

招商蛇口 (001979.SZ)

融资方案落地，大额补流坚定成长决心

核心观点：

- **再融资收购对价确定为 89.28 亿元，深投控或成为二股东。**22 年 12 月 17 日公司发布再融资预案，计划发行股份收购前海项目并配套募集资金，收购标的为南油集团 24% 股权及招商前海实业 2.89% 股权，交易完成后，公司对于前海蛇口自贸投资发展的持股比例将从 36.17% 提升至 43.00% (提升 6.82pct)。23 年 2 月 18 日，公司发布交易报告 (草案)，公布交易总对价 89.28 亿元，按照 15.06 元/股的价格共发行 5.93 亿股 (占 22Q3 总股本的 7.66%)，交易完成后招商局集团、招商局轮船、招商局投资发展合计持有上市公司 61.94% 股份 (交易前为 64.83%)，深投控持有 5.39% 的股份，深投控或成为公司第二大股东，其承诺股份上市 36 个月内不得转让 (与招商局投资发展一致)，锁定期 1 年内减持不低于发行价，体现其对公司长期经营表现的信心。
- **非公开发行募资不超 85 亿元。**公司拟非公开发行股份募资不超 85 亿元，其中，招商局投资发展拟认购金额 1 亿元-20 亿元，募集资金 43 亿元用于 10 个项目建设，42 亿元用于补流及偿债。
- **23 年 1 月销售排名升至前五，淡季持续补充土储。**根据公司经营公告，公司 22 年全口径拿地金额 1283 亿元，排名行业第二，体现出较强的扩表能力。23 年 1 月，公司销售金额 157.67 亿元，同比+4.09%，单月销售排名升至前五，新增郑州、合肥两项目，拿地金额 12 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**定增增厚前海权益，前海资源有望加速兑现，本次运作带来的资金，将提升公司整体开发能力。公司强信用、高成长，具备估值催化因素。预计公司 22、23 年 EPS 分别为 0.54、1.00 元/股，我们维持公司合理价值 17.91 元/股不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度影响公司经营及业绩；未来利润率的波动；前海、太子湾项目开发进度存在不确定性；再融资方案的不确定性。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	129621	160643	126432	172370	224058
增长率 (%)	32.7%	23.9%	-21.3%	36.3%	30.0%
EBITDA (百万元)	24554	26913	17404	25929	42048
归母净利润 (百万元)	12253	10372	4203	7701	15007
增长率 (%)	-24%	-15%	-59%	83%	95%
EPS (元/股)	1.46	1.31	0.54	1.00	1.94
市盈率 (x)	9.9	11.1	26.7	14.6	7.5
ROE (%)	12%	10%	3%	6%	10%
EV/EBITDA (x)	7.0	7.3	13.2	9.9	6.9

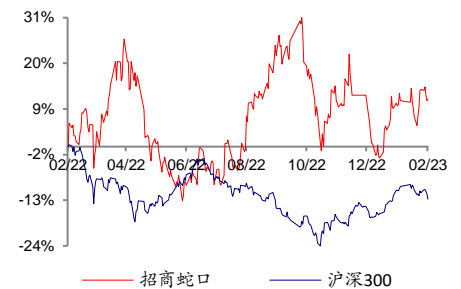
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.50 元
合理价值	17.91 元
前次评级	买入
报告日期	2023-02-19

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

招商蛇口 (001979.SZ) : 销售排名升至前五，淡季持续补充土储	2023-02-12
招商蛇口 (001979.SZ) : 业绩预减释放存量资产压力，积极销售拿地冲击第一梯队	2023-01-11
招商蛇口 (001979.SZ) : 增厚前海权益，提升开发实力	2022-12-18

