证券研究报告

房地产行业

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

0978.HK 招商局置地

未评级

聚焦优势城市，打造轻资产运营平台

2016 年 11 月 28 日

市场数据

报告日期	2016.11.28
收盘价（港元）	1.27
总股本（亿股）	49.05
总市值（亿港元）	62.30
净资产（亿元人民币）	52.16
总资产（亿元人民币）	436.33
每股净资产（元）	1.24

数据来源：Wind

相关报告

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入（百万人民币）	91	6,928	7,440	6,395
增长率(%)	-48.7	7,475.3	7.4	-14.1
毛利（百万人民币）	1	2,803	2,073	1,557
毛利率(%)	1.5	40.5	27.9	24.3
净利润（百万人民币）	-12	459	380	185
增长率(%)	-100.1	-3,990.2	-17.1	-51.2
净利率(%)	NA	6.6	5.1	2.9
每股收益（分）	-1.1	11.13	7.75	3.78
每股股息（港仙）	0	1.2	1.0	0.5

数据来源：公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **招商蛇口的海外上市平台：**公司于 2013 年由招商蛇口（原名招商地产）通过反向收购的方式在香港上市，持股比例为 74.35%。母公司大力支持公司的发展，注入了南京、广州、佛山和重庆四个城市的房地产项目。上市后，公司并没有激进的扩张，除了在现有城市扩大土地储备，仅进入西安和句容两个新城市，目前公司总的土地储备达到 600 多万平米，年合约销售额达到 150 亿元。未来将继续发挥招商蛇口的海外上市平台的作用。
- **合约销售迎来大爆发**：2016 年前 3 季度，公司完成合约销售额 130 亿元，同比增长 129%，合约销售面积和均价分别为 92 万平米和 14124 元每平米，预计全年合约销售额可达 150 亿元，创上市以来新高。主要由于公司土地储备的扩张带来可售货值的提升，目前公司在佛山、南京、重庆、广州和西安的项目储备可供公司未来 3-4 年的发展，并可保持 10-20%的增长。合约销售的爆发为后续业绩的增长提供了保障。
- **我们的观点**：招商局置地将继续执行“聚焦城市”和“轻资产运营”这两大战略，聚焦城市是提升公司在开展业务的 6 个城市的市场占有率，进一步做大做强；轻资产运营是发挥公司的品牌和资金实力，充分利用母公司的资源优势，再造一个新的公司和运营模式。随着公司的合约销售规模的增加并逐渐进入结算期，公司的业绩将会有本质的提升。另外，公司是深港通标的，作为招商蛇口在海外唯一的上市平台，对内地投资者有非常大的吸引力。根据市场一致预期，公司 2016/2017 年的净利润将分别为 7/10 亿元人民币，目前股价为 1.27 港元，对应 2016/2017 年 7.8/5.5 倍 PE，相对于公司的优质资产、品牌及央企背景，建议投资者强烈关注。
- **风险提示**：宏观经济增长放缓，限购限贷政策进一步收紧，新业务进展不及预期。

海外房地产研究

高级分析师：鲁衡军

注册国际投资分析师 CIIA

luhj@xyzq.com.hk

SFC：AZF126

SAC：S0190515010004

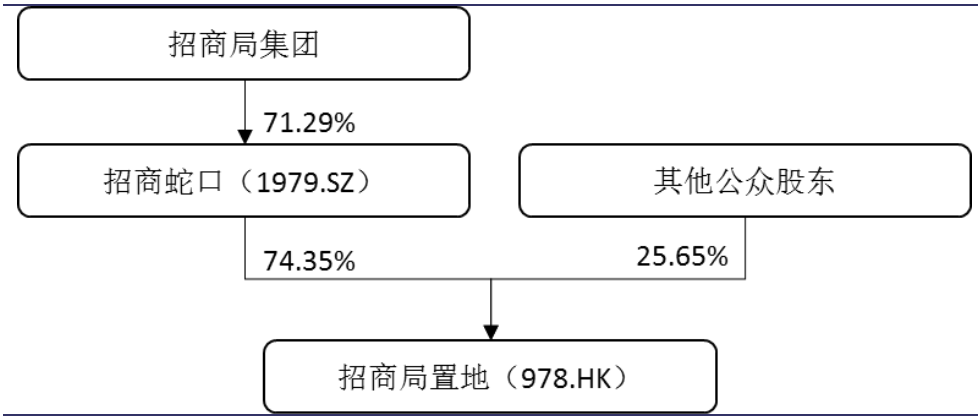
联系人：宋健

songjian@xyzq.com.cn

报告正文

- **招商蛇口的海外上市平台：**公司于 2013 年由招商蛇口（原名招商地产）通过反向收购的方式在香港上市，持股比例为 74.35%。母公司大力支持公司的发展，注入了南京、广州、佛山和重庆四个城市的房地产项目。上市后，公司并没有激进的扩张，除了在现有城市扩大土地储备，仅进入西安和句容两个新城市，目前公司总的土地储备达到 600 多万平米，年合约销售额达到 150 亿元。未来将继续发挥招商蛇口的海外上市平台的作用。

