

招商蛇口 (001979)

强烈推荐

行业：

王者归来，巨擘启航

投资要点：

- ✧ **涅槃重生，家在情在。**招商局蛇口吸收合并招地重新上市，一家人终得大一统。深圳前海蛇口自贸区优质土储和房产资产注入上市公司，配套募资 125 亿优化债务和融资，主业聚焦三大板块：园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营业务，愿景成为“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”。
- ✧ **园区开发与运营：自贸区龙头，扩张起步。**前海蛇口自贸区开发企业主导力量，把握国家战略迎来历史性机遇，通过创新建设前海国际金融中心、蛇口再造升级滨海深港创业创新产业带、F2F 自贸商城等特色项目，打造我国自贸区名片。此外，目前在全国介入青岛、重庆等 5 个自贸区之外的特色产业项目。未来有望继续复制扩张。
- ✧ **社区开发与运营：升级智慧社区、介入大健康产业。**以原招地开发为主，但资产注入使得招商蛇口现有规划项目的土地储备增加至逾 1340 万方（估算权益建面，比原招地增近 40%），其中新增建面 300 多万方位于深圳，**这还不包括深圳前海蛇口片区近 510 万方土地使用权用地性质转变及旧项目改造带来容积率提升带来的土地的升值。**升级传统物业管理至智慧运营，通过联手法国大医疗养老机构介入前景广阔的养老产业，未来有望在社区增值和健康养老方面有所作为。
- ✧ **邮轮母港：乘行业东风，辟蓝海业务。**邮轮母港在国内是蓝海上的蓝海业务，行业正迎来高速发展期，而母港建设也将充分带动港口商贸等配套服务，提速港口附近土地价值释放。公司依靠集团资源抢占先机，在太子湾打造华南最大邮轮母港，探索盈利模式欲布局全国。
- ✧ **国企改革及一路一带等政策红利保驾护航，吸收合并上市王者归来。**树独特自贸区建设名片，造卓越城市综合开发和运营服务商，铸行业百年巨擘。三大主业协同升级发展，前瞻大招商业务大协同，后续将有更多优质资源注入及优化配置，长期高速增长及价值提升有保障。吸收合并增发后估算公司资产价值为 33 元/股，15-17 年 EPS0.84、1.06、1.29 元，对应 15-17 年 PE39x/31x/26x，看好其长中短期投资价值，上市目标价 33 元，对应停牌前 A 股价将有 30%涨幅，“强烈推荐”。
- ✧ **风险提示：**自贸区建设不及预期，行业及政策发生大的变化

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	45486	54093	66666	84279
收入同比(%)	31%	19%	23%	26%
归属母公司净利润	3205	6683	8399	10207
净利润同比(%)	15%	109%	26%	22%
毛利率(%)	39.6%	35.7%	33.8%	35.7%
ROE(%)	19.1%	22.5%	22.0%	21.1%
每股收益(元)	0.40	0.84	1.06	1.29
P/E	62.62	30.03	23.89	19.66
P/B	11.94	6.75	5.26	4.15
EV/EBITDA	20	18	14	11

资料来源：中国中投证券研究总部

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： 33

当前股价：

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股) 7,402

流通股本(百万股) 1,899

总市值(亿元)

流通市值(亿元)

成交量(百万股)

成交额(百万元)

股价表现



相关报告

《招商地产-资产重组倒计时，看骄阳崛起》2015-11-23

《招商地产-合并方案被认可，自贸区赋予青岛邮轮母港新活力》2015-10-27

《招商地产-合并升级，骄阳崛起》2015-09-23

目 录

一、涅槃重生，家在情在	5
1. 吸收合并，蛇口招地终一统.....	5
2. 主业聚焦，业务升级.....	6
3. 财务健康，资源为疆，崛起正当时.....	8
二、园区开发与运营：自贸区龙头，国内外复制扩张	10
1. 园区开发：产业集聚和升级的时代需求.....	10
2. 深圳自贸区：国家战略，招商破局.....	12
3. 打造自贸区名片：自贸商城、再造蛇口、前海金融中心.....	17
4. 全国扩张已迈出步伐.....	23
三、社区开发：31年品牌开发商，升级智慧社区与大健康运营	25
1. 优质资源整合，续演品牌开发商.....	25
2. 升级智慧社区服务.....	25
3. 涉足大健康产业.....	26
四、邮轮母港：乘行业东风，辟蓝海业务	26
1. 行业方兴未艾.....	26
2. 我国是邮轮旅游发展最快的新兴市场，消费潜力巨大.....	28
3. 招商蛇口太子湾，邮轮母港中的后期之秀.....	30
4. 背靠大树，抢占先机.....	32
五、大招商，大协同	34
六、盈利预测、估值与投资建议	35
1. 绝对估值.....	35
2. 盈利预测.....	36
3. 投资建议.....	36
4. 风险提示.....	36

图目录

图 1 招商蛇口吸收合并招商地产后股权结构变化.....	5
图 2 招商蛇口和招地整合后主业聚焦并升级.....	6
图 3 招商蛇口三大主业营收情况（亿元）.....	7
图 4 招商蛇口三大主业营收占比.....	7
图 5 三项业务毛利率对比.....	7
图 6 招商蛇口整体毛利率处于可比公司中间水平.....	7
图 7 少数股东减少、归母净利润增加.....	8
图 8 募资使得资产负债率下降约 5 个百分点.....	8
图 9 政府对产业集聚和产业升级的诉求催生园区开发的转型升级.....	11
图 10 自贸区、保税区示意图.....	12
图 11 我国现有四大自贸区布局.....	12
图 12 珠海横琴新区片区.....	14
图 13 广州南沙新区片区.....	14
图 14 前海蛇口自贸区区域及功能规划.....	14
图 15 跨境电商基本政策扶持历程.....	18
图 16 2010-2017 中国进出口贸易及跨境电商交易规模.....	18
图 17 招商自贸商城运营主体.....	19
图 18 招商自贸商城 F2F 节省中间链条.....	19
图 19 招商自贸商城核心理念.....	20
图 20 自贸商城计划发展步骤.....	20
图 21 招商自贸商城海上世界店入口.....	21
图 22 部分商品展示.....	21
图 23 招商自贸商城展示商品之一：昆斯勒酒庄 KUNSTLER 国宴名酒.....	21
图 24 蛇口片区产业发展变迁情况.....	22
图 25 蛇口滨海深港创业创新产业带蓝图.....	23
图 26 原招商地产土地储备分布.....	25
图 27 招商蛇口的土地储备分布.....	25
图 28 传统物业模式实现升级.....	26
图 29 全球邮轮泊位个数.....	27
图 30 投入使用的游轮数量也自 11 年来稳增长.....	27
图 31 主要航区客运量市场份额及变化.....	27
图 32 主要航区客运量市场份额及变化.....	28
图 33 我国母港接待邮轮航次快速增长.....	29
图 34 国内邮轮乘客人数.....	29
图 35 太子湾邮轮母港综合体效果图.....	32
图 36 太子湾邮轮母港工程建设规划.....	32
图 37 招商集团产业组成.....	34

表目录

表 1 合并后归母净利润增加、少数股东损益减少.....	8
表 2 招商局蛇口控股的境内土地使用权（除招商地产及其子公司）.....	9
表 3 深圳 2014 年来住宅公开市场出让住宅用地仅 5 块.....	9
表 4 深圳中心市区近 2 年商业用地土地出让.....	9
表 5 四个自贸区的定位.....	13
表 6 广东自贸区三个片区比较.....	13
表 7 深圳多政府部门为自贸区建设开绿灯.....	16
表 8 四个自贸区的定位.....	20
表 9 招商蛇口园区开发情况.....	24
表 10 北美最大的几家邮轮运营公司，游客中来自亚太地区的占比均有提升.....	28
表 11 邮轮行业政策支持加码.....	30
表 12 北美最大的几家邮轮运营公司，游客中来自亚太地区的占比均有提升.....	31
表 13 招地近年来获取邮轮母港附近土地情况.....	31
表 14 近年集团各方参与游轮母港建设业务动态.....	33
表 15 吸收合并后招商局蛇口控股资产价值估算.....	35
表 16 招商局蛇口前海蛇口自贸区土地价值评估.....	35
表 17 招商局蛇口深圳土地可规划建面.....	36

一、涅槃重生，家在情在

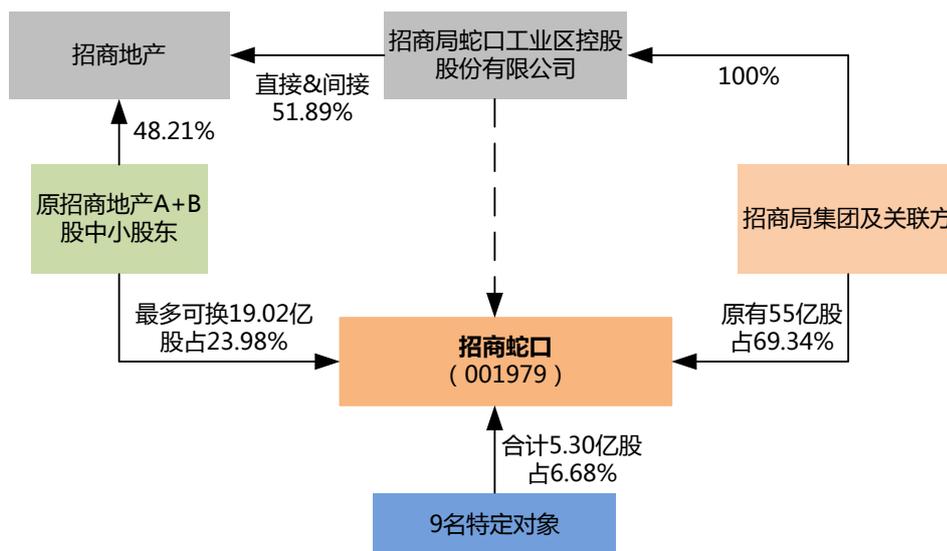
1. 吸收合并，蛇口招地终一统

停牌仅 5 个月，这场史无前例的重大资产运作方案便得到披露，由招商局蛇口控股换股吸收合并招商地产，募集配套资金 125 亿元；仅 8 个月，招商地产退市，招商蛇口 2015 年岁末重新上市，在自贸区建立一周年之际，为深化国有资本改革、为自贸区建设、为投资者交上一份令人惊叹的答卷。

招商地产是我国最早的房地产公司之一，也是招商局集团地产业务的旗舰公司，其前可追溯到蛇口工业区建设指挥部房地产科。1984 年注册成立蛇口工业区房地产公司，1993 年以蛇口招商港务的名义上市，2004 年更名为招商局地产控股股份有限公司，在 A 股市场走过 22 个年头，历经配股、增发、更名、股改直至最后的换股吸收合并，与大股东成大一统重新上市。

相比广为人知的招商地产，招商局蛇口控股则因未上市而隐于幕后不为周知。招商局蛇口按照其公司属性，可大致分成 3 个阶段：1) 前身阶段，追溯至 1979 年 4 月 1 日成立的蛇口工业区建设指挥部，打造蛇口工业区为中国改革开放的试验田；2) 有限责任公司阶段，1992 年注册成立全民所有制公司，1998 年 7 月改制为有限责任公司，此后多次增资和股权变更；3) 股份有限公司阶段：2015 年 6 月前再次改制，剥离招商局物流集团、招商局科技投资、招商局科技集团、蛇口消息报社、蛇口港公安局、蛇口电视台等子公司，改制为股份有限公司。剥离这部分资产聚焦主业，也为吸收合并招商地产做好铺垫。

图 1 招商蛇口吸收合并招商地产后股权结构变化



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 主业聚焦，业务升级

招商蛇口定位为“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”，以“再造新蛇口”和“前海蛇口自贸区建设运营”为核心，大力拓展特色产业园区以及邮轮港区经济带。公司下属**三大业务板块：园区开发与运营业务、社区开发与运营业务（原属招商地产主要业务）、邮轮产业建设与运营业务。**

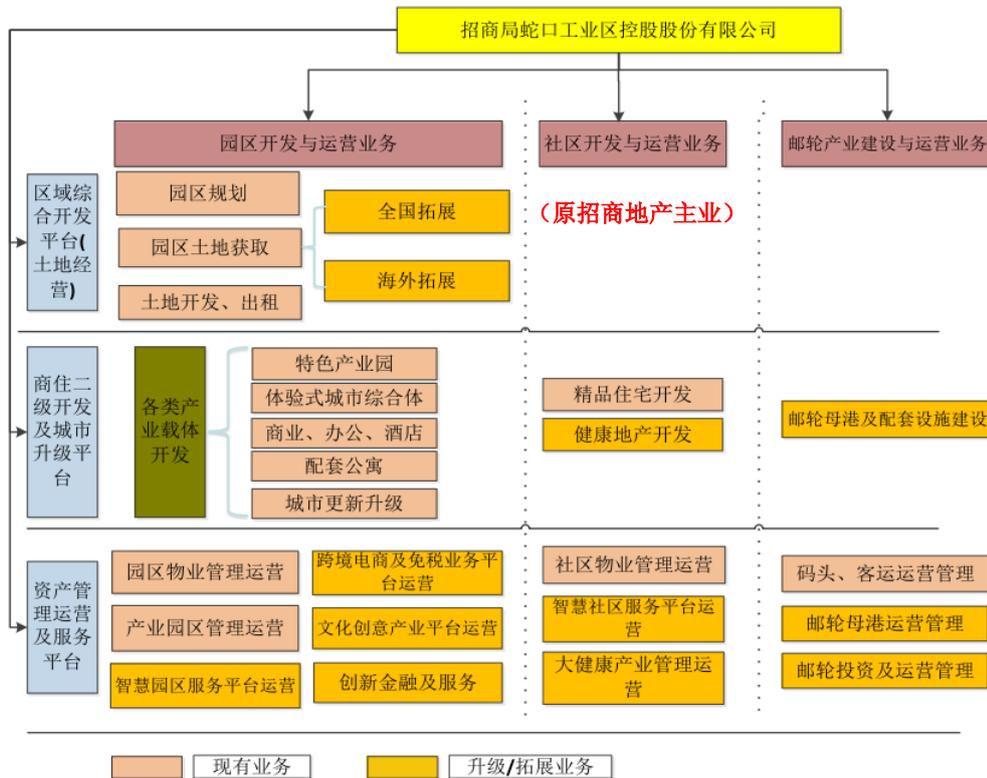
招商局蛇口控股根据各业务板块开发、运营等价值链环节设立了三大运营平台，即区域综合开发平台、商住二级开发及城市升级平台、资产管理运营及服务平台。

区域综合开发平台（土地经营）：该平台主要是负责公司新园区土地的获取、园区的总体规划及园区对外拓展等业务。

商住二级开发及城市升级平台：针对园区开发与运营业务，该平台主要是负责园区土地的二级开发以及老旧城区的升级改造业务；针对社区开发与运营业务，该平台主要是负责精品住宅的开发业务；针对邮轮产业及配套服务业务，该平台主要是负责邮轮母港及配套设施的开发建设业务。

资产管理运营及服务平台：针对园区开发与运营业务，该平台主要是负责园区物业管理运营、产业园区管理运营等；针对社区开发与运营业务，该平台主要是负责社区物业管理运营等；针对邮轮产业建设与运营业务，该平台主要是负责现有码头、客运的运营管理、邮轮母港的运营管理等。