表1: 招商蛇口股权融资方案信息汇总

招商蛇口股权融资方案信息汇总		
披露时间	2022/12/17 (预案) 2023/02/18 (草案)	
股权融资方式	发行股份收购资产+配套融资	
发行股份购买资产情况	收购标的	深投控 (深圳国资委 100%控股) 持有的南油集团 24%股权+招商局投资发展 (招商局集团 100%控股) 持有的招商前海实业 2.89%股权
	对公司影响	招商蛇口对前海项目持股比例从 36.17%提升至 43.00%，提升 6.82pct
	购买资产发行价格	购买资产的股份发行价格为前 60 个交易日的交易均价，15.06 元/股
	标的资产评估	南油集团 24%的股权对应评估值为 676428.77 万元，招商前海实业 2.8866%的股权对应评估值为 216350.51 万元，合计 892779.28 万元
	发行数量	本次发行股份购买资产的发行股份数量 5.93 亿股 (占 22Q3 总股本的 7.66%)，其中向深投控发行 4.49 亿股，向招商局投资发展发行 1.44 亿股
	锁定期安排	深投控获得股份上市 36 个月内不得转让，锁定期满 1 年内减持不低于发行价，招商局投资发展获得股份上市 36 个月内不得交易或转让，发行 6 个月内如连续 20 个交易日收盘价低于发行价，或交易完成 6 个月期末收盘价低于发行价的，锁定期延长 6 个月
	业绩补偿协议	招商局投资发展承诺前海实业在 23-25 年累计实现扣非归母净利润不低于 3500 万元
发行股份募集资金情况	非公开发行股份	向不超 35 名特定投资者，发行股份数量不超交易前总股本的 30%， 金额不超 85 亿元，其中，招商局投资发展拟认购金额 1 亿元-20 亿元
	定价依据	询价发行，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票均价的 80%
	锁定期安排	招商局投资发展认购的股份发行结束 18 个月内不得转让，其他对象 6 个月内不得转让
	募集资金用途	43 亿元用于 10 个项目建设，42 亿元用于补充
尚需获得的备案和核准	1、有权国资管理单位对资产评估报告履行备案程序；2、有权国资管理单位就本次交易方案出具正式批复；3、上市公司股东大会审议通过本次交易方案；4、中国证监会核准 或同意注册。	

数据来源：招商蛇口股权融资方案预案及草案，广发证券发展研究中心

表2: 招商蛇口发行股份募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资额 (亿元)	募集资金计划使用金额 (亿元)
1	长春公园 1872 项目	28.5	9.0
2	沈阳招商公园 1872 项目	42.2	8.4
3	重庆招商渝天府项目	17.5	7.5
4	上海虹桥公馆三期项目	61.2	5.5
5	重庆招商 1872 项目	12.1	4.2
6	合肥臻和园项目	25.4	2.0
7	徐州山水间花园二期项目	26.0	2.0
8	合肥滨奥花园项目	42.6	2.0
9	郑州招商时代锦宸苑项目	5.3	1.4
10	南京百家臻园项目	25.7	1.0
11	补充流动资金及偿还债务	42.0	42.0
合计		328.4	85.0

数据来源：招商蛇口股权融资方案预案及草案，广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	575,527	653,058	824,144	1,017,158	1,207,069
货币资金	89,306	79,533	49,887	62,154	68,169
应收及预付	107,260	134,705	142,942	154,578	154,470
存货	360,793	417,636	610,227	779,339	963,342
其他流动资产	18,168	21,184	21,088	21,088	21,088
非流动资产	161,631	203,145	219,002	241,094	267,309
长期股权投资	40,124	61,561	74,285	89,640	109,250
固定资产	4,365	9,234	9,695	10,277	10,894
在建工程	969	465	2,358	4,177	5,938
无形资产	1,956	2,853	2,853	2,853	2,853
其他长期资产	114,216	129,033	129,811	134,147	138,375
资产总计	737,157	856,203	1,043,147	1,258,252	1,474,378
流动负债	373,787	428,079	617,797	777,523	945,454
短期借款	17,717	3,628	13,546	14,574	16,270
应付及预收	154,247	345,388	526,532	688,834	842,341
其他流动负债	201,823	79,062	77,720	74,115	86,843
非流动负债	110,013	151,370	134,410	177,757	202,503
长期借款	77,715	107,780	95,765	138,190	161,813
应付债券	22,641	26,105	26,105	26,105	26,105
其他非流动负债	9,658	17,485	12,541	13,462	14,586
负债合计	483,800	579,448	752,207	955,280	1,147,957
股本	7,923	7,923	7,923	7,923	7,923
资本公积	14,068	14,189	15,029	16,569	19,571
留存收益	62,318	66,071	69,434	75,595	87,600
归属母公司股东权益	101,370	108,671	120,491	128,192	143,199
少数股东权益	151,987	168,084	170,448	174,780	183,221
负债和股东权益	737,157	856,203	1,043,147	1,258,252	1,474,378

