

招商蛇口(001979)

报告日期: 2023年04月19日

宝剑锋从磨砺出, 梅花香自苦寒来

——招商蛇口跟踪报告

投资要点

- 打造区域深耕优势, 市占率提升潜力广阔**
 2022年公司在25个城市累计获取56宗地块, 总计容建面约726万平方米, 总地价约1279亿元。公司拿地城市数量由2021年的46个城市缩减至25个, 拿地强度为43.7%, 拿地强度仍保持高位。公司在“强心30城”和“深耕6+10城”的投资金额占比分别达94%和90%, 单城投放权益地价高达31亿元, 较2021年的30亿元单城投入资源有提高, 公司发展聚焦度再提升。我们认为, 房地产企业当前拿地货值市占率隐含了地产企业未来销售的理论市占率上限, 两者之间差值越大说明公司未来销售市占率提升的弹性越强。2022年招商蛇口新增货值的市占率高于2022年销售市占率2.8个百分点, 市占率提升潜力位于行业前列。
- 开发与经营并重, 打造经营稳健基本盘**
 2022年度业绩发布会上, 公司强调开发与经营并重。1) 从资产运营业务来看, 公司资产运营业务收入稳健增长, 2022年公司管理范围内全口径资产运营收入(未扣除租金减免金额)57.1亿元, 实现EBITDA 30.4亿元, 分别同比增长6.2%和6.9%。公司在十四五规划中设立“双百战略”, 逐渐完善资产运营业务体系, 在建及筹开项目丰富, 在未来2-3年有望保持持续增长。2) 从城市服务业来看, 子公司招商积余深耕物业服务, 依托招商蛇口稳健的住宅开发业务和存量双百目标, 管理面积和收入中长期有望保持稳增长。
- 前海妈湾及太子湾高质量土储价值释放**
 深圳前海作为深圳市重点打造的潜力区域, 具备较高的开发价值, 区域内供需关系良好, 大部分项目开盘去化率超90%。2016年9月公司与前海管理局开始负责统筹开发运营深圳前海妈湾地区约2.9平方公里的区域, 2022年12月公司对片区内项目公司的权益比例增加6.825%, 上升至43.0%。我们测算, 妈湾及太子湾片区未售货值为3675亿元及160亿元。我们认为, 妈湾及太子湾片区可以为公司长期贡献高质量土储, 公司业绩增长提供充足动能。
- 双REITs平台培育多元化业务发展新动能**
 2022年6月, 招商局商业房托收购由公司持有的北京招商局航华科贸中心项目, 首次布局大湾区外的核心写字楼资产; 目前公司亦正在积极推动蛇口产业园REIT扩募工作, 拟注入位于深圳市光明区的光明科技园加速器二期项目, 公司双REITs平台发展动能强劲。公司的双REITs平台确立了公司资产运营项目“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式, 未来能够帮助公司盘活存量资产, 助力公司资产运营业务的发展。我们认为, 具有REITs平台、能够实现存量资产退出的房企, 其存量资产流动性会因REITs平台而大大增强, 因此应该给与其存量资产更加市场化的估值。招商蛇口的存量资产(投资性物业中房地产和建筑物估值)2022年底为584亿元, 我们估算公司存量资产价值715亿元, 存量资产有131亿元的价值重估。
- 盈利预测与估值**
 我们预计公司2023-2025年归母净利润为71、101、117亿元, EPS为0.92、1.30、1.52元每股。综合考虑公司的发展策略、土储质量、多元化业务开发能力等方面, 我们认为公司应当享有估值溢价, 维持公司2023年20倍PE估值, 目标价18.4元。此外, 结合我们测算招商蛇口NAV价值, 公司截止2022年4月14日的收盘价对应NAV估值折价49.6%, 显著低估。公司2023年的目标价18.40元对应NAV估值折价38.1%, 具备投资价值, 我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示**
 妈湾区域土储入市节奏低于预期; 一二线城市修复力度减弱。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡
 执业证书号: S1230521120001
 yangfan02@stocke.com.cn

研究助理: 吴贵伦
 wuguilun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.75
总市值(百万元)	114,151.70
总股本(百万股)	7,739.10

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩深蹲待起跳, 双百驱动动葆长青》 2023.03.21
- 2 《经营业绩短期承压, 销售拿地表现良好》 2022.11.01
- 3 《聚焦策略露峥嵘, REITs融资优势独特》 2022.10.11