图 2 招商蛇口和招地整合后主业聚焦并升级



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

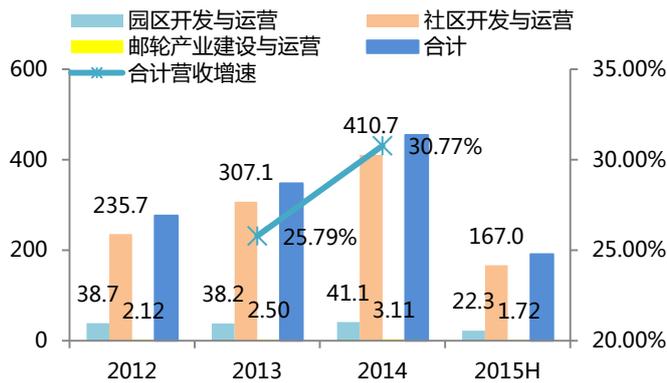
园区开发与运营业务：主要包括各类产业载体开发如特色产业园、体验式城市综合体、商业、办公及配套等以及园区管理运营等服务，还将借助自贸区优势打造跨境电商及免税业务、借助招商集团创新金融与服务，目前主要在深圳蛇口、前海、光明地区和青岛等地区开展；

社区开发与运营业务：主要由控股子公司招商地产负责实施，以精品住宅开发、社区物业管理运营为主；未来将升级智慧社区服务平台运营和大健康产业运营管理；

邮轮产业建设与运营业务：在原码头、客运运营管理基础上升级为邮轮母港及配套建设与经营、邮轮投资与运营等。

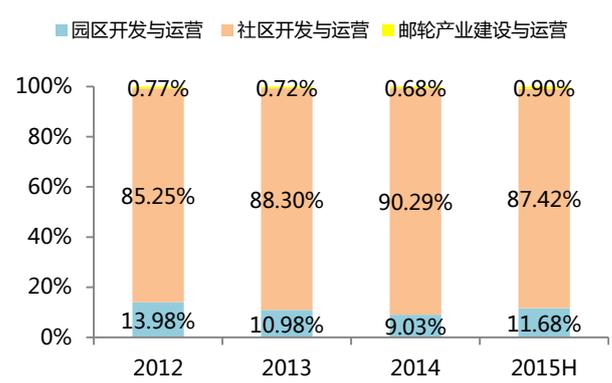
三大主业中，园区开发和邮轮产业刚刚起步，且前期投入会较大，因而从现有业务构成来看 社区开发与运营业务在收入中占比近 9 成 邮轮产业建设与运营尚不及 1%。从毛利率来看，公司社区开发与运营业务毛利率持续下滑，主要由于公司在珠三角地区之外市场的开拓，特别是二三线城市毛利空间有限。园区运营毛利企稳回升，而邮轮产业建设与运营业务毛利率持续提高，未来随着“港城联动”及“前港后园”模式的发展，毛利率有望进一步提升。

图 3 招商蛇口三大主业营收情况（亿元）



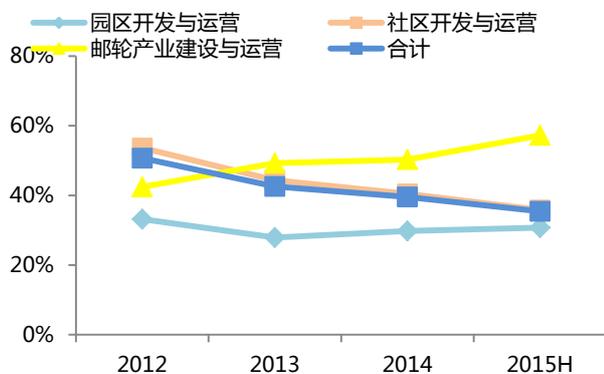
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 招商蛇口三大主业营收占比



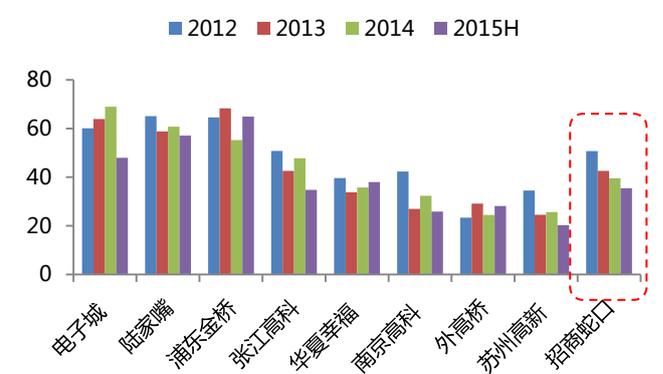
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 三项业务毛利率对比



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 招商蛇口整体毛利率处于可比公司中间水平



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 财务健康，资源为疆，崛起正当时

现有业务收入构成中，社区开发与运营业务占比近 9 成，而这部分主要是来自招商地产，与大股东招商局蛇口控股合并后，除招商局蛇口控股原享有的招商地产 51.89% 股权对应的所有者权益以外的剩余全部所有者权益将并入招商蛇口的财务报表中，归属于母公司所有者的净利润将增加，少数股东损益将下降。

截至 2015 年 6 月 30 日，招商局蛇口控股资产负债率已达 74.67%，虽然高于可比园区开发类公司，**但由于其中房地产开发的招商地产占主要部分，在地产开发中该覆盖率处于中等合理水平。**合并后新公司重新上市，自贸区建设未来发展所需资金得以从资本市场融资，引入特定对象并筹集 125 亿元，**有效优化公司资本结构，公司资产负债率将下降约 5 个百分点，财务成本也得以降低，有利于盈利水平的提升。**

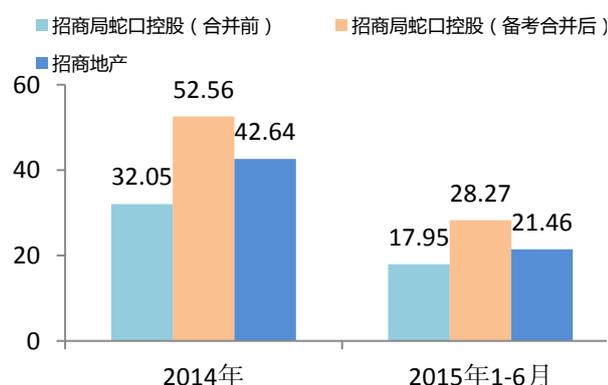
表 1 合并后归母净利润增加、少数股东损益减少

单位：万元，%

项目	2015 年 1-6 月			
	招商局蛇口控股	存续公司	变动金额	变动比例
归属于母公司所有者的净利润	179,523.50	282,743.61	103,220.11	57.50
少数股东损益	131,211.70	27,991.59	-103,220.11	-78.67
项目	2014 年度			
	招商局蛇口控股	存续公司	变动金额	变动比例
归属于母公司所有者的净利润	320,457.65	525,581.20	205,123.55	64.01
少数股东损益	338,119.63	132,996.08	-205,123.55	-60.67

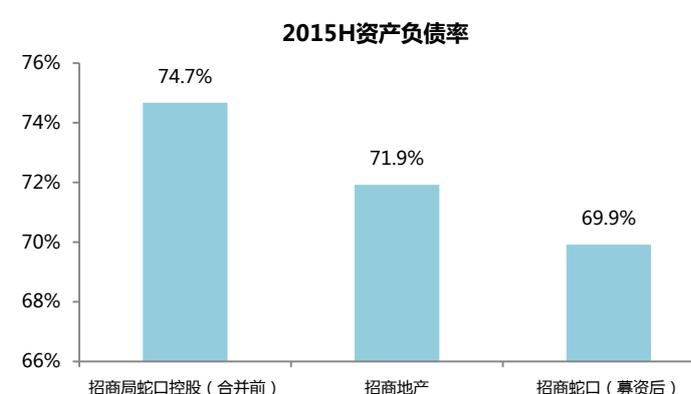
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 7 少数股东减少、归母净利润增加



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 募资使得资产负债率下降约 5 个百分点



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

截至 2015 年 6 月 30 日，除拥有的在建工程项目用地及已取得权属证书的房产所对应的土地使用权之外，招商局蛇口控股（不含招商地产及其子公司）拥有 302 项

境内土地使用权，占地面积共计 510.55 万平方米。房产方面共 139 万平方米。

深圳市中心区位的土地资源早已面临枯竭，近期土地出让最高单价已达近 8 万元/平米。得天独厚，招商局蛇口在深圳前海蛇口等地区却有着 500 多万方的土地使用权，预计可规划建面近 1500 万方。这些土地取得时间较早，成本极为低廉，即使考虑补缴地价款等因素成本仍然将显著低于市价。同时，随着前海和蛇口自贸区的开发，以及人们对深圳这个城市发展前景的看好，公司在这些区域的土地和房产大多位于城市建设核心区位，有着极大的增值空间！招商局蛇口深圳的多年深耕，积累了丰富的城市综合开发运营经验，并与政府及相关部门建立了良好的合作关系，享受自贸区政策红利催化，加速资产价值的释放，长期高增长可期。

在新兴的邮轮产业建设与运营业务上，公司亦独领风骚。我国需求端居民消费能力的提升和消费升级的需要，供给端旅游配套资源初步成型，同时国家政策支持行业发展、鼓励相应旅游度假消费，邮轮母港业务已经迎来行业的春天。邮轮母港的开发可带动相关配套的旅游、商业办公、居住的城市综合体等等的大发展，后文我们将详细论述。公司在深圳太子湾邮轮母港的建设初具雏形，与此同时，依托招商局集团在全国乃至全球多个港口的运营经验和布局，有望在这一国内新兴业务上持续领先。

表 2 招商局蛇口控股的境内土地使用权（除招商地产及其子公司）

	已取得权属证书土地面积 (万平方米)	未取得权属证书土地面积 (万平方米)	用地性质	合计土地面积 (万平方米)
蛇口片区	6.13	215.37	工业、商住、物流等	221.5
前海片区	122.52	108.64	物流为主	231.16
太子湾片区		53.28	商住为主	53.28
龙盛片区	4.62		仓储	4.62
小计	133.27	377.28		510.55

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 深圳 2014 年来住宅公开市场出让住宅用地仅 5 块

地块名称	区县	占地面积 (万平)	规划建面 (万平)	成交楼面价 (元/平米)	成交日期
罗湖区桂园街道	罗湖区	4.72	19.35	4589.59	15/02/06
龙华新区民治办事处辖区	宝安区	4.66	18.65	25093.83	14/10/22
坪山新区中山大道以南、振环路以西、锦龙大道以东	龙岗区	3.69	16.61	18241.91	15/12/22
宝安区尖岗山片区	宝安区	2.75	5.77	51330.96	15/12/25
宝安区尖岗山片区	宝安区	2.14	3.43	79906.68	15/12/25

资料来源：CREIS、中国中投证券研究总部

表 4 深圳中心市区近 2 年商业用地土地出让

地块名称	区县	规划用途	建设用地面积 (万平)	规划建面 (万平)	楼面价 (元/平米)	竞价截止日期	出让方式
大鹏新区大鹏街道下沙社区	龙岗区	商服综合	42.96	51.60	10465	2014-04-09	挂牌
龙岗区龙城街道	龙岗区	商服综合	19.27	58.31	7198	2015-12-02	挂牌
龙华新区民治办事处辖区	宝安区	商业	10.99	17.58	17294	2014-12-10	拍卖
龙华新区民治办事处	宝安区	商业综合	8.63	57.79	19467	2015-09-23	挂牌

请务必阅读正文之后的免责条款部分

龙岗区龙城街道	龙岗区	商业综合	6.45	25.06	7047	2014-02-27	挂牌
前海深港现代服务业合作区							
一单元 1 街坊	南山区	商办	3.97	47.70	28113	2014-01-23	招标
前海深港合作区七单元 1 街坊	南山区	商业	3.25	19.50	19795	2015-01-09	挂牌
南山区滨海大道以北,深湾一路以东	南山区	商服	2.99	26.10	13598	2014-01-26	挂牌
一单元 04 街坊	南山区	商办	2.49	19.00	8138	2014-05-22	拍卖
二单元 05 街坊 09、10、11 地块	南山区	商办	2.43	17.20	9151	2014-05-22	拍卖
宝安中心区	宝安区	商办	2.27	13.63	24344	2014-03-12	挂牌
宝安中心区	宝安区	商办	2.07	16.79	28774	2014-05-15	挂牌
二单元 05 街坊 01、02 地块	南山区	商办	1.51	8.00	8077	2014-05-22	拍卖
九单元 03 街坊 03 地块	南山区	商办	1.00	14.00	13935	2014-05-22	拍卖
前海深港现代服务业合作区							
九单元 03 街坊 01 地块	南山区	商业	0.80	7.00	14014	2015-09-22	挂牌
福田区深南香蜜立交西北侧	福田区	商业	0.69	0.59	77759	2015-04-16	拍卖
前海深港合作区十九单元 3 街坊	南山区	商办	0.63	3.50	20000	2014-08-29	拍卖
前海深港合作区十九单元 3 街坊	南山区	商办	0.61	7.60	17368	2014-08-29	拍卖
宝安中心区	宝安区	商办	0.60	3.62	22367	2015-09-16	挂牌
前海深港合作区十九单元 3 街坊	南山区	商办	0.58	3.50	20286	2014-08-29	拍卖
前海深港合作区十九单元 3 街坊	南山区	商办	0.53	5.40	19630	2014-08-29	拍卖
光明新区田寮玉律片区	宝安区	商服	0.46	1.39	11896	2015-11-18	挂牌
宝安中心区	宝安区	商业	0.46	5.52	21619	2015-12-08	挂牌
宝安中心区	宝安区	商业	0.41	2.44	17910	2015-12-08	挂牌
南山区后海中心区	南山区	商业	0.36	6.12	21176	2015-05-27	挂牌

资料来源：CREIS、中国中投证券研究总部

二、园区开发与运营：自贸区龙头，国内外复制扩张

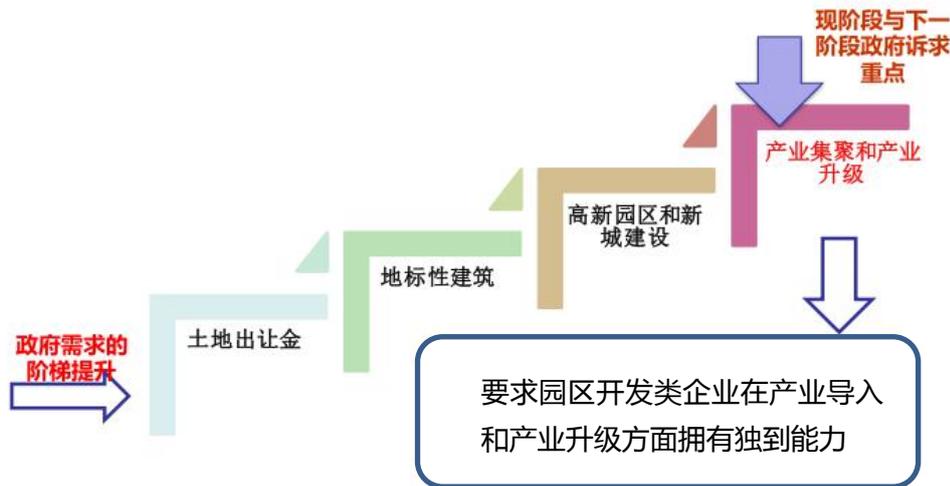
1. 园区开发：产业集聚和升级的时代需求

园区（开发区）是指在一定的产业政策和区域政策的指导下，以土地为载体，通过提供基础设施、生产空间（如写字楼/研发楼/厂房/仓库/技术平台等）及综合配套服务，吸引特定类型、特定产业集群的内外资企业投资、入驻，形成技术、知识、资本、产业、劳动力等要素高度集结并向外围辐射的特定区域。**国家设立园区（开发区）的初衷是集中人力、物力、财力等资源在特定的区域打造一个优越的投资环境**，经过三十多年的发展，形成了一定规模，并由传统产业向高新技术产业不断转型，“产城融合”成为发展趋势。

