天风证券 TF SECURITIES

招商蛇口（001979）

证券研究报告
2020 年 06 月 01 日

增资南油集团提升前海合资公司占比，引入平安资管定增后续合作可期

事件：6 月 1 日招商蛇口公告将向深投控发行股份、可转换公司债及支付现金购买南油集团 24%的股权，并向平安资管非公开发行股份募集配套资金。且自 6 月 1 日开市起停牌。

点评：通过此次交易，公司将提升在前海土地持地公司的持股比例由 36.2%至 41.6%。交易前，公司间接持有南油集团 76%的股权，另外 24%的股权由深投控（深圳国资委 100%控股）持有（见图 1）。交易完成后，南油集团将成为公司 100%全资子公司。根据南油集团官网首页，南油集团位于前海自贸区，注册资本 5 亿元，管理资产 246 亿元，目前在前海拥有 23 万平方米权属土地，目前主要持有资产为通过深圳市招商前海实业发展有限公司间接持有的深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司。更多交易细节暂未披露，**通过此次交易，公司将增加在前海土地合资公司的持股比例，由 36.2%上升至 41.6%。**

或引入平安资管作为股东，补充资金、后续合作加大值得期待。平安资管拟签署此次非公开发行股份认购协议，以平安寿险资金认购招商蛇口本次非公开发行的股份，发行完成后平安寿险将成为公司股东。同时，招商蛇口与深投控的交易完成后，深投控将成为招商蛇口股东。一方面通过定增引入平安资管资金，有助于补充公司经营所需的低成本资金，另一方面央企地产引入险资积极，大悦城定增引入太平人寿（2020.1）、上海临港引入太保寿险（2019.12）、金茂引入平安（2019.7）定增等类比来看，公司此次引入或符合当前“地产-险资”合作发展模式，一方面为地产补充低成本资金，另一方面为险资提供高分红、高股息的投资渠道。

此次增持南油集团的财务影响：

①招商蛇口通过对南油集团增持，增加对招商前海实业的持股比例，从而间接增加对前海土地合资公司的股权比例，由 36.2%上升至 41.6%，由于合资公司原本为招商蛇口并表，因此对资产负债表影响较小，归母资产比重提升，少股权益比重下降。

②对公司利润表影响较小，归母权益占比增加，前海合资公司持有总建面约 497.76 万方，按照 90%可售面积（约 450+万方），保守按照均价 8w 假设，粗估货值为 4032 亿，提升的 5.4%的持股比例或将增厚 20 亿以上归母净利润，少股损益下降

③前海地块开发进展 8-10 年：利润释放缓慢，分摊来看此次增资对报表影响较小

投资建议：公司一季度拿地积极，在手储备货值充裕，全年销售有望达到行业较高水平。此外，公司在粤港澳大湾区核心片区土储丰厚，随粤港澳大湾区建设推进，公司有望进行灵活处置。预计公司 2020 年可售货值近 4000 亿，大概率实现 2020 年销售目标 2500 亿，业绩继续高增长。但考虑到近年来公司毛利率以及结算权益略有下降，我们预计公司 2020、2021 年净利润分别为 184.7 亿、210.7 亿，对应 EPS 分别为 2.33 元、2.66 元，对应 PE 为 6.87X、6.03X，维持“买入”评级。

风险提示：定增进展不及预期，股权收购不及预期，行业政策变动不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	88,277.85	97,672.18	121,113.50	152,295.88	167,068.58
增长率(%)	16.99	10.64	24.00	25.75	9.70
EBITDA(百万元)	29,837.10	34,261.41	35,411.09	44,826.72	47,276.39
净利润(百万元)	15,240.05	16,033.18	18,474.36	21,065.67	23,796.01
增长率(%)	24.71	5.20	15.23	14.03	12.96
EPS(元/股)	1.92	2.02	2.33	2.66	3.00
市盈率(P/E)	8.33	7.92	6.87	6.03	5.34
市净率(P/B)	1.67	1.34	1.37	1.17	0.99
市销率(P/S)	1.44	1.30	1.05	0.83	0.76
EV/EBITDA	5.79	7.27	1.30	8.10	(0.17)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,922.32
流通 A 股股本(百万股)	7,921.88
A 股总市值(百万元)	126,994.75
流通 A 股市值(百万元)	126,987.75
每股净资产(元)	9.65
资产负债率(%)	63.70
一年内最高/最低(元)	22.48/15.90

