负债水平有所提升，与融资渠道扩大及业务增长有关，负债水平仍维持合适区间。

公司继续保持 AAA 的主体信用等级和债项信用等级，顺利发行了公司债券 70 亿元；于近期陆续发行了两期超短期融资券（270 天和 180 天），总额合计 40 亿元，票面利率分别为 3.74%、3.55%；联合招商资本、平安银行东莞分行共同签署了成立招商澎湃系列投资基金的协议，引入稳定的基金合作伙伴；联合招商启航等多家公司设立招商局薪春薪艾产业投资基金，创新探索“房东+股东”的产融结合模式。先后与中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、招商银行等金融机构签署借款合同，截至报告期末，合同授信额度总额折合人民币 1529 亿元，借款总额折合人民币 971 亿元。公司的综合资金成本为 4.87%，在行业内继续保持较大的融资优势。

图5：公司历年负债水平变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 创新业务快速推进 转型成效初现

公司积极布局新业态，大公寓、大健康、大文创多点开花，转型成效初步显现。大公寓快速发展，以“以轻资产租入改造、存量商办改造为主，伺机小股操盘引入专业基金；构建融投管退全周期商业模式，有效推进统一品牌、投资标准、产品标准、客户资源管理、运营评价”为发展策略，在精耕深圳市场的基础上，落地北京、上海、重庆、南京、杭州等 8 个一二线城市；上半年累计新增 13 个长租公寓项目（24.1 万平方米/5,134 间），合计在全国布局长租公寓近 2 万间，管理规模总计约 90 万平方米，实现了公寓智慧平台的全线上化服务。另外公司成立储架额度 60 亿元，首期发行 20 亿元“招商融创-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划”，是国内首单储架式长租公寓 CMBS 产品；携手建行注册首单银行间长租公寓 ABN200 亿（首发 40 亿元），创新解决长租公寓融资金额少、期限长、成本高的难题。大健康脱孵入实，从“养老、医院、康养小镇”三方面积极推进医养业务，广州番禺颐养中心、深圳蛇口颐养中心已于 2018 年 2 月 2 日、3 月 30 日相继开业。大文创精彩绽放，国际教育项目持续推进，海上世界文化艺术中心运营顺利，已相继开展了多次展览、品牌塑造及教育活动。

7. 跟投及股权激励 提升公司活力及效率

17 年公司董事会通过《项目跟投管理制度》，当前正式实施项目跟投。通过建立长效、健全的激励约束机制，加强对核心员工的约束力和激励性，不断提升公司整体开发效率，提高资产收益。结合前期实施的员工持股计划和股权激励计划，公司已形成了全面、立体的激励机制，激发团队活力和创造力。

公司 16 年及 18 年分别完成了公司股票期权激励计划授予登记工作，分别共向 252 名激励对象授予 4407.6 万份股票期权，行权价格为 19.51 元/股；共向 26 名激励对象授予 422.6 万份股票期权，行权价格为 19.01 元/股。公司第一期员工持股计划的参加对象总人数为 1403 人，认购的员工持股计划总份额为 2833 万份，员工持股计划认购公司配套非公开发行股票的价格为 23.6 元/股，认购总金额为 6.68 亿元。公司股权激励行权价格与当前股价相约；员工持股计划成本高于当前股价。整体看，通过完善的激励措施，捆绑员工与企业、股东利益，公司持续快速发展，提升价值值得期待，公司股价具备持续向上动力。

8. 总结与投资建议

公司 15 年底吸收合并招商地产上市后，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势，形成三大业务板块互相协同发展格局。同时背靠大股东优质资源禀赋，在资源获取及资金成本上竞争优势凸显。公司具备丰富的城区和产业园区综合开发运营经验和

独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，异地复制逐步推开。在前海蛇口自贸区的土地及物业价值量大，享受粤港澳大湾区及前海自贸区发展的红利，项目价值重估将提升公司整体价值。当前通过股权激励、员工持股及跟投等措施，提升活力及效率，公司持续快速发展值得期待。预测公司18年——19年EPS分别为1.94元和2.37元，对应当前股价估值分别为9倍和7.5倍，估值便宜，维持公司“推荐”投资评级。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	75454.68	99600.18	127986.23	161902.58
营业总成本	57628.68	76250.74	99133.53	125512.62
营业成本	47039.33	61901.51	80887.30	102808.14
营业税金及附加	6672.90	8864.42	11518.76	14571.23
销售费用	1467.70	1992.00	2559.72	3238.05
管理费用	1281.63	1792.80	2367.75	2995.20
财务费用	835.73	1700.00	1800.00	1900.00
其他经营收益	2896.07	3000.00	3500.00	3500.00
公允价值变动净收益	-13.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2910.05	3000.00	3500.00	3500.00
营业利润	20722.07	26349.45	32352.70	39889.96
加营业外收入	157.89	100.00	120.00	150.00
减营业外支出	175.92	45.00	50.00	75.00
利润总额	20704.05	26404.45	32422.70	39964.96
减所得税	5724.60	7340.44	9013.51	11110.26
净利润	14979.45	19064.01	23409.19	28854.70
减少数股东损益	2789.05	3696.62	4701.29	5994.74
归母公司所有者的净利润	12220.31	15367.39	18707.90	22859.96
基本每股收益(元)	1.55	1.94	2.37	2.89

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn