

投资评级 优于大市 维持

股票数据

06月08日收盘价(元) 16.89
52周股价波动(元) 15.90-22.48
总股本/流通A股(百万股) 7922/7922
总市值/流通市值(百万元) 133808/133801

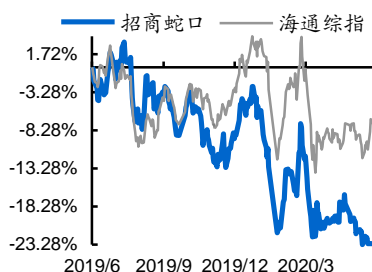
相关研究

《质量规模稳步提升, 转型助力长期发展》
2020.04.22

《1H 受结转进度影响, 营收利润下滑》
2019.08.27

《质量规模均衡发展, 资源禀赋持续释放》
2019.03.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	1.4	1.7	-9.8
相对涨幅 (%)	-0.1	-4.7	-7.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

分析师: 金晶

Tel: (021) 23154128

Email: jj10777@htsec.com

证书: S0850518120002

收南油引战投, 增强妈湾片区权益

投资要点:

- **收购南油集团 25% 股权, 引入战略投资者平安人寿。**招商蛇口拟发行股份、可转换公司债及支付现金向深投控购买其持有的南油集团 24% 股权, 其中三种方式的对价分别占此次交易对价的 2.5%、47.5% 和 50%。同时, 公司拟向平安人寿等非公开发行业务募集配套资金, 用于支付此次交易中的现金对价。此次交易中, 发行股份和非公开发行的发行价格为 16.58 元/股。发行的可转换公司债价格为 17.41 元/股。
- **交易方案进行中, 尚需证监会核准。**此次交易已获得招商局集团的原则性同意, 获得董事会、监事会同意, 深投控股及平安资管内部同意, 平安人寿董事会同意。此次交易尚需取得深投控董事会同意, 国有资产监督管理部门或其他有权单位同意, 上市公司董事会、股东大会同意, 中国证监会核准。
- **100% 控制南油集团, 提高前海片区享受的资源价值。**南油集团主要通过下属公司前海自贸投资进行园区开发业务, 前海自贸投资间接拥有位于深圳前海妈湾约 80.62 万平方米的土地使用权。妈湾片区内已完工项目的售价在 97000-108000 元/平米, 我们认为前海自贸投资拥有的 80.62 万平方米的土地使用权对应的项目货值可观, 利润较大。根据我们的计算, 南油集团持有前海自贸投资约 22.42% 的股权, 深投控持有的 24% 南油集团股权对应的是前海自贸投资约 5.38% 的股权。交易完成后, 南油集团成为招商蛇口的全资下属公司, 进一步增强了招商蛇口对于前海自贸投资的控制, 有利于上市公司提高其在前海片区享有的资源价值。除此以外, 南油集团还有物流仓储业务。
- **投资建议: 维持“优于大市”评级。**招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业, 是集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。此次交易有利于增加公司对前海自贸投资的权益比例, 增加公司享有的前海片区资源价值, 加快前海蛇口自贸区的开发建设, 夯实招商蛇口的综合竞争力。考虑到此次交易标的的交易价格尚未确定, 交易仍未完成, 我们维持原有盈利预测, 预测公司 2020、2021 年 EPS 分别为 2.38、2.73 元。按照公司 2020 年 6 月 8 日收盘价 16.89 元计算, 对应 2020 和 2021 年 PE 为 7.10 倍和 6.19 倍。我们给予公司 2020 年 8-10XPE, 目标价格区间为 19.04~23.80 元, 较每股 RNAV (36.12 元) 折让幅度为 34.1%~47.3%, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 1) 国内外宏观形势变化; 2) 产业新城建设开发进度存在不确定性; 3) 政府调控政策变化; 4) 行业面临基本面下行风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	88278	97672	115914	139645	164959
(+/-)YoY(%)	17.0%	10.6%	18.7%	20.5%	18.1%
净利润(百万元)	15240	16033	18840	21617	25744
(+/-)YoY(%)	24.7%	5.2%	17.5%	14.7%	19.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.93	2.03	2.38	2.73	3.25
毛利率(%)	39.5%	34.6%	32.6%	31.9%	32.1%
净资产收益率(%)	20.1%	16.9%	16.7%	16.0%	16.1%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

事件:

公司 2020 年 6 月 8 日公告《发行股份、可转换公司债及支付现金购买资产并募集配套资金预案》。

收购南油集团 25%股权，引入战略投资者平安人寿

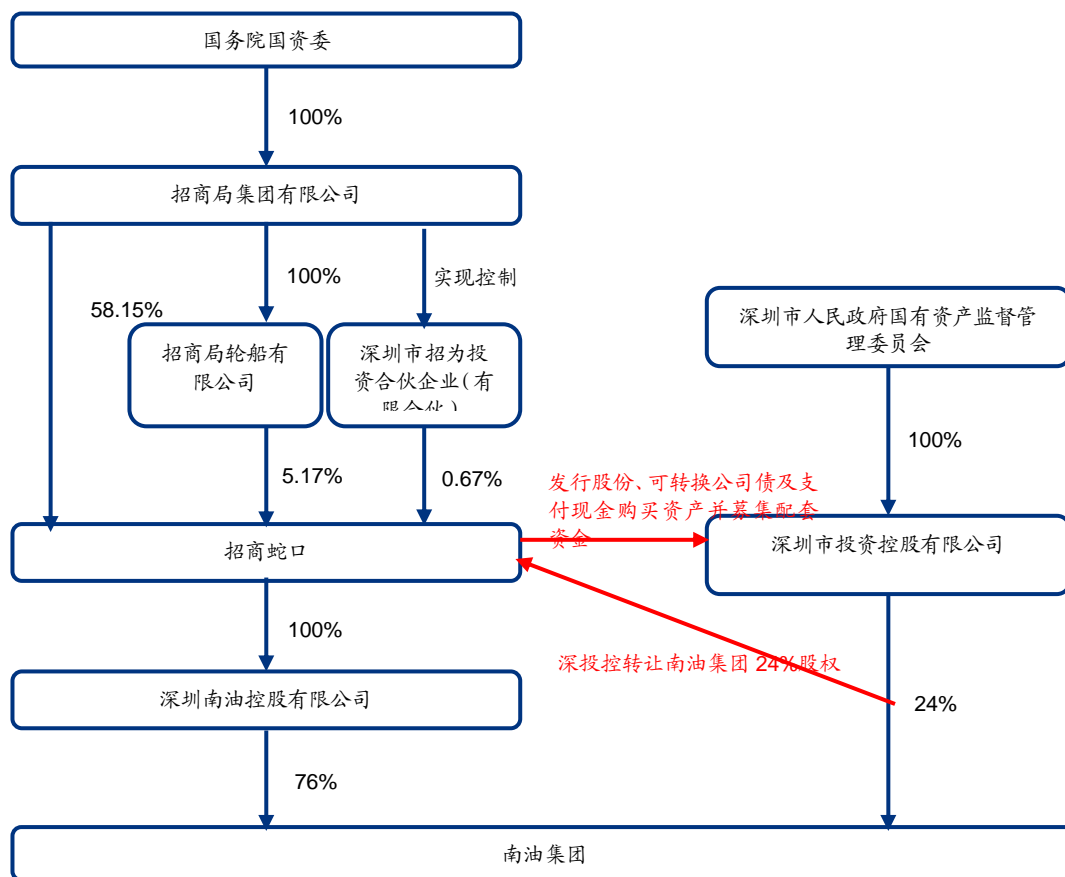
招商蛇口于 2020 年 6 月 8 日公告，拟发行股份、可转换公司债及支付现金向深投控购买其持有的南油集团 24%股权，其中以发行股份、可转换公司债及现金方式支付的对价分别占此次交易对价的 2.5%、47.5%和 50%。同时，公司拟向战略投资者非公开发行股份募集配套资金，用于支付此次交易中的现金对价。

2020 年 6 月 5 日，公司与平安资管、平安人寿签署了《战略合作协议》并与平安资管签署了《非公开发行股份认购协议》，拟通过此次募集配套资金引入平安资管、平安人寿成为上市公司的战略投资者。此次定增锁定期为 36 个月。

此次交易中，发行股份的发行价格定为上市公司重组定价基准日前 20 个交易日的交易均价，即 16.58 元/股。发行的可转换公司债价格为 17.41 元/股。非公开发行股份募集配套资金的发行价格为 16.58 元/股。

此次交易系收购上市公司控股下属公司的少数股权，若交易完成，上市公司将直接及间接持有南油集团 100%股权，南油集团将成为上市公司的全资下属公司。

图1 资产重组交易方案



资料来源：公司 2020 年 6 月 8 日公告，海通证券研究所

交易方案进行中，尚需证监会核准

此次交易已获得招商局集团的原则性同意，获得董事会、监事会同意，深投控股及平安资管内部同意，平安人寿董事会同意。此次交易尚需取得深投控董事会同意，国有资产监督管理部门或其他有权单位同意，上市公司董事会、股东大会同意，中国证监会核准。

表 1 本次交易方案实施需履行的批准程序

本次交易方案已经获得的授权和批准	本次交易方案尚需获得的备案和核准
1、本次交易相关事项已获得招商局集团的原则性同意	1、深投控董事会审议通过本次交易方案
2、本次交易已经上市公司第二届董事会 2020 年第九次临时会议审议通过	2、国有资产监督管理部门或其他有权单位资产评估报告备案程序
3、本次交易已经上市公司第二届监事会 2020 年第一次临时会议审议通过	3、本次交易标的资产的审计、评估工作完成并确定交易价格后，上市公司需再次召开董事会审议通过本次交易的正式方案
4、本次交易已经深投控及平安资管内部有权决策机构审议通过，上述主体已同意本次交易相关事项	4、国有资产监督管理部门或其他有权单位批准本次交易方案
5、平安人寿董事会审议通过本次交易所涉及的关联交易事项	5、上市公司股东大会审议通过本次交易方案
	6、取得中国证监会核准

资料来源：公司 2020 年 6 月 8 日公告，海通证券研究所

100%控制南油集团，提高前海片区享受的资源价值

南油集团主要从事两大业务：园区开发业务和物流仓储业务。

1) 园区开发业务

南油集团主要通过下属公司前海自贸投资进行园区开发业务，已完工项目包括招商局前海经贸中心一期、招商局前海经贸中心三期、招商领玺家园；在建项目包括招商局前海经贸中心二期、招商港湾广场。

表 2 前海自贸投资已完工项目

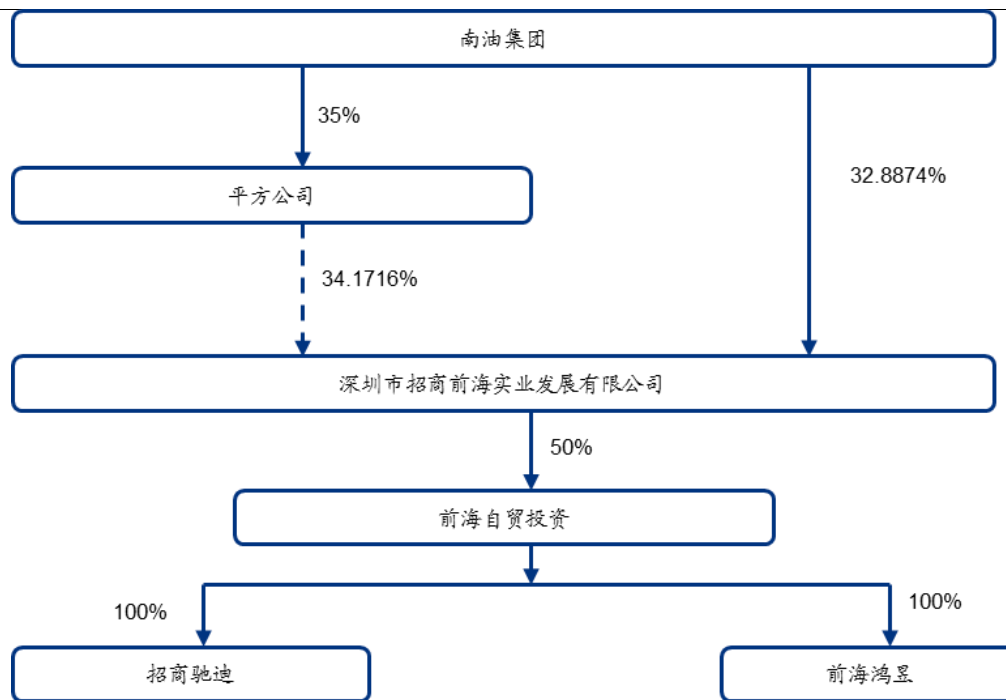
项目名称	占地面积 (万平方米)	项目总建筑面积(万平方米)	开工日期	竣工日期	均价 (元/平米)
招商局前海经贸中心三期项目	1.04	5.9	2018 年 4 月	2019 年 6 月	—
招商局前海经贸中心一期项目	1.25	14.34	2017 年 2 月	2020 年 4 月	97000
招商领玺家园	1.37	9.09	2017 年 11 月	2020 年 4 月	108000