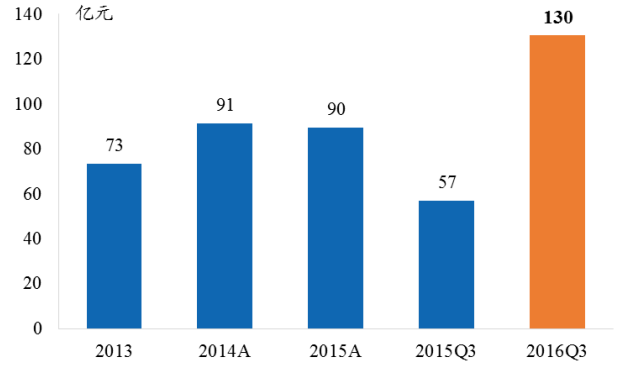
图 1、招商局置地的股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

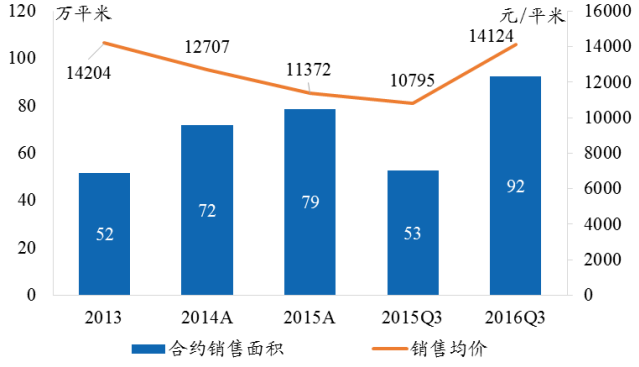
- **合约销售迎来大爆发：**2016 年前 3 季度，公司完成合约销售额 130 亿元，同比增长 129%，合约销售面积和均价分别为 92 万平米和 14124 元每平米，预计全年合约销售额可达 150 亿元，创上市以来新高。主要由于公司土地储备的扩张带来可售货值的提升，目前公司在佛山、南京、重庆、广州和西安的项目储备可供公司未来 3-4 年的发展，并可保持 10-20%的增长。合约销售的爆发为后续业绩的增长提供了保障。

图 2、合约销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、合约销售面积及均价

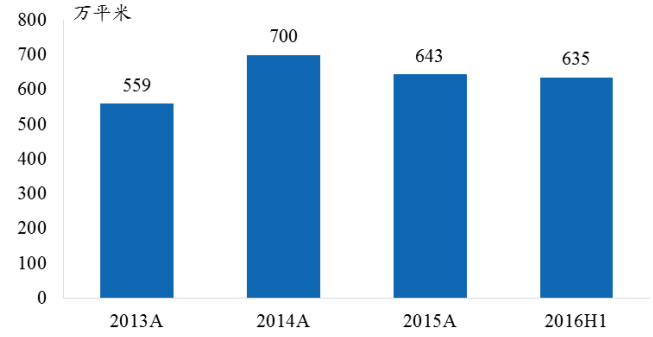


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **土地储备有序扩充：**公司专注于 4 个注入的目标城市（南京、广州、佛山和重庆）以及后续进入的西安和句容。其中公司在 2014 年获取 10 个全新项目，建筑面积达到 140 万平米，主要位于南京、西安，土地成本处于较低水平。

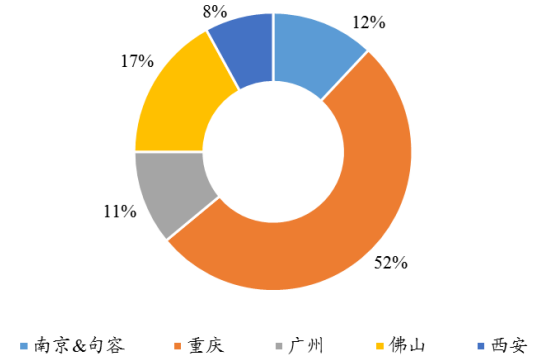
截至 2016 年中期，公司总的土地储备达到 635 万平米，按城市划分，南京&句容、广州、佛山、重庆和西安的占比分别为 12%、11%、17%、52%和 8%。在项目的拓展上，公司加强与其他大型开发商或者房地产基金合作，比如九龙仓、华润以及平安不动产，大大降低了公司的资金压力，增强了抗风险能力。

图 4、历年总土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

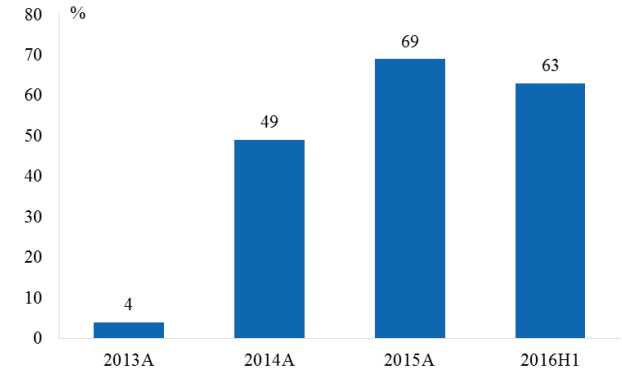
图 5、土地储备按城市划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

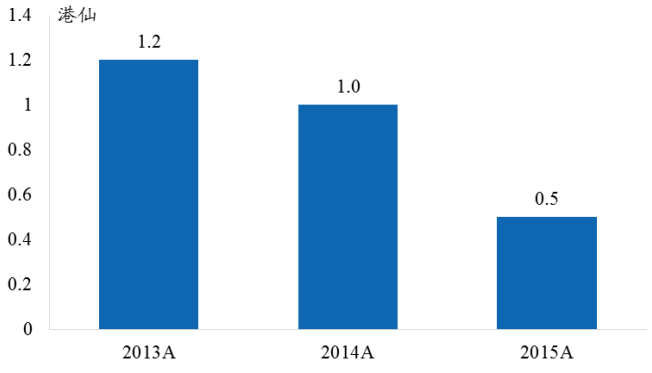
- **打造轻资产运营平台：**公司将依托招商局集团和招商蛇口的资源优势，积极打造轻资产运营模式，成为专业的地产投资运营商。主要形式包括 1）成立专业的运营团队，利用公司多年从事房地产行业的经验，品牌和资金优势，以收管理费的形式来管理房地产资产；2）成立房地产基金或 REITS，对外投资房地产项目或者收购优质投资物业；3）长租公寓，打造“CM+服务式公寓”品牌。此前，公司在香港收购了两栋物业用于公寓运营，将提供 130 余间客房。

图 6、净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 7、历年派息情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **财务实力强劲：**公司保持稳健的财务政策，截至 2016 年中期，净负债率为 63%，持有现金约 47.4 亿元。受益于母公司的强大背景，公司在海外享有较低的融资成本，发债成本仅 4%。总有息负债为 123.8 亿元，其中美元债的占比为 45%，公司将通过多种渠道来降低美元债的占比，减少人民币汇率波动

的影响。上市后公司维持稳定派息，派息比例为 10%，随着公司盈利能力提升，股息收益率也将稳中有升。

- **我们的观点**：招商局置地将继续执行“聚焦城市”和“轻资产运营”这两大战略，聚焦城市是提升公司在开展业务的 6 个城市的市场占有率，进一步做大做强；轻资产运营是发挥公司的品牌和资金实力，充分利用母公司的资源优势，再造一个新的公司和运营模式。随着公司的合约销售规模的增加并逐渐进入结算期，公司的业绩将会有本质的提升。另外，公司是深港通标的，作为招商蛇口在海外唯一的上市平台，对内地投资者有非常大的吸引力。根据市场一致预期，公司 2016/2017 年的净利润将分别为 7/10 亿元人民币，目前股价为 1.27 港元，对应 2016/2017 年 7.8/5.5 倍 PE，相对于公司的优质资产、品牌及央企背景，建议投资者强烈关注。
- **风险提示**：宏观经济增长放缓，限购限贷政策进一步收紧，新业务进展不及预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推　　荐：相对表现优于市场;

中　　性：相对表现与市场持平

回　　避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买　　入：相对大盘涨幅大于 15% ；

增　　持：相对大盘涨幅在 5%～15%之间

中　　性：相对大盘涨幅在-5%～5%;

减　　持：相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	**办公电话**	**邮箱**	**姓名**	**办公电话**	**邮箱**
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyanjg@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	**办公电话**	**邮箱**	**姓名**	**办公电话**	**邮箱**
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	**办公电话**	**邮箱**	**姓名**	**办公电话**	**邮箱**
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）传真：0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	**办公电话**	**邮箱**	**姓名**	**办公电话**	**邮箱**
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	**办公电话**	**邮箱**	**姓名**	**办公电话**	**邮箱**
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室　　传真：(852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”)在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。