

招商蛇口

招商蛇口电话会议纪要：前海大幕拉开

调研纪要

要点

我们组织了招商蛇口前海合作推进情况电话会议，纪要如下：

框架协议基本情况：招商局集团与前海管理局签订框架协议，以50:50的比例成立合资公司开发前海片区，合资公司将承担自贸区总体开发的职能，未来计划将业务拓展到其他自贸园区和“一带一路”沿线的自贸区。招商蛇口将以旗下子公司持股形式参与合资公司中属于招商局集团的50%股权。

资产情况：本次纳入合资公司的土地有2.9平方公里，包括招商蛇口现有土地以及母公司招商局集团下属其他公司土地。上市公司招商蛇口旗下2.42平方公里土地中，属于首期合作开发范围（纳入本次合资公司范畴）的用地超过1.8平方公里，剩余土地现为海关边检用地、园区仓储用地等，将视前海片区的开发情况在未来陆续推动改性。公司预计对应2.9平方公里土地的项目计容建筑面积约为505万平米，其中大致住宅和公寓的比例为10%，商办80%（商业比例20%，办公比例60%），公共配套10%左右，但由于招商局集团下属其他公司在合资公司中也拥有股权，最终各方的股权比例会根据土地评估价值确定，预计上市公司招商蛇口将持有大部分比例股权。

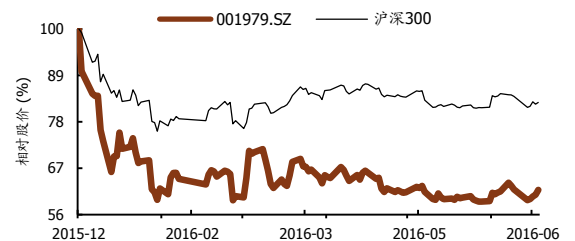
前海区域进度情况：目前各方正在做前海土地价值详细的评估，土地在注入合资公司时就会改性，公司正在尽快推进。前海片区中的前海自由贸易中心一期已经开工，预计2017年将对外销售。

建议

维持“推荐”评级及目标价。目前股价下，公司对应的2016年/2017年市盈率分别为12.9和10.6倍，较NAV折让40%。我们看好公司长期资源价值，维持“推荐”评级以及目标价18元，对应2016/17年市盈率分别为16.2倍和13.3倍。

维持推荐

股票代码	001979.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 14.34
目标价	人民币 18.00
52周最高价/最低价	人民币 23.90~13.38
总市值(亿)	人民币 1,133
30日日均成交额(百万)	人民币 378.67
发行股数(百万)	7,904
其中：自由流通股(%)	24
30日日均成交量(百万股)	26.78
主营行业	房地产



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	45,486	49,222	66,998	83,941
增速	0.0%	8.2%	36.1%	25.3%
归属母公司净利润	5,256	6,893	8,785	10,694
增速	N.M.	31.1%	27.5%	21.7%
每股净利润	0.66	0.87	1.11	1.35
每股净资产	2.13	5.90	6.75	7.77
每股股利	0.71	0.26	0.33	0.40
每股经营现金流	-0.63	0.26	0.31	1.94
市盈率	21.6	16.4	12.9	10.6
市净率	6.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.1	10.8	8.6	6.6
股息收益率	1.4%	1.8%	2.3%	2.8%
平均总资产收益率	3.1%	3.6%	3.9%	4.2%
平均净资产收益率	31.3%	21.7%	17.6%	18.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

宁静鞭

分析员
jingbian.ning@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511010003
SFC CE Ref: AVT719