而园区的运营也从单纯的土地运营向综合的“产业开发”和“氛围培育”转变，开发公司受益也从传统地产开发的土地增值和开发销售赚取差价转变为城市综合体业态的开发和产业服务运营（含招商引资、智慧园区服务平台、免税业务、跨境电商、文化创意等等）。

我国的园区（开发区）是伴随着改革开放的步伐而产生和发展的，招商蛇口早期开发的蛇口工业区成为中国现代开发区的雏形。1979 至今，招商局深耕 36 年，将边陲小渔村发展成为年产值超过 600 亿、人均 GDP 逾 30 万的国际化滨海城区，创办和孵化了一大批优秀企业，积累了丰富的城市开发与运营经验。企业与政府、金融机构、实业单位的良好合作关系以及“大招商”的全方位协同，招商蛇口在产业导入和产业升级方面塑造独到的能力，满足中央和地方诉求，在自贸区建设、全国同类园区拓展中将发挥标杆作用。

图 9 政府对产业集聚和产业升级的诉求催生园区开发的转型升级

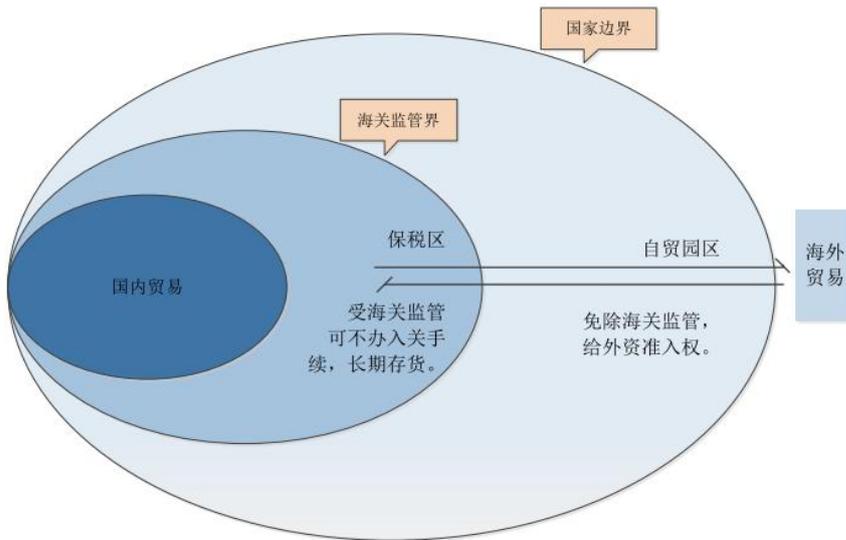


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

自由贸易区(Free Trade Zone ,简称“自贸区”)是一种国家战略导向的特殊园区。它是指由国家指定的交易贸易区，比世贸组织相关规定更加优惠的贸易安排；在主权国家或地区的关境内外，划出特定的区域，准许外国商品豁免关税自由进出，实质上是采取自由港政策的关税隔离区。狭义仅指提供区内加工出口所需原料等货物的进口豁免关税的地区，类似出口加工区；广义还包括自由港和转口贸易区。

我国自贸区建设是为顺应新常态下中国经济转型和深化改革而生，党的“十七大”把自贸区建设上升为国家战略，党的“十八大”提出要加快实施自贸区战略。党的十八届三中全会提出要以周边为基础加快实施自贸区战略，形成面向全球的高标准自贸区网络。自 2013 年 8 月中国首个自贸区中国（上海）自由贸易试验区设立后，以上海蓝本为基础，加上地方的特点来制定具体方案，构建了天津、广东及福建自贸区形成四个沿海自贸区的布局。内陆自贸区也在申请当中。

图 10 自贸区、保税区示意图

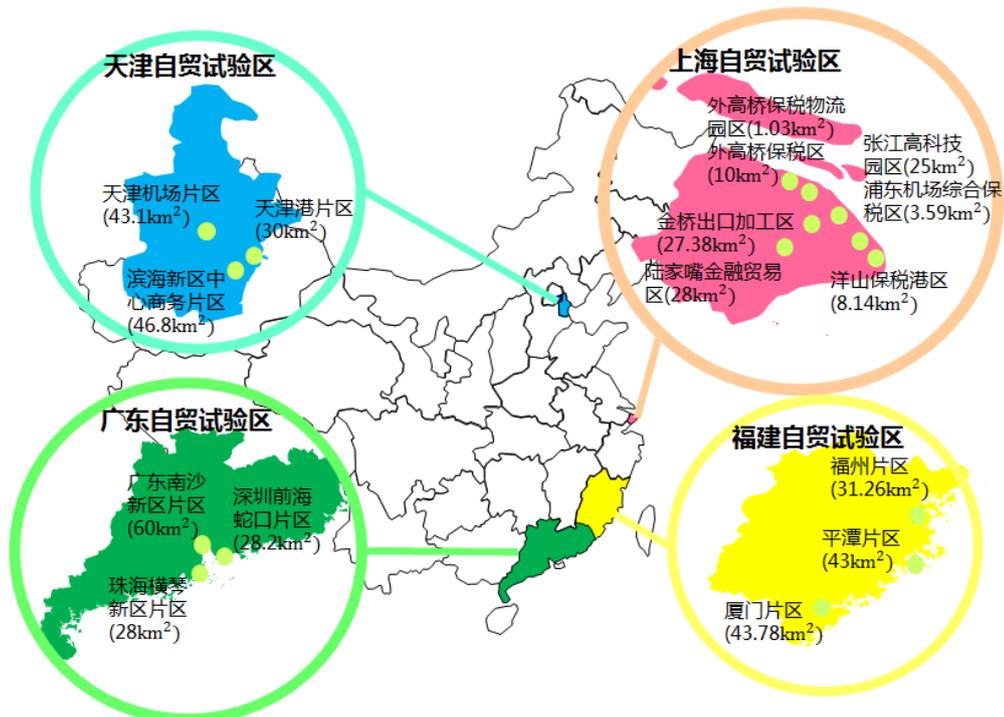


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 深圳自贸区：国家战略，招商破局

我国现有沪、津、粤、闽四个沿海自贸区布局，战略定位各不相同。广东自贸区的整体定位为“粤港澳深度合作示范区、21 世纪海上丝绸之路重要枢纽和全国新一轮改革开放先行地”。

图 11 我国现有四大自贸区布局



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 5 四个自贸区的定位

自贸区	区域位置	战略定位
上海自贸区	综合保税区、陆家嘴金融片区、金桥开发片区、张江高科技片区	培育国际化和法治化的营商环境,力争建设成为具有国际水准的投资贸易便利、货币兑换自由、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区,为我国扩大开放和深化改革探索新思路和新途径,更好地为全国服务。
天津自贸区	天津港片区、天津机场片区、滨海新区中心商务片区	以制度创新为核心任务,以可复制可推广为基本要求,努力成为京津冀协同发展高水平对外开放平台、全国改革开放先行区和制度创新试验田、面向世界的高水平自由贸易园区。
福建自贸区	平潭片区、厦门片区、福州片区	围绕立足两岸、服务全国、面向世界的战略要求,充分发挥改革先行优势,营造国际化、市场化、法治化营商环境,把自贸试验区建设成为改革创新试验田;建设 21 世纪海上丝绸之路核心区;打造面向 21 世纪海上丝绸之路沿线国家和地区开放合作新高地。
广东自贸区	广州南沙新区片区、深圳前海蛇口片区、珠海横琴新区片区	依托港澳、服务内地、面向世界,将自贸试验区建设成为粤港澳深度合作示范区、21 世纪海上丝绸之路重要枢纽和全国新一轮改革开放先行地。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

广东自贸区于 2014 年 12 月 31 日经国务院正式批准设立,实施范围 116.2 平方公里,涵盖三个片区:广州南沙新区片区、深圳前海蛇口片区、珠海横琴新区片区 28 平方公里。由于所处区位、经济基础有别,三个自贸区定位各有侧重。

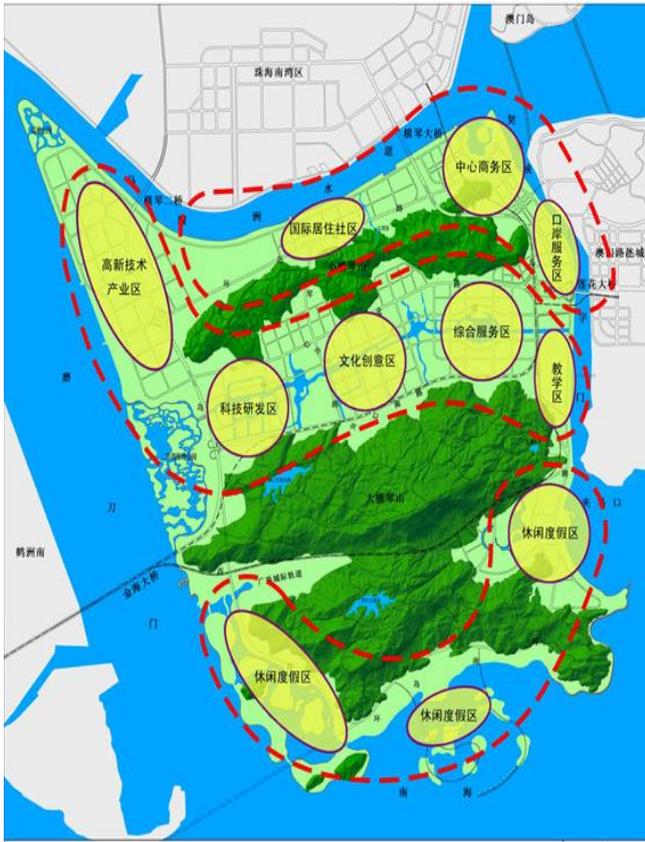
前海蛇口自贸区作为是广东自贸试验区发展最快的自贸片区以及中国自贸区的战略重要组成部分,该片区的定位为“建设我国金融业对外开放试验示范窗口、世界服务贸易重要基地和国际性枢纽港”。前海蛇口自贸区是唯一一个由地方政府与央企共同推进建设的自贸片区,**招商蛇口作为前海蛇口片区的主要建设主体,政府赋予其崇高的战略重任,也迎来企业发展的历史性机遇。**

表 6 广东自贸区三个片区比较

	广东南沙新区片区	深圳前海蛇口片区	珠海横琴新区片区
概况	60 平方公里(含广州南沙保税港区 7.06 平方公),共 7 个区块,分为中心板块、海港板块、庆盛板块。	28.2 平方公里,分为前海区块(15 平方公里,含前海湾保税港区 3.71 平方公里)和蛇口区块(13.2 平方公里)。	位于珠海市南部,距离香港 34 海里,与澳门一河相望。总面积 28 平方公里,与珠海横琴新区 2020 年前的规划开发建设用地相当。
侧重点	面向世界先进发达国家,建设以生产性服务业为主导的现代产业新高地和具有世界先进水平的综合服务枢纽	推动粤港深度合作,建设我国金融业对外开放试验示范窗口、世界服务贸易重要基地和国际性枢纽港	推动粤澳深度合作,建设文化教育开放先导区、国际商务服务休闲旅游基地和促进澳门经济适度多元发展的新载体
非海关监管区域	探索体制机制创新,积极发展现代服务业和高端制造业		探索有关货物贸易便利化和现代服务业发展的制度创新
海关监管区域	保税港区以货物贸易便利化为主要内容的制度创新,开展国际贸易和保税服务等业务		

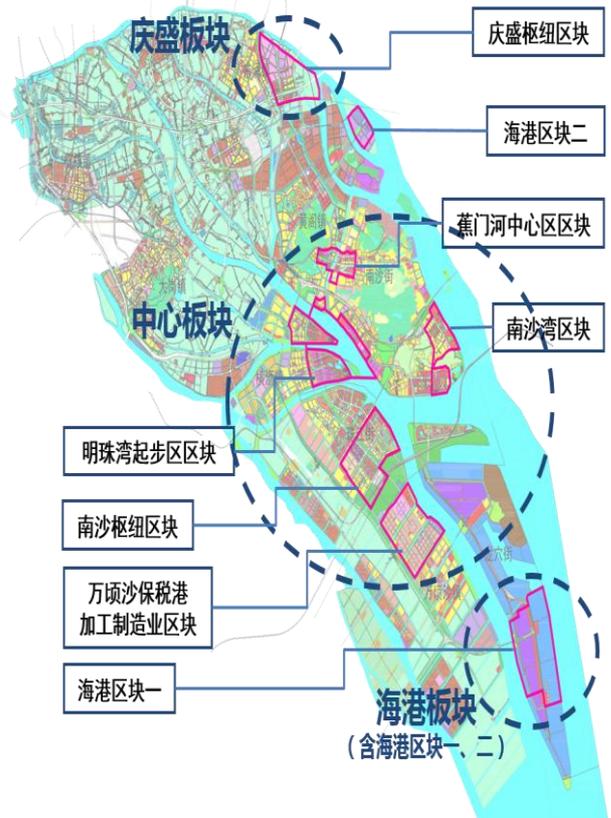
资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部整理

图 12 珠海横琴新区片区



资料来源：自贸区官网、中国中投证券研究总部

图 13 广州南沙新区片区



资料来源：自贸区官网、中国中投证券研究总部

根据产业形态前海蛇口自贸区可分为三个功能区：

一是前海金融商务区，主要承接服务贸易功能，重点发展金融、信息服务、科技服务和专业服务，力求打造我国金融业对外开放试验示范窗口、亚太地区重要的生产性服务业中心；

二是以前海湾保税港区为核心的深圳西部港区，重点发展港口物流、国际贸易、供应链管理与高端航运服务，承接货物贸易功能，力求打造国际性枢纽港；

三是蛇口商务区，重点发展网络信息、科技服务、文化创意等新兴服务业，与前海区块形成产业联动、优势互补。

图 14 前海蛇口自贸区区域及功能规划



资料来源：自贸区官网、中国中投证券研究总部

前海蛇口自贸区建设，集政府和企业力量，政策红利催化，得天时享地利拥人和，比较优势极为突出：

第一，区位还是区位。前海蛇口自贸片区位于“香港—深圳—广州”这三大城市构建的国家化大都市圈核心位置上，再往大看它处于中国与东盟的几何中心。珠江湾出口，区域发展主轴与沿海功能拓展带的十字交汇处，紧邻香港和深圳机场，位处 4.5 小时飞行圈。同时，深圳与香港共同构建了全球货运吞吐量最大的港口群，具有发展跨境贸易的天然条件。

第二，政策聚焦，国家战略中心。前海自贸试验区是国家唯一深港现代服务业合作平台，是“一带一路”的重要战略支点，集深港合作、一路一带、自贸试验区三大国家战略于一身，具有独特的政策优势和改革开放战略优势。

前海片区前身是前海深港合作区，2010 年 8 月 26 日，国务院正式批复了《前海深港现代服务业合作区总体发展规划》，2011 年 3 月，国家正式将深圳前海开发纳入“十二五”规划纲要。2012 年底，习近平主席在十八大之后离京考察的第一站便来到前海，2015 年 1 月初李克强总理亲自启动深圳前海微众银行，对小微金融创新大力支持。中央对前海地区的重视，就是要利用前海粤港合作平台，建设粤港现代服务业创新合作示范区，加深香港与内地服务业合作，支持香港发展、推进香港与内地互通。

蛇口片区与香港在贸易、金融、法律、人员交流等方面拥有全方位合作关系，双方已建立常态化互访机制。产业合作方面，目前，香港已有 2700 多家企业入驻前海蛇口自贸片区，前海蛇口片区也正借鉴香港经验，为对外经贸往来打造国际化、市场化、法制化的营商环境。

同时深圳是 21 世纪海上丝绸之路的重要战略支点，3 月份三部委联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，其中两处提及前海，重视“前海合作论坛”这一平台的建设性作用。

第三，改革创新的历史基因。深圳是中国改革开放的发源地，体制机制创新的试验场，产业转型升级的先行区。深圳各部门也积极创新管理，为前海建设大开绿灯。

表 7 深圳多政府部门为自贸区建设开绿灯

相关单位	政策措施要点
	海关今年 7 月以来共出台支持和促进前海蛇口自贸片区建设发展的 30 项措施，目前各项措施正在逐步落实推进中。包括： 建立海关监管系统与跨境电子商务平台互联互通机制，完善跨境电子商务管理模式；支持自贸试验区开展研发设计、检测维修等保税服务等。
深圳海关	
深圳市国税局	对自贸区内出口企业试行退税全程无纸化管理，在全市率先应用网上无纸化办税。
深圳市地税局	将前海作为税收改革创新的试验田和窗口，创新服务包括：新商事主体直接网上办税；建设智能化纳税咨询平台；取消税收管理员制度；取消前置审批备案、加强事后管理模式等。
深圳出入境检验检疫局	对“一带一路”沿线国家以及与中国签订自贸协定国家的特色贸易产品，实行“合格假定放行”的绿色通关模式；推进深港、深澳检测结果互认，率先在红酒、麦当劳相关产品实现“一张证书深港直通”；推行“属地备案、口岸签证”的一体化签证模式，推动国际中转、现代物流业务发展；对符合条件的企业实施风险监测、信用管理，降低查验率，实现快速检验放行等。
深圳海事局	试点取消海员外派机构资质、船员服务机构资质审批，允许香港航运企业进入船员服务市场；扩大航运服务业对外开放，推动香港中英船舶管理公司进驻自贸区；与深圳国际仲裁院紧密合作，在海事仲裁领域建立了“调解+仲裁”工作机制。
	第一，准入方式更加简化，在区内增设或升格银行分支机构不再受该行在深圳地区年度网点总计划的限制；机构设立，实行事后报告制；在管理型支行担任主要负责人，实行事后报告制。
深圳银监局	第二，创新支持更加明确。一是努力促成银监会同意允许取得离岸银行业务资格的中资商业银行总行授权区内分行开办离岸业务。二是鼓励各银行业金融机构积极争取总行或总部给予自贸试验区机构更多自主权和必要支持。
	第三，事中事后监管趋于强化。在非现场监管报表体系中增加自贸区业务特色监测报表，探索完善符合区内银行业风险特征的监控指标，试行自贸区新产品（业务）首单统计报告制度。
深圳市市场和质量监督管理委员会	设立“一口受理”服务平台，首创多证联办模式，提升效率服务外资； 监管创新，措施包括：建立消费纠纷快速解决机制；在自贸区主要经营场所建立和解示范企业；推动建立消费维权社会共治制度，以“互联网+”思维模式，创新建立消费者权益保护服务站网点等。
前海合作区人民法院	建立外国及港澳台法律查明机制，依法保障涉外和涉港澳台案件当事人适用法律的意思自治。积极打造自贸区与合作区司法品牌，提升国际司法公信力。
深圳市人民检察院	探索“互联网+”检察工作新模式。探索实行特殊案件的跨行政区划管辖，由前海检察院统一负责全市知识产权刑事案件的办理，全市涉外、涉港澳台民商事案件的法律监督工作等，实现检察监督工作的集约化、专业化，提高司法效率、增强司法统一。
深圳保监局	支持研究探索巨灾保险机制： 支持在自贸试验区试点设立外资专业健康保险机构。支持保险公司在自贸试验区内设立分支机构，开展人民币跨境再保险业务，支持研究探索巨灾保险机制。支持自贸试验区保险机构开展境外投资试点，积极研究在自贸区试点扩大保险机构境外投资范围和比例。支持国际著

名的专业性保险中介机构等服务机构以及从事再保险业务的社会组织和个人在自贸试验区依法开展相关业务。取消在沪航运保险营运中心、再保险公司在自贸试验区内设立分支机构的事前审批，由保监局实施备案管理。取消自贸试验区内保险支公司高管人员任职资格的事前审批，由保监局实施备案管理。

资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部整理

3. 打造自贸区名片：自贸商城、再造蛇口、前海金融中心

招商蛇口目前所开发经营的园区主要包括深圳蛇口、前海、光明片区和山东青岛片区等，其中蛇口和前海自贸区是当前主要开发内容。招商蛇口目前在太子湾和蛇口地区的约 275 万方土地储备属于蛇口商务区，而在前海地区的 230 万方土地储备主要位于前海妈湾片区。

除了深圳自贸区建设的固有优势，招商蛇口在前海和蛇口自贸区建设中独享多个无可比拟的**特殊优点**：

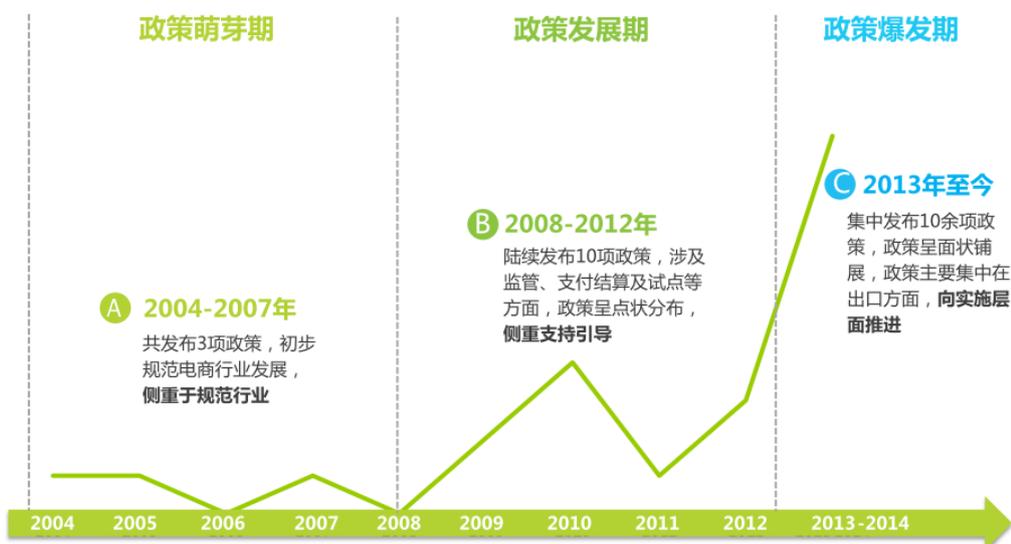
- 唯一一个以企业身份参与到建设自贸区并占据主导力量的开发主体，蛇口片区本就是公司招商局集团以企业的名义单独开发的工业区。深耕蛇口多年，拥有丰富的园区开发运营经验。
- 依托招商局集团的影响力、全牌照的金融服务、优质客户资源及“大招商”多业态的业务协同，优势资源集中。
- 与政府关系良好，享受政策扶持。招商系与深圳政府有着悠久的历史，而且本次广东自贸区前海蛇口片区管委会人选中，**招商局集团副总经理、蛇口工业区公司董事长孙承铭任常务副主任**，而主任和另一副主任分别由市委常委、市政府党组成员田夫和前海管理局副局长何子军担任。这将非常有利于在自贸区为公司争取政策便利。

打造自贸区名片，建设特色自贸区，除了属性定位上与其他自贸区有所差别，招商蛇口也为之带来新的特色：

特色一：F2F 招商自贸商城，跨境电商新锐

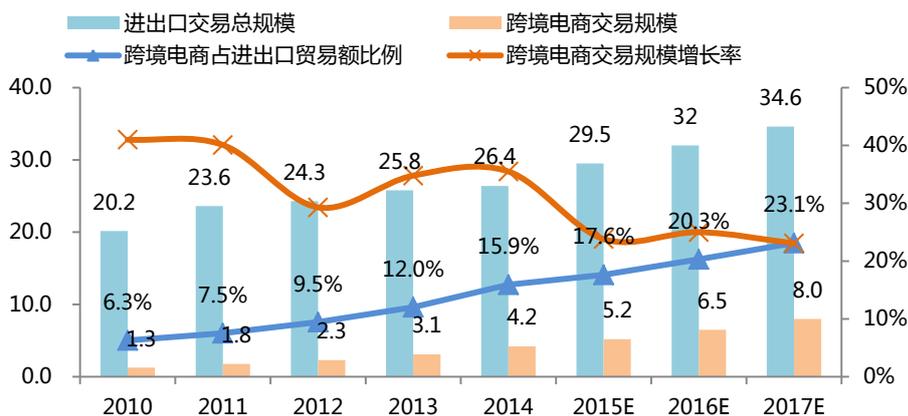
跨境电商行业方兴未艾。2011 年至今，跨境电商交易规模始终保持 30%左右的稳定增长，跨境电商占进出口贸易总额的比重逐年递增。2014 年，我国跨境电商交易规模为 4.2 万亿元，同比增长为 35.5%，占进出口贸易总额的 15.9%。与此同时，跨境电商政策支持力度不断加大，利好政策全面铺展。

图 15 跨境电商基本政策扶持历程



资料来源：艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

图 16 2010-2017 中国进出口贸易及跨境电商交易规模



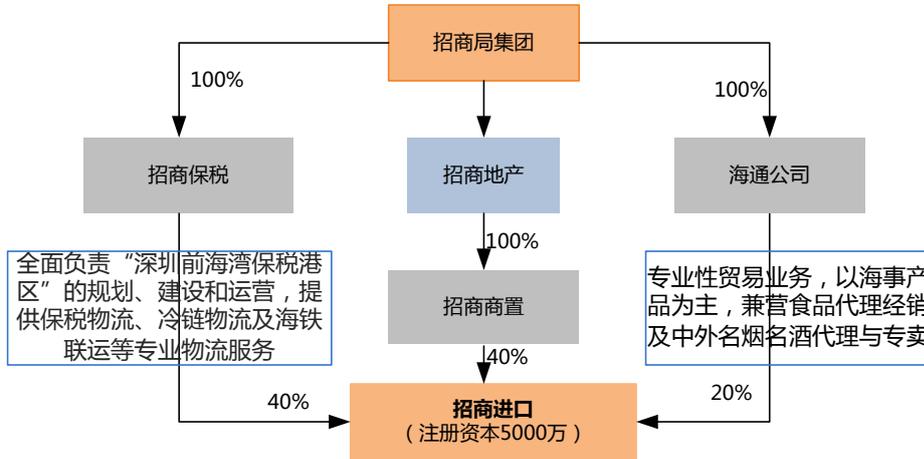
资料来源：国家统计局、艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

传统的跨境电商进出口的流程看，生产商或制造商将生产的商品在跨境电商企业的平台上上线展示，在商品被选购下单并完成支付后，跨境电商企业将商品交付给物流企业进行投递，经过两次（出口国和进口国）海关通关商检后，最终送达消费者或企业手中，也有的跨境电商企业直接与第三方综合服务平台合作，让第三方综合服务平台代办物流、通关商检等一系列环节，从而完成整个跨境电商交易的过程。进口的流程除了与出口流程的方向相反外，其他内容基本相同。

招商蛇口打造 F2F 跨境“直达”商贸平台。招商自贸商城项目开发主体是招商局（深圳）进口商品有限公司（简称“招商进口”）。招商进口由深圳招商商置投资有限公司（简称“招商商置”，招商地产全资子公司）、招商局保税物流有限公司（简称“招商保税”，招商局国际控股子公司）、香港海通有限公司（简称“海通公司”，招商

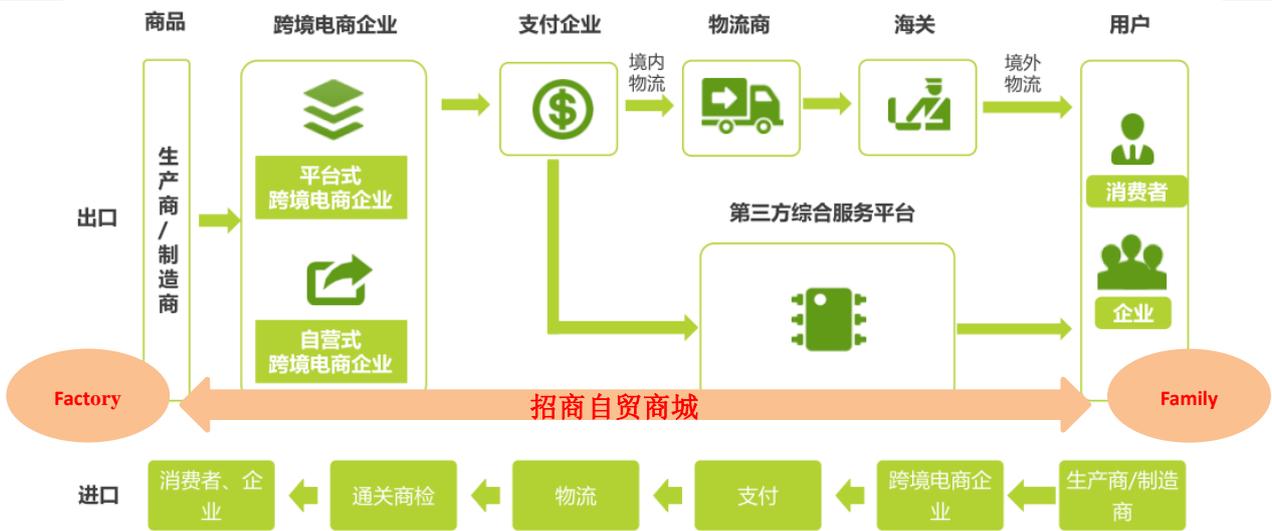
局集团全资子公司)共同出资设立,注册资本 RMB5,000 万元。从股东的主营业务就可以发现,招商自贸商城在集团内部就打通了从货源、船运、报关、仓储、物流整个系统,节省相关链条费用,真正做到 Factory to Family。

图 17 招商自贸商城运营主体



资料来源：公司公告、网络资料、中国中投证券研究总部

图 18 招商自贸商城 F2F 节省中间链条



资料来源：艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

依托招商局集团的品牌公信力与企业形象,以自贸区的贸易便利化为基础,以保税港区特殊监管区为依托,引入国内外及香港等合作伙伴,经营高人气、高价值的进口消费品,建成汇聚全球的进口商品直销中心。**经营分线上线**下:线下方面,在自贸区内建成名品汇、香港城,吸引国外及香港地区商家驻,展示进口商品,为消费者提供线下体验便利;线上方面,搭建 B2C 和 O2O 电商平台,吸引国外商家入驻,为全国范围内消费者提供下单、支付服务。

公司依托招商局集团,拥有海量优质客户基础、保税仓储物流通关服务能力、全牌

照的金融服务资质、商业地产运营服务经验，具备快速建立进口商品综合服务平台的资源基础，项目成熟后，将产生可观的线下物业提成收入、线上平台收入，盈利能力较强。

自贸商城不仅为国内客户提供优质直销商品，也为国外产品供应商提供了直销渠道。招商蛇口就如“8”字结的桥梁，连接着两端的客户：一段是需求方，如招商局集团的优质客户，与我们共享资源；另一端是产品提供方，如海外产品生产商。

结合跨境电商、进出口商品直销等方式，打造世界名品中心，并以国家地区馆的模式，汇集德国生活体验馆、澳洲集市、地中海风情、香港城、台湾馆等多类创新商业体验，并引进香港知名商家进驻香港城。

第一家线下体验店招商自贸商城海上世界体验店于12月初对外开放，现有展示商品包括食品、饮料、名酒、厨具等，国家馆中德国馆初步展示。招商自贸商城对每一款商品的选取非常之严格，一手渠道，直接链接国际优质品牌与消费者，提供高质价比的特色进口商品，省去中间环节各种差价。根据我们实地参观及听取商场工作人员介绍，展出商品以高端、稀有产品为主，深受来访客户喜爱；部分产品比海外代购便宜30%-50%，价格极具吸引力。

表 8 四个自贸区的定位

区域位置	战略定位
跨境电商（香港城）	建立跨境电商平台，售卖受内地欢迎的消费品。商品以香港实体店相同港币价格进行网络销售，由消费者缴纳行邮税，商品以物流方式配送内地，内地消费者可以足不出户享受同价香港商品。线下方面，在特定的海关监管区开放香港城，由香港零售商开设体验店
进口商品直销	通过保税港区内外的代理商和国外的厂家进行直供直销模式，降低零售价格，将节省的流通成本让利给消费者。
国家馆	通过设置国家馆、洲际馆和保税区的贸易商平台，把国外优质产品和服务带入中国，深度挖掘保税进口功能的业态及商品，积极推广其国家文化及旅游景点及其国家的移民留学、医疗保健、法律、金融咨询服务
保税展示交易	引入“分批出区、集中报关”功能，进行保税商品的展示、交易，3个月内未出售的商品将返回保税区，继续进行保税仓储和转运。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 19 招商自贸商城核心理念



资料来源：公司调研、中国中投证券研究总部整理

图 20 自贸商城计划发展步骤



资料来源：公司调研、中国中投证券研究总部

图 21 招商自贸商城海上世界店入口



资料来源：公司调研、中国中投证券研究总部整理

图 22 部分商品展示



资料来源：公司调研、中国中投证券研究总部

图 23 招商自贸商城展示商品之一：昆斯勒酒庄 Kunstler 国宴名酒



资料来源：公司调研、中国中投证券研究总部

2) 特色二：蛇口片区——“再造新蛇口”，产业升级

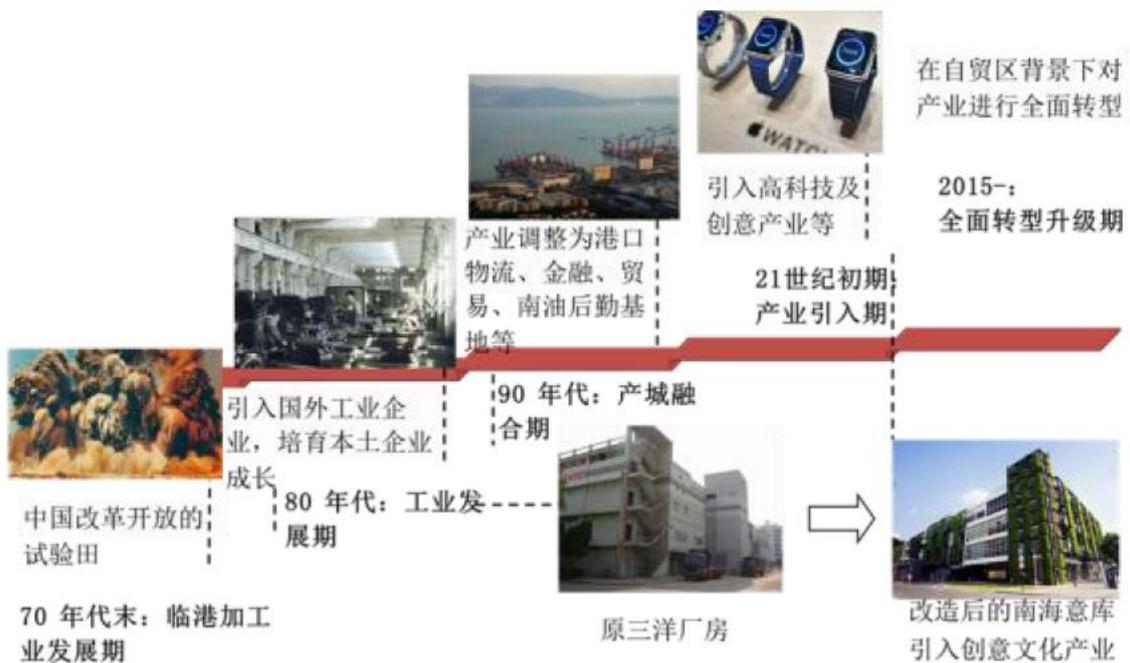
经公司多年的区域综合开发，蛇口片区已经从最初的工业区逐步转型为宜居宜业的国际化滨海城区；在自贸区的背景下，蛇口片区目前也面临着功能性老化、空间资源有限无空地、连接外部交通拥堵等发展压力。公司目前正在积极推进“再造新蛇口”工程，推动园区的产业升级。根据“再造新蛇口”发展规划，蛇口片区总体发展目标是打造在国内具有产业领先、服务配套完善、容纳国际各方人士、传承改革开放文化底蕴、充满

请务必阅读正文之后的免责条款部分

活力、环境绿色的特色城区，做到城区环境的生态化、硬件设施的信息化智慧化、产业结构的高端化、生活与休闲方式的国际化。

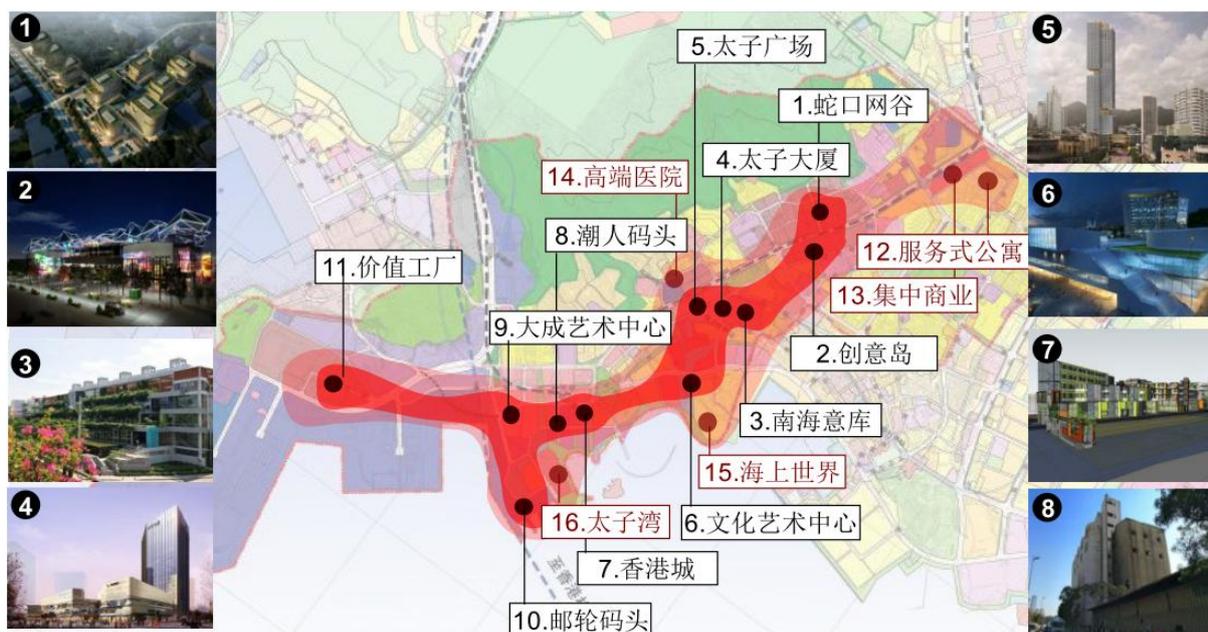
在蛇口的产业转型升级的过程中，招商蛇口将以“互联网+”为核心，以资本为纽带，集合蛇口网谷、南海意库等特色亮点，结合国家对前海蛇口自贸区的定位，重点发展创新金融、现代物流、信息服务、科技服务、文化创意等战略性新兴产业，集中打造蛇口滨海深港创业创新产业带。其产品以商业综合体为主，涵盖商业、办公、公寓、住宅、酒店、文化、国际学校和国际医院多项物业。其中商业物业以室内外娱乐、滨海餐饮为亮点，发展大型室内外集中商业；办公物业以低密度会所总部物业及超甲级写字楼为主，居住物业以滨海豪宅、商务公寓、人才公寓等为主。

图 24 蛇口片区产业发展变迁情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 25 蛇口滨海深港创业创新产业带蓝图



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3) 特色三：前海片区——打造世界级金融贸易区

占地 15 平方公里的前海合作区，未来将打造成为世界级的金融贸易基地，同时也是深圳未来走上国际的经济枢纽。

一片滩涂崛起为一座现代新城。截至 10 月份，前海蛇口自贸片区完成固定资产投资 206.45 亿元，其中前海区块完成 164.98 亿元。超额完成工程进度的好消息不时从工地里传来：前海港货中心从 8 月 3 日正式开工，到 12 月 7 日试营业，整个工期仅有 4 个月；创新商务中心 A、D 组团年底可交付使用；梦海大道前湾段建成通车、桂湾段正在抢建关键节点，有望年底实现半幅通车；前海桂湾河工程桂庙渠水廊道年底可具备通水条件……今年年底前海 GDP 将突破 500 亿元，目前区内重点推进的工程项目达 51 个，包括跨境贷、公募 REITS 基金等在内的多个金融领域取得了全国领先或突破性的成果，前海蛇口自贸片区在经贸规则、深港合作等领域形成了 84 条改革创新成果。

2012 年，前海港资企业仅有 46 家。而眼下，在前海注册港资背景企业已达 2743 家（含港企再投资企业 439 家），大大超出全年港资企业超过 2000 家的目标，港资企业在前海获得了新的发展空间。这些港企普遍体量大、质量高，注册资本超过 1000 万美元的港资背景企业有 636 家，平均注册资本比区内注册资本高 155.40%。同时，上半年前海区块 GDP 的 25%和税收的 29%也都来自港企。

4. 全国扩张已迈出步伐

除开自贸区，招商蛇口在建拟建的产业园区已经分布到全国。目前已经在深圳、青

岛、广州等多个大中城市投资开发了多个产业园区项目，包括深圳蛇口网谷、深圳光明科技园、青岛网谷、广州金山谷创意园、镇江南山创意产业园等。除上述外，招商局蛇口控股还在大力推进重庆广阳湾、东莞长安新城、首钢“中国网谷”等大型园区综合开发项目的获取与开发。

招商蛇口控股通过深耕前海蛇口自贸区，在将前海蛇口自贸区打造成为国内自贸区开发运营的典范的基础上，在全国范围内择优选择、梯次发展；同时借助国家政策、集团资源，在“一带一路”战略布局国家中择优选择具有发展潜力大的区域进行海外拓展。

同时，招商局集团旗下有一国家级经济技术开发区——南太武滨海新城，国家级漳州招商局经济技术开发区。位于中国东南沿海厦门湾南岸，与厦门经济特区仅一水之隔，总体规划面积 56.17 平方公里。漳州开发区处在上海、台湾、香港三大经济区的中间地带，距香港、上海港、台中港分别为 287 海里、564 海里和 120 海里，是福建省建设海峡西岸经济区的重要组成部分和漳州市港口经济发展的龙头。漳州开发区创办于 1992 年 12 月 28 日，由招商局集团、福建省交通运输集团有限责任公司、漳州市人民政府、龙海市人民政府、福建省港航管理局联合开发，招商局集团负责经营管理。

为避免与招商局蛇口控股同业竞争，招商局集团作出以下承诺：**本集团确定招商局蛇口控股系本集团控制的从事园区开发与运营业务、社区开发与运营业务及邮轮母港建设与运营业务的唯一整合平台。因此，未来当招商蛇口平台做大，不排除集团将有新的资源注入上市公司平台。**

表 9 招商蛇口园区开发情况

项目	园区面积及获取时间	园区概要
蛇口片区（含太子湾片区）	2003: 10.85 平方公里 2011: 69.76 万平方米	
前海湾片区	2004: 351.29 万平方米 2006: 38.95 万平方米	
光明片区	2007: 20.77 万平方米	以智慧理念为引领，着力发展互联网和新一代信息技术产业两大支柱产业，适当发展文化创意产业，完善配套服务和运营机制，形成两大产业集群，打造高水平的加速器。
青岛市高新区	2013-2014: 39.37 万平米	借鉴“蛇口网谷”的成熟开发模式，通过为软件和信息服务、互联网、物联网、电子商务等战略性新兴产业提供生产、生活、生态平衡互动的智慧园区载体；最终将园区打造成为集研发设计、综合服务、配套商服于一体的产业新城，兼具研发设计、高端服务配套的综合性功能。在产品定位上，主要包括研发厂房、写字楼、配套公寓等。
计划推进项目		
首钢“中国网谷”项目	2013: 0.6 平方公里	在新首钢高端产业综合服务区内创新打造“中国网谷”综合性信息网络产业园项目。
重庆广阳湾项目	2014.5: 10 平方公里	使得建成后项目区域内形成人口集聚，电子信息产业、创新金融、生产性服务类产业聚集，行业龙头企业入驻的产城融合片区。
东莞长安新城项目	2015.7: 20.36 平方公里	打造以海洋工程为代表的产学研示范基地

资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部整理

三、社区开发：31 年品牌开发商，升级智慧社区与大健康运营

1. 优质资源整合，续演品牌开发商

招商地产是拥有 31 年开发历史公司的老牌开发商，按销售额行业内 TOP15，合并入招商蛇口后，预计在住宅开发、社区物业管理运营仍然以他为主体。

根据我们统计，按权益口径，原招商地产土地储备约 965 万平，蛇口控股（除招商地产外）拥有土地储备 377 万方，约 338 万方位于深圳，超 300 万方位于前海蛇口片区（备注：土地储备= [(计容建筑面积-在建面积-累计结转面积)]）。此次合并吸收后，新招商蛇口权益土地储备将增加至 1342 万方。招商蛇口的土地储备主要集中在深圳，土地价值不言而喻，公司得以大幅提高深圳土地储备占比，未来社区开发毛利率有望回升。

同时，虽然蛇口控股土地储备中大部分为商业、工业用地，但不排除将来工业用地的改造及其他转性，可能部分转为住宅或商业的开发，容积率也将有所提升。

图 26 原招商地产土地储备分布

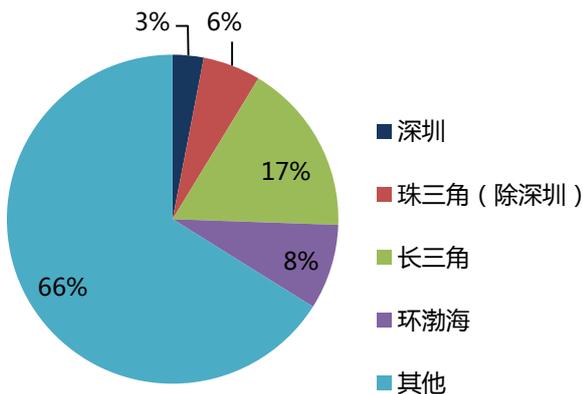
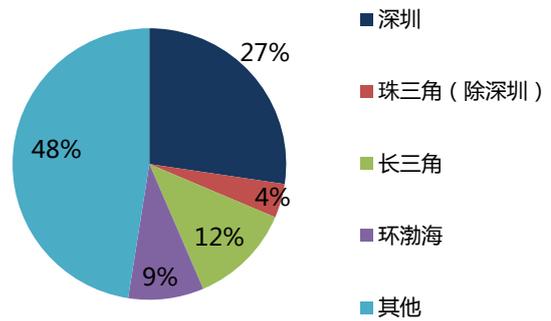


图 27 招商蛇口的土地储备分布



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

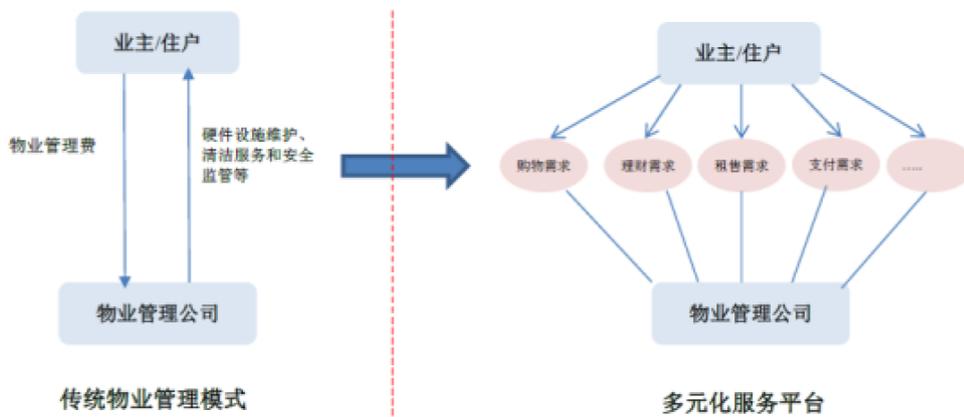
2. 升级智慧社区服务

传统的物业管理充满了客户憎恶的痛点，在“互联网+”时代，物业公司也纷纷探索新的服务模式。国办发布《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，重点发展生活服务领域，推动生活消费方式由生存型、传统型、物质型向发展型、现代型、服务型转变，促进和带动其他生活服务业领域发展，也给企业转型升级指明了方向，其中作为与居民紧密联系的房地产企业具有先天独到的优势。

招商地产下属物业公司目前业务涉及国内 31 个城市和地区，合同管理面积超过 2,850 万平方米，服务客户总人数超过 50 万人，公司已经具备雄厚的客户基础，通过智慧社区服务平台的打造，在传统物业“三保”的基础上，涵盖消费者居家养老、家政服务、房屋租赁、电子商务等各类个性化需求，不断挖掘出物业服务产品的附加价值和边

际效益,最终是为实现客户服务便利化,增加客户的粘性,有望成为公司新盈利增长点。

图 28 传统物业模式实现升级



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 涉足大健康产业

中国健康服务业市场空间巨大,政策开放与巨大市场需求潜力孕育了大健康行业的历史机遇。

2014 年 10 月,招商地产下属子公司招商商置与法国第四大医疗养老机构高利泽正式合资成立“招商高利泽养老服务公司”(简称“招商高利泽”),合资公司以发展和管理医疗性专业老年护理机构,未来逐步拓展专业居家服务、日间照料等业务。

招商高利泽在中国的第一批项目选址在广州和深圳,预计于 2016 年年底开业,将成为养老服务产业的示范基地、人才培养基地、创新基地,将承载公司人员培训、管理服务标准的输出、品牌塑造等多项使命,从而辐射支持住宅社区,形成独具竞争力的社区老年服务品牌。

四、邮轮母港：乘行业东风，辟蓝海业务

1. 行业方兴未艾

随着我国需求端居民消费能力的提升和消费升级的需要,供给端旅游配套资源初步成型,同时国家政策支持行业发展、鼓励相应旅游度假消费,邮轮母港业务已经迎来行业的春天。

邮轮源起 20 世纪初的国际邮件运输,但随着经济发展和科技进步,这一功能为其他更便捷手段所替代。今非昔比,现在的邮轮或许称“游轮”更为合适,定位为配备齐全的生活、娱乐、休闲与度假的各类设施的综合服务凭条,有“漂浮在黄金水道上的度假酒店”之美誉,是现代旅游业的重要组成部分。邮轮经济也带动上游邮轮设计制造与港口建设,中端的运营和相关餐饮、旅游、服务产业的发展,形成产业集聚和辐射。邮轮的停靠与维护离不开码头的建设,邮轮码头根据其重要性分为母港码头、停靠港码头

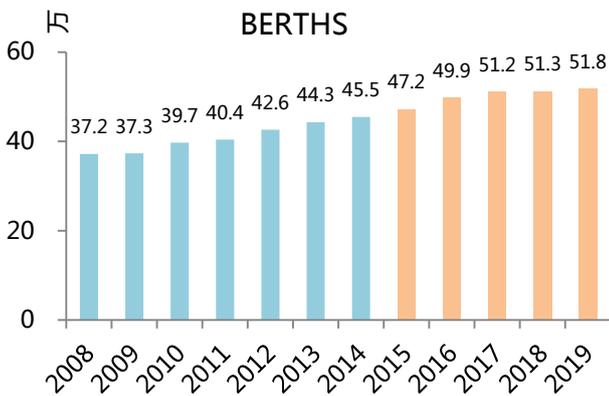
请务必阅读正文之后的免责条款部分

与小码头,其中**邮轮母港码头**是指具备多艘大型邮轮停靠及其进出所需的**综合服务设施设备条件,能够为邮轮经济发展提供全程、综合的服务及其配套。邮轮母港是邮轮真正的“家”,也是邮轮经济效应最能显著体现的基地。**

自上世纪 90 年代以来,全球邮轮乘客的数量稳步增长,90 年至今平均增速达到 7.6%,远高于旅游业平均的 3-4%,而在 09 年以后由于北美和欧洲市场的饱和,增速有所放缓。与此相对应的,行业中投入使用的邮轮数量和配套设施也得到快速增长,运输能力显著增强。据 Cruise Industry News 的统计,2014 年全球共拥有 296 艘大型邮轮 (Cruise),载客量可达 2140 万,预测营业收入可达 338 亿美元。

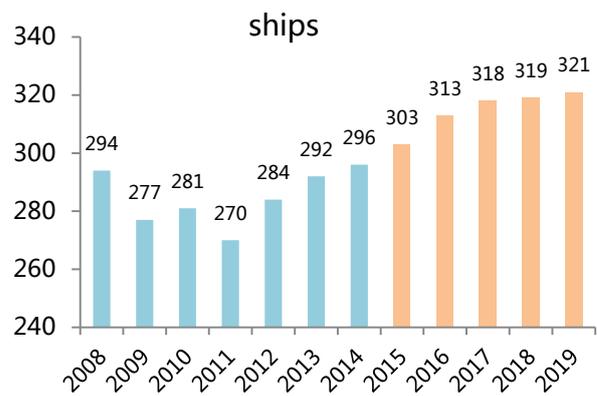
目前国际邮轮客运量主要分布在北美和欧洲,以加勒比海和地中海为最,在 2014 年占到全球市场的 60%左右,亚太地区占比提高至约 9.1%,大型的邮轮母港也主要分布在北美、欧洲和亚太地区。即使邮轮最发达的美国,目前邮轮游客的市场渗透率(邮轮乘客人数/总人口数)也仅为 3.2%,而亚太地区则处于起步阶段,亚太聚集着世界最多的人口和发达最快的经济体,在西方增幅放缓的背景下,凸显出巨大的市场潜力。

图 29 全球邮轮泊位个数



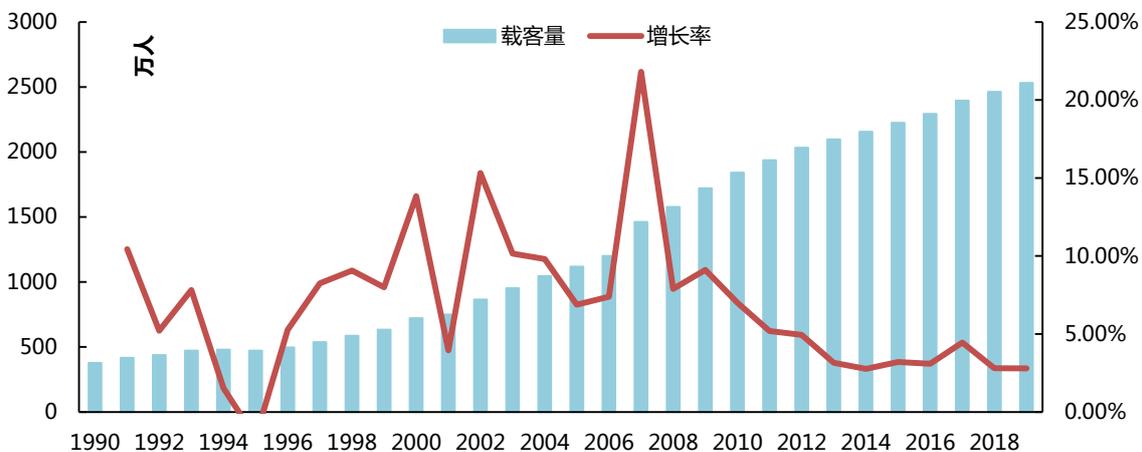
资料来源：Cruise Industry News、中国中投证券研究总部

图 30 投入使用的游轮数量也自 11 年来稳增长



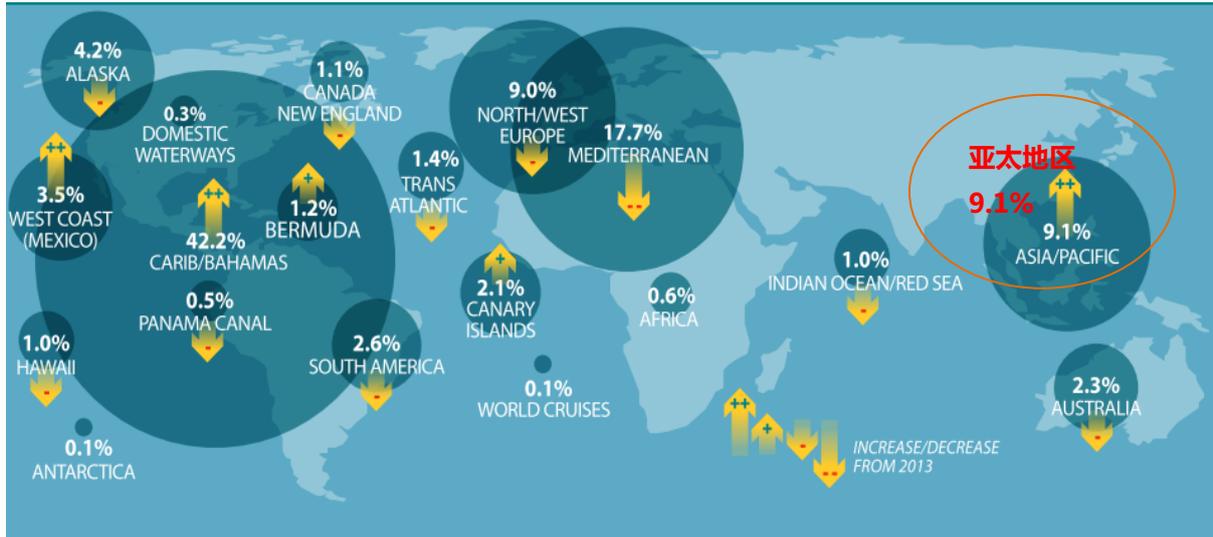
资料来源：Cruise Industry News、中国中投证券研究总部

图 31 主要航区客运量市场份额及变化



资料来源：Cruise Market Watch、中国中投证券研究总部

图 32 主要航区客运量市场份额及变化



资料来源：Cruise Industry News、中国中投证券研究总部

表 10 北美最大的几家邮轮运营公司，游客中来自亚太地区的占比均有提升

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROYAL CARIBBEAN	2.8%	4.3%	4.5%	8.0%	10.5%	11.0%
PRINCESS CRUISES				5.4%	6.3%	11.3%
CELEBRITY CTISES						4.8%
HOLLAND AMERICA LINE			3.8%	3.8%	3.7%	3.9%

资料来源：Cruise Industry News、中国中投证券研究总部

2. 我国是邮轮旅游发展最快的新兴市场，消费潜力巨大

邮轮旅游的客户群体有着明显高消费特征，我国居民财富的快速增长和高收入人群的积累推动了邮轮消费需求。按照国际邮轮发展经验，人均 GDP 达 5000 美元时，邮轮运输开始起步，达 1—4 万美元时，邮轮运输进入快速发展期。目前，我国人均 GDP 突破 6000 美元，部分沿海省市已超过 1 万美元，具备了邮轮运输快速发展的条件。以北京、广州、厦门、上海、天津和三亚为例，这些城市的人均 GDP 水平已经处于 1-2 万美元之间的水平（类似于葡萄牙和巴西），且人口密度高于后者，潜力更大。

2012-2013 年，亚洲成为航线上新开辟的热点邮轮停靠站，在香港和新加坡新开邮轮泊位、在马来西亚加大投入建设吸引了国际大型邮轮公司的进入。我国已经成为亚洲地区最大的邮轮市场，国际三大知名邮轮公司嘉年华（Carnival Cruise）、皇家加勒比（ROYAL CARIBBEAN）、丽星（Star Cruises）均已进入我国，海航旅业、渤海轮渡等国内企业正在积极拓展邮轮业务，并初步形成了以日韩线、越南线、台湾线等始发航线为主，国际挂靠航线为辅的格局。

丽星邮轮，嘉年华以及皇家加勒比分别于 04，05 和 07 年进军中国市场，直至 13 年末，三家公司在中国本土投入的邮轮总吨数分别达到 25.9，16.1 和 27.6 万吨，08

年至今，中国邮轮行业平均年运力增长在 10%以上，明显高于欧美水平。

据中国交通运输协会邮轮游艇分会 (CCYIA) 统计：2014 年中国大陆邮轮运营 466 航次，增长 14.78%，其中母港航次 366 个，增长 9.3%，访问港航次 100 个，增长 40.8%；出入境邮轮旅客 172.34 万人次 (86.17 万人)，增长 43.36%，其中以中国游客为主的母港航次出入境 147.92 万人次 (73.96 万人)，增长 44.3%，以境外游客为主的访问港航次出入境 24.47 万人次 (12.24 万人)，增长 37.9%。

图 33 我国母港接待邮轮航次快速增长

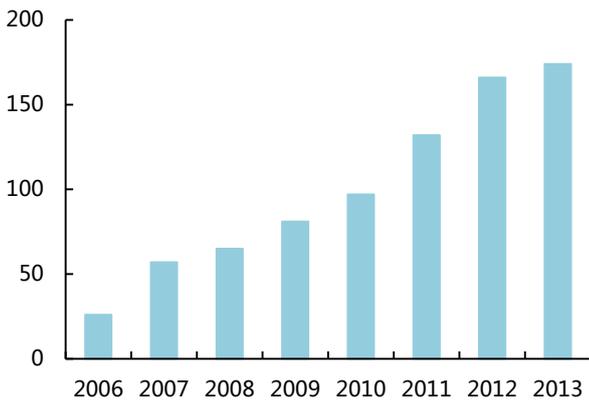
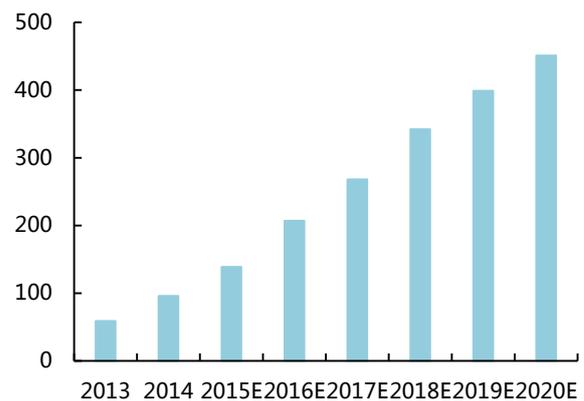


图 34 国内邮轮乘客人数



资料来源：CCYLA、邮轮产业与邮轮经济、中国中投证券研究总部

资料来源：交通运输部、中国证券报、中国中投证券研究总部

需求的增长刺激着供给的活跃，一方面在国家政策鼓励支持下，港口码头等配套设施建设提速，另一方面是国际大型邮轮进入提升运力及国内运营商业拓展，使得中国成为亚太乃至全球潜力和活力最大的市场。

早在 2008 年 6 月，国家发改委首次提出了《关于促进我国邮轮业发展的指导意见》，在该意见中将加强相关基础设施建设、培育国内消费市场、完善相关法规及对邮轮制造技术研发等作为邮轮产业发展的重点。此后在海洋经济发展、邮轮旅游、港口建设等多方出台政策鼓励支持。2013 年 3 月出台了影响力广泛的《关于促进邮轮运输业持续健康发展的指导意见》，发布《游艇码头设计规范》为强制性行业标准；2015 年 4 月 22 日，交通运输部综合规划司发布《全国沿海邮轮港口布局规划方案》，指导港口合理布局，推进码头设施有序建设。

与此同时，国内知名企业纷纷进军邮轮产业。除了招商系，2015 年 8 月 20 日，中国船舶工业集团公司与中国投资有限责任公司在京签署全面战略合作框架协议暨豪华邮轮产业合资协议，并将组建邮轮产业投资“国家队”。次日，中国交通建设集团有限公司、中国港中旅集团公司与三亚市政府签约合作以三亚凤凰岛邮轮母港为核心，共同打造中国邮轮的民族品牌。还计划年内成立邮轮公司，组建中国交建港中旅自有品牌的邮轮船队，完成相关航线的首航等。

表 11 邮轮行业政策支持加码

时间	政策或相关事件	主要内容
2008 .06	发改委《关于促进我国邮轮业发展的指导意见》	将加强相关基础设施建设、培育国内消费市场、完善相关法规及对邮轮制造技术研发等作为邮轮产业发展的重点。
2009.01	国家旅游局	提出了积极发展近海邮轮旅游、有序发展入境邮轮旅游、开发适合中国旅客的邮轮旅游产品等邮轮旅游产业发展的战略。
2012年9月15日	在上海设立“中国邮轮旅游发展实验区”	国家旅游局正式批准设立的我国第一个国家级邮轮旅游试验区
2012年9月16日	《全国海洋经济发展“十二五”规划》	大力发展邮轮经济，推进大连、天津、青岛、上海、厦门、深圳、北海、三亚等港口邮轮运输，完善港口码头的旅游服务功能，支持有条件的地方发展成为邮轮母港。
2012年12月12日	《服务业发展“十二五”规划》	在有条件的港口发展集娱乐、休闲、餐饮、购物于一体的邮轮经济。
2013年2月2日	《国民旅游休闲纲要（2013—2020年）》	支持邮轮游艇码头等旅游休闲基础设施建设。积极发展邮轮游艇旅游等旅游休闲产品，弘扬优秀传统文化。
2013年4月4日	在天津设立“中国邮轮旅游发展实验区”	将天津的国际邮轮旅游纳入国家发展战略
2014年3月	中国交通运输部《关于促进邮轮运输业持续健康发展的指导意见》	发布《游艇码头设计规范》为强制性行业标准，自2014年7月1日起施行。
2014年9月	交通运输部	将在天津、上海、厦门、三亚四港开展邮轮运输试点示范工作，先行先试开展邮轮产业发展各项工作，为促进我国邮轮运输业健康可持续发展积累经验、做好示范。
2015年4月22日	交通运输部综合规划司《全国沿海邮轮港口布局规划方案》	指导港口合理布局，推进码头设施有序建设，促进我国邮轮旅游业持续、健康发展。提出邮轮行业发展目标：2030年前，全国沿海形成以2~3个邮轮母港为引领、始发港为主体、访问港为补充的港口布局，构建能力充分、功能健全、服务优质、安全便捷的邮轮港口体系，打造一批适合我国居民旅游消费特点、国际知名的精品邮轮航线，成为全球三大邮轮运输市场之一，邮轮旅客吞吐量位居世界前列。
2015年8月11日	国务院发布《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	推进邮轮旅游产业发展。按照《全国沿海邮轮港口布局规划方案》，进一步优化邮轮港口布局，形成由邮轮母港、始发港、访问港组成的布局合理的邮轮港口体系，有序推进邮轮码头建设。支持符合条件的企业按程序设立保税仓库。
预计2015年12月	《中国邮轮旅游发展总体规划》	中国交通运输协会邮轮游艇分会编制

资料来源：网络新闻资料、中国中投证券研究总部

3. 招商蛇口太子湾，邮轮母港中的后期之秀

国内现有五个投入使用的邮轮码头，正在建设的有四个码头，还有包括秦皇岛、烟台、宁波、温州、广州、北海、海口在内的七个城市也将规划建设邮轮码头。

公司在太子湾综合开发的先导项目邮轮母港，计划于2016年底建成，至2020年完成以6艘邮轮为主力、专注于亚洲航线的中高端邮轮业务组合，打造为南中国最大

的邮轮母港，实现旅客吞吐量将超过 150 万人次/年。

表 12 北美最大的几家邮轮运营公司，游客中来自亚太地区的占比均有提升

城市	邮轮码头	港口概况
天津	国际邮轮母港	位于天津港东疆港区南端，毗邻东疆保税港区。10 年 6 月 26 日正式开港。母港总规划面积 120 万平方米，规划岸线 1600 米。客运大厦规模 6 万平方米，2 个大型邮轮泊位可停靠目前世界最大邮轮，年接待进出境游客能力达 50 万人次。
上海	吴淞口国际邮轮港	位于上海吴淞口长江岸线的炮台湾水域，11 年 10 月正式开港。码头岸线总长 1500 米，一期新建两个大型邮轮码头泊位，可同时停靠两艘 10 万吨级以上的国际邮轮，设计通关能力 60.8 万人次/年，二期建成后，还将增加两个 10 万吨级以上的泊位。
上海	国际客运中心码头	2008 年 8 月正式启用，规划占地面积 15 万平方米，总建筑面积 41 万平方米，岸线全长 1200 米，可同时停靠 3 艘 7 万吨的豪华邮轮。客运大厦总面积 4000 平方米。
厦门	海峡邮轮中心	2008 年 6 月正式启用，岸线长 463 米，可停靠 14 万吨大型邮轮客运联建大楼总建筑面积 8.2 万多平方米，同时满足高峰集中旅客到大量 3000 人的功能要求。邮轮中心的定位是区域性邮轮母港，立足于发展海峡两岸的邮轮航线，同时也接待国际邮轮。
三亚	凤凰岛国际邮轮港	2006 年正式建成通航，中国第一个 10 万吨级国际邮轮码头。邮轮港设计为 3 个泊位，目前一个 10 万吨级泊位和 1 万平方米的客运联检大楼投入使用。

资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部

根据《深圳 2030 年城市发展策略》以及《深圳港港口布局规划》，公司准备将蛇口港区太子湾片区规划为集国际邮轮母港、港澳客运码头配套区、滨海特色娱乐休闲区等功能于一体的深圳新“海上门户”，改造后的太子湾片区将成为深圳市的新地标。项目包括建设泊位 15 个，其中 22 万 GT 邮轮泊位以及 5 万 GT(码头结构按照 12 万 GT 设计)邮轮泊位各一个、1 万 GT(码头结构按照 2 万 GT 设计)客滚船泊位一个、800GT 客轮泊位 10 个、待泊泊位 2 个；异动集通关、商业、办公、文化艺术、仓储、邮轮接驳巴士停车场、观海长廊于一体的深圳蛇口邮轮中心。截至 2015 年 9 月，泊位建设已经交工验收，预计太子湾邮轮母港 2016 年底可如期投入试运行。

邮轮母港对港区的经济发展起着巨大的促进作用，这也是公司要积极推行“前港后园”的业务模式的原因，充分利用港区、园区的业务连线，增强邮轮母港对港区腹地的辐射能力，引导腹地区域产业升级和城市升级，有效撬动港区土地资源的获取和聚集。

公司近些年通过公开市场和股东资产注入，获取了邮轮母港附近 40 多万方的土地，欲以邮轮母港为核心，打造滨海商业、跨境贸易金融、休闲产业带，并发展邮轮口岸免税、配套商业地产开发、码头物业运营、岛际旅游资源开发等配套业务，从邮轮运营的完整产业链中获取丰厚回报。

表 13 招地近年来获取邮轮母港附近土地情况

时间	项目土地	规划用途	建筑面积
2012 年 11 月	海上世界片区编号为 2011-003-0007 地块	居住	12
2012 年 11 月	海上世界片区编号为 2011-003-0008 地块（金融中心二期用地）	商办	7.12
2012 年 11 月	海上世界片区编号为 K304-0003 地块（船后广场）	商服	1.24
2012 年 11 月	海上世界片区编号为 K302-0009 地块（船尾广场）	商服	1.2
2012 年 11 月	海上世界片区编号为 K302-0010 地块	旅馆酒店	4.29
2014 年 6 月	海上世界片区编号为 2014-003-0005 号地块（收购）	商业	0.63

2013年9月	海上世界片区 2011-003-0087 号商业文化办公项目用地	商服、办公、文化	2.88
	海上世界 2010-303-0007 号宗地 (大股东资产注入)	居住	15.68
合计			45.04

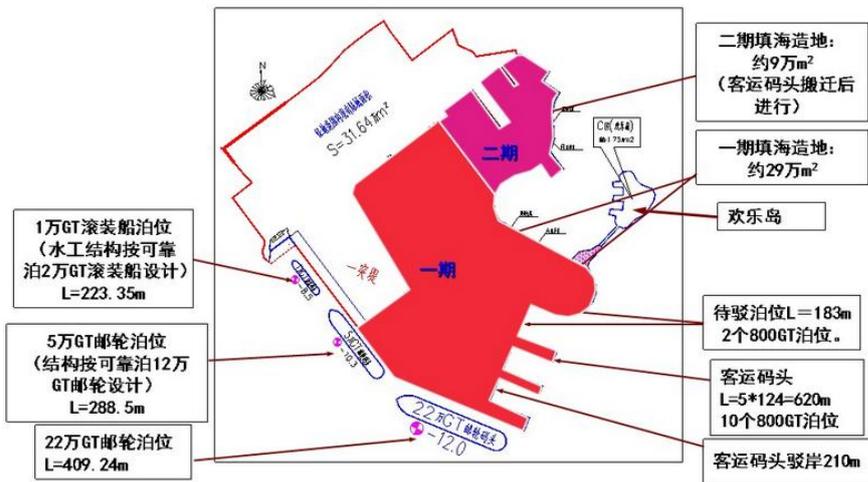
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 35 太子湾邮轮母港综合体效果图



资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部

图 36 太子湾邮轮母港工程建设规划



资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部

4. 背靠大树，抢占先机

招商局集团拥有者雄厚的资源和百年码头建设运营经验，在开发邮轮母港综合业务上具有得天独厚的优势。

- ✓ **百年历史沉淀的港口和船队运营经验。**航运业是招商局的传统产业，招商局是内地和香港交通基建产业的重要投资者和经营者，已基本形成全国性的集装箱枢纽港口战略布局，旗下港口分布于珠三角的香港、深圳，长三角的上海、宁波，渤海湾的青岛、天津，厦门湾的厦门及西南沿海的湛江，在国外的澳洲、斯里兰卡、东非等亦有布局。目前在全球 14 个国家和地区拥有 27 个港口，易于与当地机构开展合作，发挥联动优势。
- ✓ **多业务协作优势。**集团旗下的相关产业包括港口物流（招商局国际）、金融（招商局资本等）、区域开发（蛇口工业区）、房地产开发（招商地产）等。由集团牵头，下属公司合力组成一个开发团队，能够整体完成旧港搬迁、邮轮母港综合体开发和新港建设。
- ✓ **多年布局已占先机。**事实上，集团已经在多年前就开始参与邮轮母港的建设和运营。早在 2010 年前由招商局蛇口工业区持股 49%、参与建设当时亚洲规模最大的邮轮母港——天津国际邮轮母港。集团与青岛、海口、厦门 3 个城市签订了“邮轮母港综合体”合作框架协议或达成合作意向。**青岛、海口、厦门项目的规模非常可观。根据集团“不与上市公司同业竞争”的承诺及过往对公司一贯大力支持的表现，我们认为继深圳太子湾项目随蛇口工业区与公司重组后纳入公司新业务，青岛、海口、厦门等项目也有望尽快参与开发。**

表 14 近年集团各方参与游轮母港建设业务动态

时间	城市	事项	有关项目情况
2013 年 7 月	厦门	与厦门市达成“在临港产业、邮轮母港及现代服务业提升等方面进一步加强合作”的意向	东渡港拟将部分货运码头搬迁至海沧港，原址建设为邮轮母港及相关服务功能区；2013 年已启动搬迁，拟在 3-4 年内完成搬迁改造。此前集团已经拥有招银港，位于漳州开发区。
2013 年 8 月 22	青岛	与青岛港集团签订“青岛邮轮母港城”项目战略合作框架协议	大港港区将搬迁至董家口港区，原址建设邮轮母港，并将此带动老城区改造，打造“邮轮母港城”；启动片区占地 29.5 公顷，码头主体工程已完工，邮轮客运中心计划 2014 年投入运营。
2013 年 9 月	海口	与海口市政府签订合作协议，拟参与秀英港的改造升级综合开发，及马村港（新港）的建设	秀英港计划 2015 年底整体搬迁至马村港、新海港，原址升级改造为邮轮母港区及配套的旅游、商业办公、居住的城市综合体
2015 年 1 月 27	深圳	招商局蛇口工业区有限公司与美国嘉年华集团签约携手开发深圳太子湾邮轮母港	合作内容包括：合资打造船舶公司，双方将携手打造首个专门服务中国市场、自主拥有并运营邮轮产品的中国本土邮轮品牌，致力于寻求机会购入由中国自主设计、建造的邮轮，或购入现有的邮轮。 此外，双方的合作还将涉及码头和邮轮目的地开发项目。
2015.8.11	青岛	招地、青岛港、华润共同出资设立青岛邮轮母港开发有限公司	青岛邮轮母港城位于青岛港老港区及周边区域，占地面积约 4.3 平方公里，建筑面积约 600 万平米，预计总投资超 1000 亿。
2015 年 9 月 11	厦门	竞得厦门母港地块	深圳招商远航投资有限公司联合厦门国际邮轮母港集团有限公司，以 43.7 亿元竞得厦门湖里区邮轮母港片区南侧地块。该地块土地面积约 16.33 万平米，建筑面积 79.4 万平米，为办公、商业、酒店及文化综合体。

资料来源：招商局集团网站、青岛港集团网站、海口网、厦门港务集团网站、权威媒体报道、中投证券研究总部

五、大招商，大协同

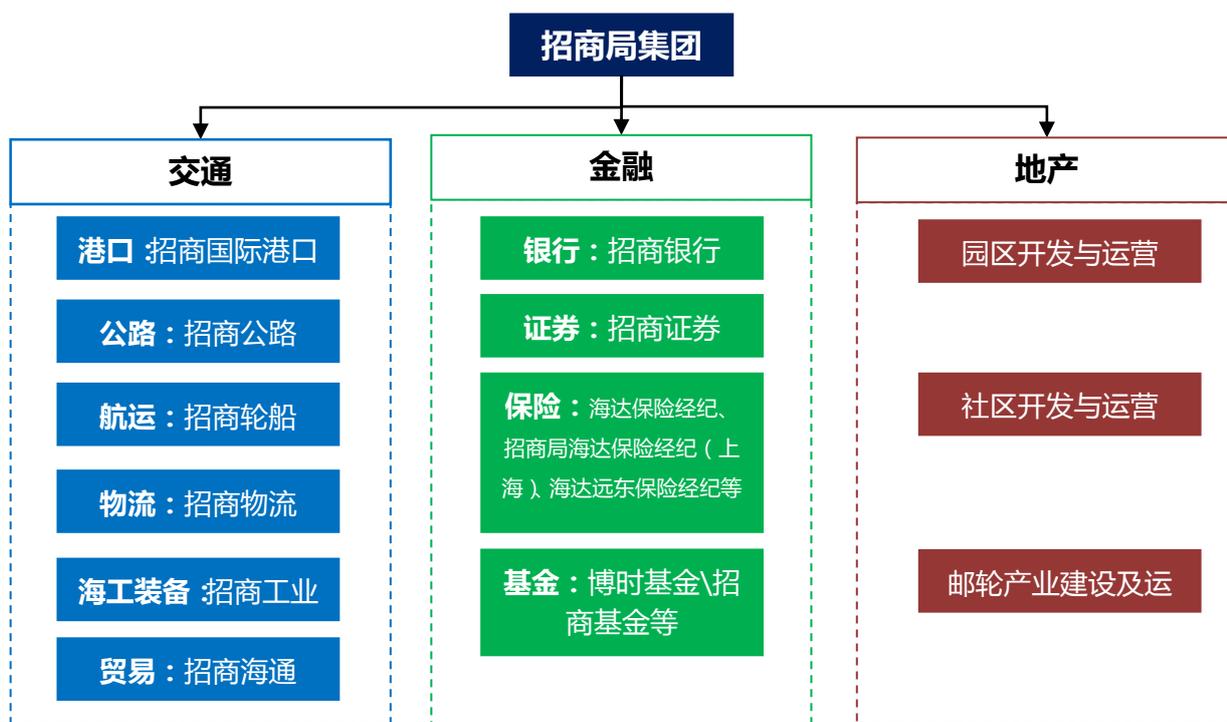
招商局蛇口控股的控股股东和实际控制人招商局集团是我国百年老牌大型央企集团。截至 2014 年底，招商局集团总资产 6,242 亿元，管理总资产 5.35 万亿元，净资产 2,615 亿元，2014 年全年完成权益法收入 1,562 亿元，同比增 26.7%；全年实现营业收入 932.7 亿元，同比增 29.2% 利润总额 336.8 亿元，同比增 23.2% 净利润 278.92 亿元，同比增 22.49%。按国务院国资委发布的统计信息，集团 2014 利润总额在各央企中排名第 10 位。04-15 年招商局连续十一年获国务院国资委评为 A 级中央企业。

招商局集团旗下拥有交通、金融和地产三大核心业务板块。包括招商局国际、招商轮船、招商银行、招商证券、招商局资本等一批优秀公司，横跨实业和金融两大领域。目前金融和交通是主要部分，地产占比不到 20%，其中招商银行已经进入世界 500 强。

近年来招商局集团大力推进产融结合，通过资本和产业的有效互动发挥协同效益，整合集团和公司内部资源，有利于招商局蛇口控股对内实现资源互补，对外构建独特的竞争优势，加强合作与并购，多渠道、低成本地获取项目资源和资金来源，从而促进招商局蛇口控股实现跨越式发展。

集团可以为招商蛇口共享客户资源，为公司提供资金支持，开辟资源获取的新渠道。招商地产与招商资本的合作早已开始，双方签署战略合作协议，将就设立商业地产基金、产业园区探索合作以及联合开发新的房地产项目等方面展开合作。招商局资本还会根据招商地产的推荐对入园企业做股权投资，并选取适合的园区，由招商局资本和当地政府发起区域园区产业投资基金，直接对园区进行重资产投资。

图 37 招商集团产业组成



资料来源：集团官网、中国中投证券研究总部

六、盈利预测、估值与投资建议

1. 绝对估值

招商蛇口的估值，主要可分为 5 个部分（招商自贸商城、产业园等暂未估值），合计估值得招商蛇口资产价值为每股 33 元，相当于招地停牌价 40.5 元对应股价 25.3 元仍有近 30% 的上涨空间。

1) 招商地产项目及持有物业 RNAV449 亿元；

2) 新注入土地开发价值 1587 亿元；

3) 房产净增值 146 亿元，保守假设房屋出售市场价每平米可获利 15,000 元，并假设交易过程中各种税费占比 30%，则房产部分增值 146 亿元。

4) 配套融资规模 125 亿元；

5) 招商局蛇口控股合并（含招地）归属母公司所有者权益 313 亿元。

表 15 吸收合并后招商局蛇口控股资产价值估算

项目	估算办法	估值（亿元）
原招商地产	开发项目和持有物业 RNAV	449
新注入土地	土地开发价值	1587
蛇口工业区所持房产增值	房屋增值	146
招商局蛇口合并归母股东权益	15H 备考财务报表数据	313
配套融资规模		125
资产价值合计		2619
总股本	招商蛇口股本	79.3
每股资产价值	价值/总股本	33.0（元）

资料来源：中国中投证券研究总部

表 16 招商局蛇口前海蛇口自贸区土地价值评估

项目	内容	备注
容积率建面（万平米）	1500	参见后表
楼面地价（元/平米）	7000	入账土地成本
补缴地价款（元/平米）	10,000	假设
建安成本（元/平米）	9,000	参考历史水平假设
建成房屋售价（元/平米）	50,000	参考当地均价
三费占销售收入比例	6%	参考公司历史水平
营业税金及附加	6%	参考历史水平
企业所得税率	25%	相关规定
资本化利息（元/平米）	850	假设长期可资本化利息/楼面地价（含补缴地价款）为 5%
土地增值税（元/平米）	4095	根据以上假设计算结果
毛利率	46.30%	根据以上假设计算结果

税前利润 (亿元)	2116	根据以上假设计算结果
归属母公司净利润 (税后)	1587	权益净增值

资料来源：中国中投证券研究总部

表 17 招商局蛇口深圳土地可规划建面

区域	土地面积 (万平方米)	容积率假设	可规划建面 (万平方米)
蛇口片区	221.5	3.0	665
前海片区	231.2	3.5	809
太子湾片区	53.3	2.5	133
龙盛片区	4.6	3.0	14
合计	510.6		1621

资料来源：中国中投证券研究总部

2. 盈利预测

参照公司公告的 15-17 盈利预测, 预计 15-17 年公司营业收入 541(同比+19%)、667 (同比+23%)、843(同比+26%)亿元, 净利润 67、84、102 亿元 (同比分别增 27%、26%、22%)。按 79.3 亿股本计算, 其 15-17EPS0.84、1.06、1.29 元。(暂不做三大报表的预测)

目前公司主要收入还是来源于原招商地产的核心资产, 随着股本的增加及短期自贸区开发价值难以快速释放, 公司 PE 倍数将会升高。但从长期来看当前的资产注入将会稳定增加公司业绩, 三大主业协同、大招商资源助力, 长期高增长可期。

3. 投资建议

本次吸收合并将重铸行业王者, 百年巨擘新生, 是南中国海边再起的骄阳, 我国自贸区建设的名片。资源优化配置, 三大主业及运营协同发展, 政策红利催化长期高增长。前瞻未来大招商业务大协同, 将有更多优质资源的注入, 长期发展价值有保障。对公司资产估值 33.0 元/股, 预测 15-17EPS0.84、1.06、1.29 元, 对应停牌前招地股价换算得当前 PE40、24、20 倍。看好其长短期投资价值, 再次“强烈推荐”。

4. 风险提示

- ✓ 自贸区建设前期需要大量资金的投入, 而价值释放需要一定时间, 短期盈利承压;
- ✓ 合并双方部分资产 (包括蛇口的土地) 存在瑕疵;
- ✓ 自贸区建设力度不及预期;
- ✓ 政策环境发生大的变化;
- ✓ 宏观经济出现不可预期的大波动。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	144181	179411	211125	243672
现金	26133	31369	33333	42140
应收账款	92	140	154	206
其它应收款	9756	10819	13333	16856
预付账款	3648	4612	5860	7190
存货	100676	128599	154572	173407
其他	3877	3873	3873	3873
非流动资产	24082	26133	28408	30454
长期投资	2092	2092	2092	2092
固定资产	2367	2631	2980	3137
无形资产	525	525	525	525
其他	19098	20885	22811	24700
资产总计	168264	205544	239533	274126
流动负债	87815	109501	126778	144317
短期借款	5169	5000	14355	11422
应付账款	15832	20854	22082	27095
其他	66814	83647	90341	105800
非流动负债	35049	36242	42559	47311
长期借款	29738	32738	37738	42738
其他	5311	3504	4821	4573
负债合计	122864	145743	169337	191628
少数股东权益	28587	30080	32076	34171
股本	2236	7932	7932	7932
资本公积	1630	2160	2160	2160
留存收益	12786	19630	28028	38236
归属母公司股东权益	16812	29721	38120	48327
负债和股东权益	168264	205544	239533	274126

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-4941	-885	-11976	10320
净利润	6586	8175	10395	12302
折旧摊销	707	816	1128	1517
财务费用	921	552	1090	1761
投资损失	-834	-565	-3718	-1345
营运资金变动	-11305	-7937	-21816	-3169
其它	-1017	-1926	945	-746
投资活动现金流	-414	-2374	672	-1818
资本支出	1003	1800	1800	1800
长期投资	-126	1067	1173	1291
其他	464	493	3646	1273
筹资活动现金流	3989	8495	13268	305
短期借款	-821	-169	9355	-2933
长期借款	7667	3000	5000	5000
普通股增加	0	5696	0	0
资本公积增加	482	530	0	0
其他	-3339	-562	-1087	-1762
现金净增加额	-1349	5236	1964	8806

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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	45486	54093	66666	84279
营业成本	27492	34757	44163	54190
营业税金及附加	5709	5316	7480	8895
营业费用	1043	1430	1565	1769
管理费用	932	1264	1247	1437
财务费用	921	552	1090	1761
资产减值损失	572	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	834	565	3718	1345
营业利润	9650	11339	14838	17572
营业外收入	282	391	18	32
营业外支出	237	52	7	29
利润总额	9695	11679	14850	17575
所得税	3110	3504	4455	5272
净利润	6586	8175	10395	12302
少数股东损益	3381	1492	1996	2095
归属母公司净利润	3205	6683	8399	10207
EBITDA	11278	12707	17056	20850
EPS (元)	1.43	0.84	1.06	1.29

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	30.8%	18.9%	23.2%	26.4%
营业利润	9.9%	17.5%	30.9%	18.4%
归属于母公司净利润	15.0%	108.6%	25.7%	21.5%
获利能力				
毛利率	39.6%	35.7%	33.8%	35.7%
净利率	7.0%	12.4%	12.6%	12.1%
ROE	19.1%	22.5%	22.0%	21.1%
ROIC	15.7%	15.2%	14.5%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	73.0%	70.9%	70.7%	69.9%
净负债比率	33.56%	30.23%	34.50%	31.56%
流动比率	1.64	1.64	1.67	1.69
速动比率	0.50	0.46	0.45	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.29	0.30	0.33
应收账款周转率	451	467	454	469
应付账款周转率	1.78	1.89	2.06	2.20
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.84	1.06	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.62	-0.11	-1.51	1.30
每股净资产(最新摊薄)	2.12	3.75	4.81	6.09
估值比率				
P/E	62.62	30.03	23.89	19.66
P/B	11.94	6.75	5.26	4.15
EV/EBITDA	20	18	14	11

相关报告

报告日期	报告标题
2015-11-23	《招商地产-资产重组倒计时，看骄阳崛起》
2015-10-27	《招商地产-合并方案被认可，自贸区赋予青岛邮轮母港新活力》
2015-10-11	《招商地产-方案获中小股东高票支持，崛起正当时》
2015-09-25	《招商地产-短期套利机会及中长期发展极具吸引力》
2015-09-23	《招商地产-合并升级，骄阳崛起》
2015-08-26	《招商地产-重回快速增长渠道，期待王者归来》
2015-03-10	《招商地产-业绩低于预期，15年重回快速增长轨道》
2014-12-28	《招商地产-蛇口纳入自贸区，融资放开，公司最受益》
2014-10-29	《招商地产-柳暗花明又一村》
2014-10-21	《招商地产-结算不均致业绩暂下滑，全年增长无忧》
2014-10-10	《招商地产-极大受益于房贷政策放松，销售将持续放量》
2014-08-19	《招商地产-销售、业绩将改善，估值修复持续》
2014-05-23	《招商地产-立足长远，稳中求进》
2014-04-17	《招商地产-业绩增长确定，资金优势显现》
2014-03-18	《招商地产-资金优势凸显，发展有望再加速》
2014-01-09	《招商地产-销售有望再加速，价值严重低估》
2013-12-08	《招商地产-如虎添翼，发展再提速》

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、世联地产、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、中南建设、中国国贸、世茂股份、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434