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	183003	199029	235255	275277
(+/-) (%)	13.92%	8.76%	18.20%	17.01%
归母净利润	4264	7106	10068	11730
(+/-) (%)	-58.89%	66.66%	41.68%	16.50%
每股收益(元)	0.55	0.92	1.30	1.52
P/E	27.21	16.32	11.52	9.89

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 价值分析 Step1: 城市深耕再聚焦, 市占率提升潜能大.....	5
2 价值分析 Step2: 高瞻远瞩发展存量, 打造长期稳定基本盘.....	8
2.1 资产运营业务: 运营收入稳步提升, 业务管控体系不断完善.....	8
2.2 城市服务业务: 深耕物业基础服务, 积极探索增值业务.....	11
3 价值分析 Step3: 深圳前海妈湾及太子湾片区价值重塑.....	12
4 双 REITs 平台培育多元化业务发展新动能.....	14
5 估值分析及投资建议.....	15
6 风险提示.....	17

图表目录

图 1: 2022 年公司新增土储计容建面 TOP10 城市	6
图 2: 2021 年公司拿地分线城市分布情况	7
图 3: 2022 年公司拿地分线城市分布情况	7
图 4: 深圳前海自贸投资及其下属公司股权关系 (截止至 2022 年 12 月 17 日)	13
表 1: 2022 年公司新增土储情况	5
表 2: 公司 2022 年新增拿地城市计容建面情况	6
表 3: 房企销售市占率提升空间	7
表 4: 公司分业务类型营业收入及毛利率情况	8
表 5: 公司 2022 年资产运营项目在营及在建项目情况	8
表 6: 公司 2018-2022 年持有型物业出租情况	9
表 7: 2018-2022 年公司投资性房地产账面价值 (房屋、建筑物)	9
表 8: 典型城市不同业态 Cap Rate	10
表 9: 公司资产运营业务估值情况	11
表 10: 招商积余及可比公司估值	11
表 11: 前海区域部分项目开盘信息统计	12
表 12: 近 36 个月前海区域成交住宅用地情况	12
表 13: 公司 2022 年末前海妈湾片区货值预估	13
表 14: 2022 年末公司太子湾片区货值情况	14
表 15: 蛇口产业园 REIT 基本信息	15
表 16: 招商蛇口 NAV 估值	16
表 17: 可比公司估值	17
表附录: 三大报表预测值	18

1 价值分析 Step1: 城市深耕再聚焦, 市占率提升潜能大

战略聚焦核心城市, 拿地集中度提升。根据国家统计局数据, 2022 年房地产行业销售规模同比下降 26.7%, 土地购置面积同比减少 53.4%, 部分房企拿地战略“回归核心城市及核心地区”。在此背景下, 招商蛇口提出明确的区域聚焦及城市深耕策略: 重点投资 30 城, 深耕强心 6+10 城。2022 年公司共在 25 个城市累计获取 56 宗地块, 总计容建面约 726 万平方米, 总地价约 1279 亿元。公司拿地城市数量由 2021 年的 46 个城市缩减至 25 个, 拿地面积/销售面积(拿地强度)为 43.7%, 拿地强度保持高位。2022 年公司拿地的权益地价为 766 亿元, 按照地价计算权益比为 60%。公司在“强心 30 城”和“深耕 6+10 城”的投资金额占比分别达 94%和 90%, 单城投放权益地价高达 31 亿元, 较 2021 年的 30 亿元单城投入资源有提高, 公司拿地聚焦度再次提升。

拿地区位更趋核心, 上海拿地金额占比 28%。在 2022 年公司拿地的 25 个城市中, 2021 年公司参与拿地的城市有 20 个, 2022 年公司 25 城平均拿地楼面价为 17614 元/平, 较 2021 年公司 20 城拿地均价提高 1260 元/平, 我们认为这反映出公司在 2022 年拿地更加聚焦核心区域优质地块。2022 年公司在上海市单城实现销售额 740 亿元, 市占率达 11.4% (根据克尔瑞统计, 2022 年上海商品住宅成交金额为 6519.82 亿元)。2022 年公司在上海共获取地块 10 宗, 总计拿地金额 357 亿元。虽然公司在 2022 年上海拿地总金额及面积同比 2021 年有所下降, 但在上海单城的拿地金额占公司总拿地金额占比高达 28%, 上海仍为公司投入最多的城市。

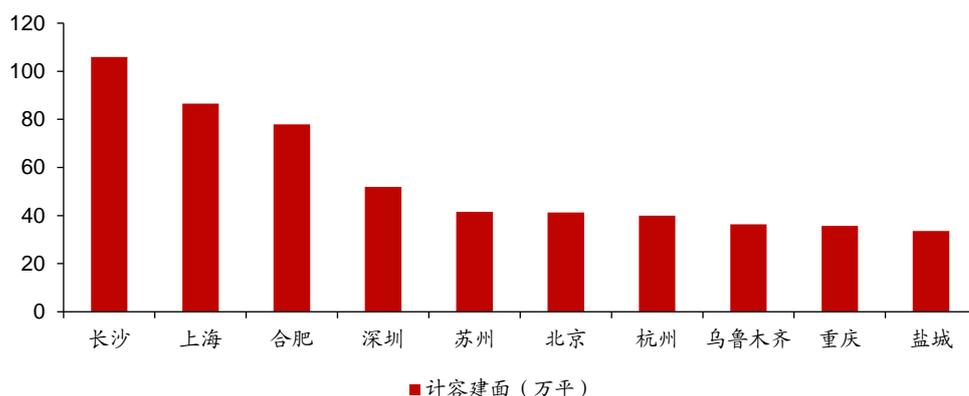
新增土储质素优良, 首开去化率较高。公司 2022 年新增项目中有 22 个项目实现当年拿地当年开盘, 占比总项目数 39%, 首开当天平均去化率 77%, 为 2022 年贡献销售金额约 300 亿元。

表1: 2022 年公司新增土储情况

序号	城市	土地数量 (个)	计容建面 (万平)	序号	城市	土地数量 (个)	计容建面 (万平)
1	长沙	4	105.9	14	温州	1	18.9
2	上海	10	86.6	15	南通	1	16.7
3	合肥	5	77.9	16	宁波	1	15.6
4	深圳	5	51.9	17	金华	1	10.3
5	苏州	3	41.6	18	佛山	1	7.8
6	北京	3	41.3	19	福州	1	7.0
7	杭州	4	39.9	20	成都	1	6.9
8	乌鲁木齐	1	36.4	21	南京	1	6.7
9	重庆	1	35.8	22	昆明	2	5.6
10	盐城	2	33.5	23	香港	2	5.3
11	西安	1	22.3	24	厦门	1	4.2
12	东莞	1	22.2	25	郑州	1	3.9
13	三亚	2	22.0		合计	56	726.1

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图1: 2022年公司新增土储计容建面 TOP10 城市



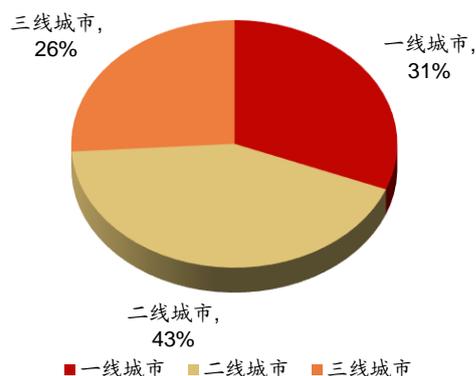
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表2: 公司 2022 年新增拿地城市计容建面情况

城市	2022 年拿地 计容建筑面积 (万平)	2021 年拿地 计容建筑面积 (万平)	拿地计容面积 同比 (%)	2022 年全口 径拿地金额 (亿元)	2021 年全口 径拿地金额 (亿元)	拿地全口径金 额同比 (%)	2022 年拿地 楼面价 (元/ 平)	2021 年拿地 楼面价 (元/ 平)	拿地楼面 价变化 (元/平)
深圳	51.9	45.0	15%	129	60	113%	24812	13422	11390
北京	41.4	16.0	159%	150	77	94%	36266	48326	-12060
合肥	77.9	51.9	50%	80	42	92%	10216	8005	2211
南通	16.7	28.7	-42%	27	20	37%	16021	6812	9209
盐城	33.6	31.8	6%	37	31	20%	10970	9645	1325
金华	10.3	6.7	55%	12	10	18%	11726	15347	-3621
上海	86.6	121.1	-29%	357	380	-6%	41218	31378	9841
厦门	4.2	5.1	-19%	10	10	-7%	23077	20117	2960
杭州	39.9	51.5	-23%	67	87	-24%	16755	16989	-234
西安	22.3	26.4	-16%	25	34	-27%	11062	12856	-1794
苏州	41.6	89.5	-53%	85	135	-37%	20495	15083	5412
昆明	5.6	7.7	-28%	5	8	-43%	8542	10806	-2264
东莞	22.2	58.1	-62%	50	94	-46%	22611	16107	6503
重庆	35.8	69.9	-49%	26	56	-54%	7201	7983	-783
温州	18.9	42.5	-56%	27	65	-58%	14539	15313	-775
郑州	3.9	15.6	-75%	3	9	-72%	6792	6075	717
宁波	15.6	57.7	-73%	18	75	-76%	11755	12996	-1241
成都	7.0	66.2	-89%	13	57	-78%	18088	8661	9427
佛山	7.8	21.1	-63%	5	26	-83%	5903	12551	-6648
南京	6.7	92.0	-93%	18	202	-91%	26276	21926	4350
福州	7.0	\	\	14	\	\	20554	\	\
三亚	22.0	\	\	9	\	\	4175	\	\
乌鲁木齐	36.4	\	\	12	\	\	3353	\	\
香港	5.3	\	\	31	\	\	59327	\	\
长沙	105.9	\	\	75	\	\	7102	\	\
合计	726.1	904.5	-20%	1279	1479	-13%	17614	16353	1260

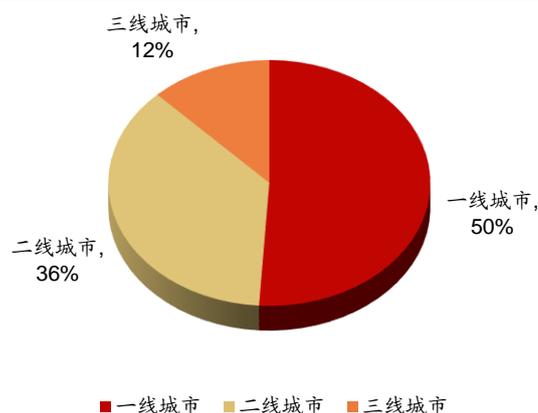
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 2021 年公司拿地分线城市分布情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 2022 年公司拿地分线城市分布情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

逆势布局, 市占率提升, 潜力广阔。土地是房地产企业重要生产资料, 决定了房企中期维度的开发和销售(1-2年)。2022年受房地产行业销售下行影响, 房企拿地整体缩量。2022年拿地减少的房企需要通过消耗存量土储来维持销售, 而2022年逆势增储的房企有望在2023年市场复苏中抢占修复先机。我们认为, 房地产企业当前拿地货值市占率隐含了地产企业未来销售的理论市占率上限, 两者之间差值越大说明公司未来销售市占率提升的弹性越强。根据克尔瑞数据, 公司2022年凭借在市场拿地力度相对较强, 新增货值的市占率为5.0%, 显著大于销售金额市占率2.2%, 销售市占率提升潜力位于行业前列。

表3: 房企销售市占率提升空间

房企	全口径销售金额排名			全口径销售金额市占率			新增货值排名			新增货值市占率			市占率提升空间预估
	2021	2022	同比	2021	2022	同比	2021	2022	同比	2021	2022	同比	
华润置地	8	4	+4	1.7%	2.3%	0.5%	7	2	+5	4.3%	8.1%	+3.8%	+5.8%
保利发展	4	2	+2	3.0%	3.4%	0.5%	2	1	+1	6.1%	8.5%	+2.4%	+5.1%
滨江集团	22	13	+9	0.9%	1.2%	0.2%	22	5	+17	1.6%	5.2%	+3.6%	+4.1%
中海地产	6	5	+1	2.0%	2.2%	0.2%	4	3	+1	5.1%	6.0%	+0.9%	+3.8%
越秀地产	37	16	+21	0.6%	0.9%	0.3%	14	7	+7	2.5%	3.9%	+1.4%	+3.0%
招商蛇口	7	6	+1	1.8%	2.2%	0.4%	8	6	+2	3.7%	5.0%	+1.3%	+2.8%
万科地产	2	3	-1	3.4%	3.2%	-0.3%	3	4	-1	6.0%	5.8%	-0.2%	+2.6%
绿城中国	13	8	+5	1.5%	1.6%	0.1%	5	8	-3	4.7%	3.5%	-1.2%	+1.9%
建发房产	21	10	+11	0.9%	1.3%	0.3%	12	10	+2	2.7%	3.1%	0.4%	+1.8%
华发股份	32	18	+14	0.7%	0.9%	0.2%	88	12	+76	0.4%	2.4%	2.0%	+1.5%
龙湖集团	10	9	+1	1.6%	1.5%	-0.1%	6	14	-8	4.4%	2.3%	-2.1%	+0.7%
中国金茂	15	12	+3	1.3%	1.2%	-0.1%	10	16	-6	3.1%	1.7%	-1.4%	+0.5%
旭辉集团	14	17	-3	1.4%	0.9%	-0.4%	13	48	-35	2.6%	0.6%	-2.0%	-0.3%
金地集团	11	7	+4	1.6%	1.7%	0.1%	16	55	-39	2.3%	0.5%	-1.7%	-1.1%
碧桂园	1	1	0	4.2%	3.5%	-0.7%	1	44	-43	8.9%	0.6%	-8.3%	-2.9%

资料来源: Wind, 克尔瑞, 国家统计局, 浙商证券研究所

2 价值分析 Step2: 高瞻远瞩发展存量, 打造长期稳定基本盘

坚持“三个转变”，强调开发与经营并重。公司除以开发业务作为主要业务外，也致力于资产运营业务及城市服务业务。其中，资产运营业务涵盖集中商业、产业办公、公寓酒店及零星物业等六种业态的物业运营及资产管理；城市服务业务涵盖物业管理、邮轮、会展、康养等业务。公司定位为“成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”，**2023 年公司发展致力于“三个转变”：由开发为主，向开发经营并重转变；由重资产为主，向轻重资产结合转变；由同质化竞争，向差异化发展转变。**

表4: 公司分业务类型营业收入及毛利率情况

业务类型	2021 年			2022 年		
	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)
开发业务	1452.83	1060.52	27.00%	1655.64	1306.94	21.06%
资产运营	46.20	38.50	16.66%	42.20	47.15	-11.74%
城市服务	107.41	98.21	8.56%	132.19	123.65	6.46%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2.1 资产运营业务: 运营收入稳步提升, 业务管控体系不断完善

“双百战略”高目标助力高增长。十四五期间，公司制定了“双百战略”，即在 2025 年末持有物业总营收过百亿，至少获取 100 个集中商业及核心写字楼，截至 2022 年公司持有型业务营收 31.6 亿元，在手集中商业 33 个，写字楼 30 个。

资产运营业务收入稳健增长，在建及筹开资源丰富。2022 年公司管理范围内全口径资产运营收入（未扣除租金减免金额）57.1 亿元，实现 EBITDA 30.4 亿元，分别同比增长 6.2% 和 6.9%。6 大业态在营项目合计 152 个，对应总建筑面积 816 万平，在建项目个数 103 个（不包括在建产业园个数），对应总建筑面积 876 万平，公司在建及筹开资源丰富。

表5: 公司 2022 年资产运营项目在营及在建项目情况

	在营项目个数 (个)	总建筑面积 (万平)	在建项目个数 (个)	总建筑面积 (万平)
集中商业	33	288	41	404
写字楼	30	113	11	111
产业园	33	257	-	218
长租公寓	41	108	28	64
酒店	15	50	23	79
合计	152	816	103	876

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

可出租资产逐年增长。1) 集中商业业态，2022 年末，公司管理范围内集中商业在营项目 33 个，总经营建筑面积约 288 万平方米；在建及筹开项目 41 个，总建筑面积约 404 万平方米。2022 年，公司集中商业运营收入（未扣除租金减免金额）为 12.89 亿元，实现 EBITDA 4.69 亿元；2) 写字楼业态，2022 年末，公司管理范围内写字楼在营项目 30 个，

总经营建筑面积约 113 万平方米，其中 80% 布局在一线城市；在建项目 11 个，总建筑面积约 111 万平方米。2022 年公司写字楼运营收入（未扣除租金减免金额）为 11.59 亿元，实现 EBITDA 8.28 亿元；3) 产业园业态，公司目前主要运营管理网谷、意库和智慧城等产业园产品线，布局国内核心一二线 16 个城市，规划建筑面积 475 万平方米。2022 年末，产业园在营项目 33 个，总经营建筑面积约 257 万平方米。2022 年公司产业园运营收入（未扣除租金减免金额）为 12.14 亿元，实现 EBITDA 8.16 亿元；4) 长租公寓业态，2022 年末，公司管理范围内的长租公寓布局 21 个城市，在营项目 41 个，总经营建筑面积约 108 万平方米，房源 2.67 万间；在建及筹开项目 28 个，总建筑面积约 64 万平方米，房源总数 1.39 万间。2022 年长租公寓运营收入（未扣除租金减免金额）为 10.25 亿元，实现 EBITDA 6.84 亿元；5) 酒店业态，2022 年末，公司酒店业务布局国内 15 个城市和 2 个海外国家，在营酒店项目 15 个，总经营建筑面积 50 万平方米；建设期项目 23 个，总建筑面积 79 万平方米。2022 年，公司酒店运营收入（未扣除租金减免金额）为 5.43 亿元。