资料来源：公司 2020 年 6 月 8 日公告，深圳房地产信息网，海通证券研究所

2020 年 1 月，招商蛇口控股下属于子公司招商前海实业与前海管理局下属前海投控共同完成了对前海自贸投资的增资，前海土地整备完美收官。增资后前海自贸投资间接拥有位于深圳前海妈湾约 80.62 万平方米的土地使用权，将统筹主导未来前海片区的开发与建设。妈湾片区内已完工项目的售价在 97000-108000 元/平米，我们认为前海自贸投资拥有的 80.62 万平方米的土地使用权对应的项目货值可观，利润较大。南油集团作为招商前海实业的 19 家股东之一，间接享有前海自贸投资在前海片区的权益。

根据我们的计算，南油集团持有前海自贸投资约 22.42%的股权，深投控持有的 24%南油集团股权对应的是前海自贸投资约 5.38%的股权。交易完成后，南油集团成为招商蛇口的全资下属公司，进一步增强了招商蛇口对于前海自贸投资的控制，有利于上市公司提高其在前海片区享有的资源价值。

图2 前海自贸投资及其下属公司股权关系



资料来源：公司 2020 年 6 月 8 日公告，海通证券研究所

2) 物流仓储业务

物流仓储业务主要为保税仓储租赁，面向物流供应链、跨境电商类企业提供保税仓库的租赁业务。目前，南油集团主要出租物业主要包括易港中心（W6 保税仓）、龙盛仓等。

投资建议：维持“优于大市”评级

招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。此次交易有利于增加公司对前海自贸投资的权益比例，增加公司享有的前海片区资源价值，加快前海蛇口自贸区的开发建设，夯实招商蛇口的综合竞争力。

考虑到此次交易标的的交易价格尚未确定，交易仍未完成，我们维持原有盈利预测，预测公司 2020、2021 年 EPS 分别为 2.38、2.73 元。按照公司 2020 年 6 月 8 日收盘价 16.89 元计算，对应 2020 和 2021 年 PE 为 7.10 倍和 6.19 倍。我们给予公司 2020 年 8-10XPE，目标价格区间为 19.04~23.80 元，较每股 RNAV（36.12 元）折让幅度为 34.1%~47.3%，维持“优于大市”评级。

表 3 A 股市场可比地产股（股价为 2020 年 6 月 8 日收盘价）

公司	股价		EPS（元/股）			PE（倍）			PEG
	（元/股）		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
万科 A	26.60	3.44		4.07	4.74	7.73	6.54	5.61	0.38
华发股份	6.94	1.32		1.67	2.04	5.26	4.16	3.40	0.17
新城控股	32.80	5.61		7.12	8.78	5.85	4.61	3.74	0.18
平均						6.28	5.10	4.25	0.24
招商蛇口	16.89	2.03		2.38	2.73	8.34	7.10	6.19	0.44