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	129,621	160,643	126,432	172,370	224,058
营业成本	92,435	119,723	100,905	136,680	167,571
营业税金及附加	9,054	9,681	2,790	3,812	7,598
销售费用	2,986	3,914	3,617	3,999	4,523
管理费用	1,979	2,145	2,435	2,673	3,009
研发费用	946	1,067	1,044	1,146	1,290
财务费用	2,224	2,006	3,185	3,750	4,624
资产减值损失	2,570	3,391	1,383	1,234	1,276
公允价值变动收益	8	157	165	173	182
投资净收益	6,107	3,728	616	743	2,510
营业利润	24,080	22,753	11,853	19,993	36,860
营业外收支	30	89	0	0	0
利润总额	24,109	22,843	11,853	19,993	36,860
所得税	7,196	7,641	5,286	7,960	13,411
净利润	16,913	15,202	6,567	12,033	23,448
少数股东损益	4,660	4,829	2,364	4,332	8,441
归属母公司净利润	12,253	10,372	4,203	7,701	15,007
EBITDA	24,554	26,913	17,404	25,929	42,048
EPS (元)	1.46	1.31	0.54	1.00	1.94

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	27,622	25,977	4,909	3,038	4,597
净利润	16,913	15,202	6,567	12,033	23,448
折旧摊销	1,387	1,732	1,763	1,868	1,981
营运资金变动	-135,547	106,517	-19,684	-18,445	-30,388
其它	144,869	-97,474	16,264	7,582	9,556
投资活动现金流	-4,818	-24,277	-20,964	-19,127	-22,286
资本支出	-4,233	-10,007	-8,749	-4,373	-4,467
投资变动	29,012	31,698	-12,215	-14,754	-17,819
其他	-29,596	-45,967	0	0	0
筹资活动现金流	-7,894	-11,161	-13,591	28,355	23,704
银行借款	112,142	116,568	33,865	85,729	81,349
股权融资	18,898	27,016	0	0	0
其他	-39,309	-41,214	-10,258	-11,494	-14,342
现金净增加额	14,793	-9,612	-29,646	12,266	6,015
期初现金余额	74,203	88,995	79,383	49,737	62,003
期末现金余额	88,995	79,383	49,737	62,003	68,018

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	32.7%	23.9%	-21.3%	36.3%	30.0%
营业利润增长	-8.5%	-5.5%	-47.9%	68.7%	84.4%
归母净利润增长	-23.6%	-15.3%	-59.5%	83.2%	94.9%
获利能力					
毛利率	28.7%	25.5%	20.2%	20.7%	25.2%
净利率	13.0%	9.5%	5.2%	7.0%	10.5%
ROE	12.1%	9.5%	3.5%	6.0%	10.5%
ROIC	5.7%	5.4%	2.6%	4.0%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	67.7%	72.1%	75.9%	77.9%
净负债比率	26.3%	33.1%	40.5%	48.0%	54.4%
流动比率	1.54	1.53	1.33	1.31	1.28
速动比率	0.55	0.52	0.33	0.28	0.24
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.20	0.13	0.15	0.16
应收账款周转率	56.93	53.21	26.66	23.15	22.30
存货周转率	0.27	0.31	0.20	0.20	0.19
每股指标 (元)					
每股收益	1.46	1.31	0.54	1.00	1.94
每股经营现金流	3.49	3.28	0.62	0.38	0.58
每股净资产	12.79	13.72	15.21	16.18	18.07
估值比率					
P/E	9.93	11.08	26.70	14.57	7.48
P/B	1.13	1.06	0.95	0.90	0.80
EV/EBITDA	7.00	7.33	13.22	9.94	6.89

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，9年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，13年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：高级分析师，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：高级分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡慧：研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛 恬：研究员，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡正维：研究员，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。