吕功绩

联系人
abel.lv@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080115070022

肖月

联系人
yue.xiao@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080115030007



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	45,486	49,222	66,998	83,941	营业收入		8.2%	36.1%	25.3%
营业成本	27,492	30,677	45,417	54,897	营业利润	N.M.	3.9%	48.0%	23.4%
营业税金及附加	5,709	5,204	6,113	7,217	EBITDA	N.M.	11.7%	31.2%	26.9%
营业费用	1,043	1,124	1,605	1,809	净利润	N.M.	31.1%	27.5%	21.7%
管理费用	932	1,227	1,303	1,446	盈利能力				
财务费用	921	1,549	1,442	2,418	毛利率	39.6%	37.7%	32.2%	34.6%
其他	-572	0	0	0	营业利润率	21.2%	20.4%	22.1%	21.8%
营业利润	9,650	10,027	14,837	18,301	EBITDA 利润率	24.9%	25.7%	24.8%	25.1%
营业外收支	879	968	3,761	2,183	净利润率	11.6%	14.0%	13.1%	12.7%
利润总额	9,695	10,410	14,880	18,336	偿债能力				
所得税	3,110	2,364	4,166	5,134	流动比率	1.64	1.81	1.76	1.72
少数股东损益	1,330	1,154	1,928	2,508	速动比率	0.50	0.63	0.58	0.61
归属母公司净利润	5,256	6,893	8,785	10,694	现金比率	0.30	0.40	0.35	0.38
EBITDA	11,324	12,652	16,595	21,056	资产负债率	73.0%	70.5%	69.9%	69.6%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	26,133	40,644	39,774	51,160	回报率分析				
应收账款及票据	10,174	17,735	19,521	21,489	总资产收益率	6.2%	3.6%	3.9%	4.2%
预付款项	3,648	866	952	1,048	净资产收益率	62.5%	21.7%	17.6%	18.6%
存货	100,676	121,380	135,638	148,547	每股指标				
其他流动资产	3,551	5,948	6,543	7,198	每股净利润 (元)	0.66	0.87	1.11	1.35
流动资产合计	144,181	186,573	202,429	229,442	每股净资产 (元)	2.13	5.90	6.75	7.77
固定资产及在建工程	2,367	2,544	2,671	3,169	每股股利 (元)	0.71	0.26	0.33	0.40
无形资产及其他长期资产	14,088	12,133	16,190	18,482	每股经营现金流 (元)	-0.63	0.26	0.31	1.94
非流动资产合计	24,082	29,899	36,556	43,081	估值分析				
资产合计	168,264	210,899	235,412	268,193	市盈率	21.6	16.4	12.9	10.6
短期借款	11,494	8,082	9,082	10,082	市净率	6.7	2.4	2.1	1.8
应付账款及票据	71,864	89,822	99,475	115,657	EV/EBITDA	14.1	10.8	8.6	6.6
其他流动负债	10,782	10,492	12,601	14,467	股息收益率	1.4%	1.8%	2.3%	2.8%
流动负债合计	87,815	102,894	115,156	133,704					
长期借款和应付债券	32,756	39,926	42,926	45,926					
非流动负债合计	35,049	45,842	49,434	53,084					
负债合计	122,864	148,736	164,590	186,788					
股东权益合计	16,812	46,628	53,358	61,433					
少数股东权益	28,587	15,535	17,463	19,972					
负债及股东权益合计	168,264	210,899	235,412	268,193					
现金流量表									
净利润	5,256	6,893	8,785	10,694					
折旧和摊销	707	694	274	302					
营运资本变动	-13,191	-7,305	-6,478	1,210					
其他	0	0	239	363					
经营活动现金流	-4,941	2,084	2,472	15,346					
投资活动现金流入	31	-475	3,718	2,148					
投资活动现金流出	-445	-1,567	-8,175	-5,240					
投资活动现金流	-414	-2,043	-4,457	-3,092					
股权融资	1,596	12,465	0	0					
银行借款	6,150	3,276	4,000	4,000					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	3,989	14,273	1,115	-868					
汇率变动对现金的影响	18	199	0	0					
现金净增加额	-1,349	14,514	-870	11,386					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

招商蛇口定位为中国城市综合开发和运营服务商，是大股东招商局集团旗下重要地产开发、园区建设平台。公司下属三大业务板块：社区开发与运营业务、园区开发与运营业务、邮轮产业建设与运营业务。社区开发与运营业务主体是招商地产，该公司成立于 1984 年，是中国最早的房地产公司之一，也是招商局集团三大核心产业中房地产板块的旗舰公司。公司的园区开发业务主要涉及前海蛇口自贸区开发，邮轮产业建设目前主要依托蛇口片区太子港邮轮码头展开。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