作者

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《招商蛇口-季报点评:结算维持高增长，拿地积极、销售修复明显》2020-05-01

2 《招商蛇口-年报点评报告:重质量稳发展、销售有望持续高增长》2020-04-22

3 《招商蛇口-公司点评:销售同比放缓，拿地积极度提升》 2020-02-16

关于前海土地整备情况梳理

（1）**土地整备阶段：**前海管理局根据《土地整备协议》的约定收回前海土地整备范围内原 19 家持地公司（基本为招商蛇口控股公司）原规划下的全部土地使用权，计算得出土地补偿价值约 432.10 亿元，再由前海管理局向招商蛇口控股子公司招商驰迪置换价值等于上述补偿价值的新规划下的土地使用权。该部分置换用地及前海管理局收回的经营性用地，将一并纳入合资合作范围。

（2）**合资合作阶段，**招商蛇口控股子公司招商前海实业和前海管理局下属前海投控将各自获得的合资合作范围内新规划下的持地公司股权注入合资公司，通过现金对价补足实现 50%：50%的股权比例，并由招商蛇口合并财务报表。

合资公司中招蛇方（招商驰迪）出资部分为与前海方（前海鸿昱）各自出资的部分分别为：

① 前海实业（招商驰迪）：置换用地面积约为 42.53 万平方米，总建筑面积约为 212.9 万平方米。

② 前海投控（前海鸿昱）：地块面积约为 50.14 万平方米、建筑面积约为 284.86 万平方米。

③ 在合资公司股东双方股权增资的同时，通过现金补足（招商驰迪出资现金 84.9995 亿）对价方式实现招商前海实业和前海投控各持有合资公司 50%的股权。

（3）**当前进展情况：**土地整备阶段已经完成，且合资公司资产已经完成过户。当前处于前海地块开发运营阶段。

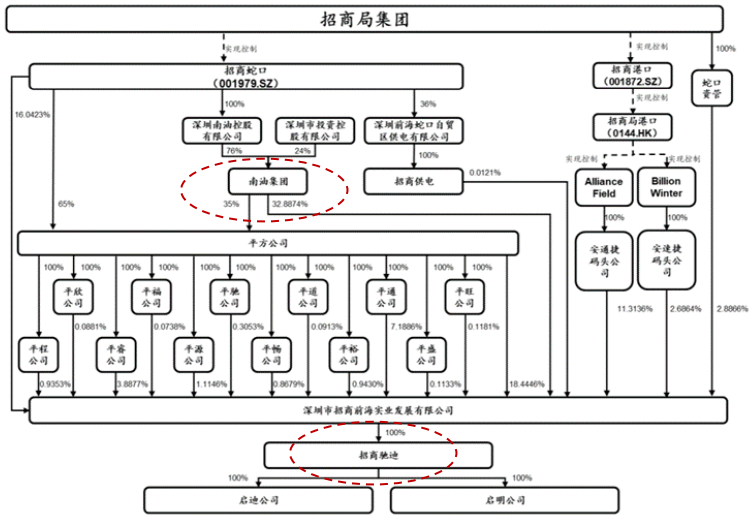
（4）**此次增持南油集团的财务影响：**

① 招商蛇口通过对南油集团增持，增加对招商前海实业的持股比例，从而间接增加对前海土地持地公司的股权比例，由 **36.2%上升至 41.6%，对公司利润表影响较小，归母权益占比增加，对资产负债表影响较小，归母资产比重提升。**

② 货值粗估：前海合资公司持有总建面约 497.76 万方，按照 90%可售面积，保守按照均价 8w 假设，粗估货值为 4032 亿，**提升的 5.4%的持股比例或将增厚 20 亿以上归母净利润**

③ **海地块开发进展 8-10 年，利润释放或仍需一定年限，此次增资短期影响相对较小。**

图 1：南油集团股权架构（收购前）



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	67,375.07	75,323.85	241,382.14	12,183.67	297,051.51
应收票据及应收账款	1,203.55	1,811.03	328.50	1,069.77	699.13
预付账款	2,678.69	3,512.63	3,083.01	8,160.66	2,554.44
存货	210,820.96	312,206.73	211,047.34	474,571.78	256,074.80
其他	72,357.59	84,394.88	102,505.16	129,842.96	122,339.36
流动资产合计	**354,435.87**	**477,249.12**	**558,346.15**	**625,828.83**	**678,719.24**
长期股权投资	17,311.01	26,593.05	26,593.05	26,593.05	26,593.05
固定资产	3,400.92	4,607.55	4,771.50	4,814.68	4,772.39
在建工程	927.96	818.94	527.37	364.42	248.65
无形资产	541.48	612.25	588.65	565.05	541.45
其他	46,604.21	107,807.17	100,798.97	101,748.46	103,044.51
非流动资产合计	**68,785.58**	**140,438.97**	**133,279.54**	**134,085.65**	**135,200.05**
资产总计	**423,221.45**	**617,688.09**	**691,994.96**	**760,037.58**	**814,083.40**
短期借款	16,740.87	22,170.14	19,455.00	84,264.72	30,540.00
应付票据及应付账款	26,046.90	35,509.49	45,836.73	50,687.56	57,521.81
其他	187,827.20	237,328.72	309,076.50	269,809.83	383,063.56
流动负债合计	**230,614.97**	**295,008.36**	**374,368.23**	**404,762.11**	**471,125.37**
长期借款	61,646.83	68,834.88	68,500.00	82,346.68	45,000.00
应付债券	16,498.74	18,276.00	14,390.83	16,388.53	16,351.79
其他	5,598.22	8,198.38	5,743.66	6,513.42	6,818.49
非流动负债合计	**83,743.80**	**95,309.27**	**88,634.49**	**105,248.63**	**68,170.27**
负债合计	**314,358.77**	**390,317.62**	**463,002.72**	**510,010.73**	**539,295.64**
少数股东权益	32,953.98	132,524.98	136,486.42	141,144.69	145,994.79
股本	7,904.09	7,916.21	7,922.32	7,922.32	7,922.32
资本公积	12,049.53	13,809.81	13,809.81	13,809.81	13,809.81
留存收益	60,138.73	71,045.64	84,583.50	100,959.84	120,870.65
其他	(4,183.65)	2,073.83	(13,809.81)	(13,809.81)	(13,809.81)
股东权益合计	**108,862.68**	**227,370.47**	**228,992.24**	**250,026.85**	**274,787.76**
负债和股东权益总	**423,221.45**	**617,688.09**	**691,994.96**	**760,037.58**	**814,083.40**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**88,277.85**	**97,672.18**	**121,113.50**	**152,295.88**	**167,068.58**
营业成本	53,414.73	63,829.17	79,147.68	99,525.36	109,596.99
营业税金及附加	8,324.22	9,199.82	9,083.51	11,422.19	12,530.14
营业费用	1,553.83	2,206.65	1,816.70	2,284.44	2,506.03
管理费用	1,527.48	1,728.57	1,816.70	2,710.87	2,840.17
研发费用	0.00	52.39	0.00	0.00	0.00
财务费用	2,447.86	2,772.56	4,523.90	9,639.83	8,062.61
资产减值损失	985.53	(2,092.44)	500.00	(1,800.00)	(1,000.00)
公允价值变动收益	(62.56)	114.43	0.95	0.32	(0.53)
投资净收益	6,547.67	10,231.35	6,450.00	6,450.00	6,450.00
其他	(13,074.23)	(16,690.32)	(12,901.90)	(12,900.63)	(12,898.94)
营业利润	**26,613.34**	**26,319.99**	**30,675.96**	**34,963.51**	**38,982.12**
营业外收入	143.58	144.70	148.72	145.67	146.36
营业外支出	155.96	340.98	224.29	240.41	268.56
利润总额	**26,600.95**	**26,123.71**	**30,600.39**	**34,868.77**	**38,859.92**
所得税	7,140.17	7,266.83	7,956.10	9,065.88	10,103.58
净利润	**19,460.78**	**18,856.88**	**22,644.29**	**25,802.89**	**28,756.34**
少数股东损益	4,220.73	2,823.71	4,169.94	4,737.22	4,960.34
归属于母公司净利润	**15,240.05**	**16,033.18**	**18,474.36**	**21,065.67**	**23,796.01**
每股收益（元）	1.92	2.02	2.33	2.66	3.00

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	19,460.78	18,856.88	18,474.36	21,065.67	23,796.01
折旧摊销	1,125.04	1,281.37	211.23	223.37	231.66
财务费用	4,141.08	5,000.23	4,523.90	9,639.83	8,062.61
投资损失	(6,547.67)	(10,231.35)	(6,450.00)	(6,450.00)	(6,450.00)
营运资金变动	18,120.60	4,046.82	181,638.48	(334,263.82)	349,716.25
其它	(25,821.69)	(5,141.87)	4,170.89	4,737.53	4,959.81
经营活动现金流	**10,478.14**	**13,812.07**	**202,568.85**	**(305,047.41)**	**380,316.34**
资本支出	9,108.59	9,136.58	2,514.72	(689.76)	(255.07)
长期投资	9,047.07	9,282.04	0.00	0.00	0.00
其他	(15,200.42)	(31,576.69)	3,504.11	7,305.30	6,615.09
投资活动现金流	**2,955.23**	**(13,158.07)**	**6,018.84**	**6,615.54**	**6,360.03**
债权融资	116,375.94	141,903.83	124,920.85	208,562.36	118,811.87
股权融资	(6,884.63)	7,065.36	(20,353.68)	(9,592.08)	(8,014.86)
其他	(108,640.36)	(132,720.89)	(147,096.57)	(129,736.88)	(212,605.54)
筹资活动现金流	**850.95**	**16,248.29**	**(42,529.40)**	**69,233.40**	**(101,808.53)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**14,284.32**	**16,902.30**	**166,058.28**	**(229,198.46)**	**284,867.83**

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	16.99%	10.64%	24.00%	25.75%	9.70%
营业利润	28.24%	-1.10%	16.55%	13.98%	11.49%
归属于母公司净利润	24.71%	5.20%	15.23%	14.03%	12.96%
获利能力					
毛利率	39.49%	34.65%	34.65%	34.65%	34.40%
净利率	17.26%	16.42%	15.25%	13.83%	14.24%
ROE	20.08%	16.90%	19.97%	19.35%	18.48%
ROIC	19.01%	18.84%	13.97%	281.63%	10.09%
偿债能力					
资产负债率	74.28%	63.19%	66.91%	67.10%	66.25%
净负债率	45.01%	29.28%	-50.86%	78.54%	-64.86%
流动比率	1.54	1.62	1.49	1.55	1.44
速动比率	0.62	0.56	0.93	0.37	0.90
营运能力					
应收账款周转率	123.94	64.80	113.22	217.84	188.90
存货周转率	0.47	0.37	0.46	0.44	0.46
总资产周转率	0.23	0.19	0.18	0.21	0.21
每股指标（元）					
每股收益	1.92	2.02	2.33	2.66	3.00
每股经营现金流	1.32	1.74	25.57	-38.50	48.01
每股净资产	9.58	11.97	11.68	13.74	16.26
估值比率					
市盈率	8.33	7.92	6.87	6.03	5.34
市净率	1.67	1.34	1.37	1.17	0.99
EV/EBITDA	5.79	7.27	1.30	8.10	-0.17
EV/EBIT	5.96	7.51	1.31	8.14	-0.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com