资料来源：Wind 数据，招商蛇口 EPS 为海通预测数据，其余 EPS 为 Wind 一致预期，海通证券研究所

备注：PEG=PE（2020E）/（2019-2021 年年复合增速*100）

风险提示： 1) 国内外宏观形势变化；2) 产业新城建设开发进度存在不确定性；3) 政府调控政策变化；4) 行业面临基本面下行风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	97672	115914	139645	164959
每股收益	2.03	2.38	2.73	3.25	营业成本	63829	78142	95064	111977
每股净资产	11.98	14.26	17.02	20.22	毛利率%	34.6%	32.6%	31.9%	32.1%
每股经营现金流	1.75	-0.88	-0.65	1.25	营业税金及附加	9200	10922	13157	15542
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
价值评估 (倍)					营业费用	2207	2666	3212	3794
P/E	8.34	7.10	6.19	5.19	营业费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
P/B	1.41	1.18	0.99	0.84	管理费用	1729	2023	2416	2862
P/S	1.37	1.15	0.96	0.81	管理费用率%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
EV/EBITDA	10.22	11.58	11.09	9.67	EBIT	20656	22104	25728	30701
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2773	3281	3874	4782
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%
毛利率	34.6%	32.6%	31.9%	32.1%	资产减值损失	-2092	903	-226	373
净利率	16.4%	16.3%	15.5%	15.6%	投资收益	10231	11591	13965	16496
净资产收益率	16.9%	16.7%	16.0%	16.1%	营业利润	26320	31455	35696	42970
资产回报率	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	营业外收支	-196	-150	-150	-150
投资回报率	4.0%	3.8%	3.9%	4.3%	利润总额	26124	31305	35546	42820
盈利增长 (%)					EBITDA	21937	19545	22771	27311
营业收入增长率	10.6%	18.7%	20.5%	18.1%	所得税	7267	8606	9811	11803
EBIT 增长率	-11.9%	7.0%	16.4%	19.3%	有效所得税率%	27.8%	27.5%	27.6%	27.6%
净利润增长率	5.2%	17.5%	14.7%	19.1%	少数股东损益	2824	3859	4118	5273
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	16033	18840	21617	25744
资产负债率	63.2%	65.3%	66.9%	67.3%					
流动比率	1.62	1.52	1.46	1.45	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.55	0.50	0.49	0.49	货币资金	75324	77000	80000	82000
现金比率	0.26	0.21	0.19	0.17	应收账款及应收票据	1811	2096	2525	2983
经营效率指标					存货	312207	363947	416718	460179
应收账款周转天数	6.71	6.50	6.50	6.50	其它流动资产	87908	107436	132415	159454
存货周转天数	1785	1700	1600	1500	流动资产合计	477249	550479	631658	704616
总资产周转率	0.16	0.16	0.17	0.18	长期股权投资	26593	36593	47593	59593
固定资产周转率	21.20	20.02	20.11	20.43	固定资产	4608	5791	6945	8074
					在建工程	819	1019	1219	1419
					无形资产	612	689	764	837
					非流动资产合计	140439	168418	198768	231651
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	617688	718897	830426	936267
净利润	16033	18840	21617	25744	短期借款	22170	38523	51287	43981
少数股东损益	2824	3859	4118	5273	应付票据及应付账款	35509	41622	51350	60205
非现金支出	3374	-3462	-2731	-3763	预收账款	83486	99686	120095	141865
非经营收益	-13886	-5584	-6423	-7968	其它流动负债	153843	182488	208780	239685
营运资金变动	5513	-20596	-21749	-9429	流动负债合计	295008	362319	431513	485736
经营活动现金流	13858	-6944	-5168	9858	长期借款	68835	78835	92835	110835
资产	-8097	-2138	-2236	-2334	其它长期负债	26474	28474	30874	33874
投资	-4563	-23007	-25009	-27010	非流动负债合计	95309	107309	123709	144709
其他	-498	11261	13685	16166	负债总计	390318	469628	555222	630446
投资活动现金流	-13158	-13884	-13560	-13178	实收资本	7916	7916	7916	7916
债权募资	97135	26352	26764	13695	普通股股东权益	94845	112885	134703	160047
股权募资	29723	0	0	0	少数股东权益	132525	136384	140501	145774
其他	-110610	-3849	-5036	-8375	负债和所有者权益合计	617688	718897	830426	936267
融资活动现金流	16248	22504	21728	5320					
现金净流量	16874	1676	3000	2000					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
金晶 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,浦东金桥,新湖中宝,世茂房地产,中华企业,光明地产,雅生活服务,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,金地集团,华发股份,招商蛇口,金融街,中国海外发展,融信中国,电子城,外高桥,北辰实业

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。