表6: 公司 2018-2022 年持有型物业出租情况

	2018	2019	2020	2021	2022
出租物业建面 (万方)	312	365	414	452	549
公寓及住宅	80	91	100	105	111
写字楼	62	44	52	75	97
厂房	82	95	112	125	171
商铺及商业中心	80	119	130	126	150
其他	7	16	19	21	20
酒店 (客房, 间)	1684	2438	1718	3100	3424
土地 (万方)	203	154	149	140	133
出租物业收入 (亿元)	33.7	37.1	35.3	41.2	31.6
公寓及住宅	7.5	8.4	9.1	10.4	9.7
写字楼	5.7	5.0	3.6	4.7	5.2
厂房	5.2	6.1	5.6	6.3	5.9
商铺及商业中心	6.0	7.7	9.2	11.3	9.8
其他	0.5	1.0	1.5	1.5	1.1
酒店 (亿元)	7.5	7.8	5.1	6.1	5.6
土地 (亿元)	1.3	1.1	1.2	1.0	1.2

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

成本法估算持有物业易低估资产价值。2022 年公司投资性房地产中房屋和建筑物的账面价值为 584 亿元。我们认为，公司的投资性房地产项目按目前成本法计量，在持续折旧后，账面投资性房地产将难以衡量真实的资产价格，导致使用净资产来估值较难体现出其创造现金流价值的能力。持有物业的核心在于经营期能够创造稳定现金流能力，因此我们认为用 EBITDA 及 NOI 去估算公司投资物业价值更贴切。

表7: 2018-2022 年公司投资性房地产账面价值 (房屋、建筑物)

	2018	2019	2020	2021	2022
投资性房地产账面价值 (房屋、建筑物) (亿元)	261	387	441	539	584
yoy (%)	78%	48%	14%	22%	8%

资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

以下，我们用 **EV/EBITDA** 和 **NOI/Cape Rate** 两种方法估算资产价值。

1) EV/EBITDA 估值方法:

EV/EBITDA 是相对估值方法。我们根据资产类别筛选出两家可比公司，分别是中国国贸和浦东金桥。

①中国国贸是一家规模大、功能齐全的综合性的商务服务企业，主营业务为商业、写字楼、长租公寓、酒店综合版块，故可参考该公司市场表现为招商蛇口的 4 个相关版块进行估值。中国国贸 2022 年 EV/EBITDA 估值约为 9.63 倍，2018-2022 年 EV/EBITDA 估值倍数在 8.28-11.45 之间。

②浦东金桥的核心产品是“开发区及功能集聚区市场化的产业、商业、住宅、办公、研发、学校等建筑房产”，承担上海金桥自由贸易试验区的开发建设、招商引资、产业发展和载体运营管理，着力打造产城融合的示范园区。浦东金桥可以作为招商蛇口产业园区业态的对标公司。浦东金桥 2022 年 EV/EBITDA 估值约为 16.43 倍，2018-2022 年 EV/EBITDA 估值倍数在 14.52-16.74 之间。

综上所述，我们考虑到招商蛇口公司规模更大，且存量资产 EBITDA/营运收入均高于 60%，我们认为可以给予招商蛇口除产业园区业态之外的资产运营版块 15 倍的 EV/EBITDA 估值，产业园版块 20 倍 EV/EBITDA 估值。

2) NOI 估值方法:

资本化率 (Cap Rate) 是存量资产定价的常用指标，常用于不动产大宗交易市场。资本化率体现资产运营净收益与资产价值之间的关系，客观反映了投资者对于收益回报的要求。根据北京大学发布的《建立不动产市场和 REITs 市场的相互价格发现：不动产资本化率调研》报告，可以了解到主要城市多个业态的 Cap Rate 情况。招商蛇口的持有类资产多分布在深圳、北京、上海、成都等核心一二线城市，因此我们参考典型城市的 Cap Rate 取集中商业、写字楼、产业园、长租公寓、酒店的 Cap Rate 分别为 5.0%、4.6%、5.25%、4.95%、5.55% 对各业态进行估值（详见表 8）。

2022 年公司存量资产业务平均出租为 80%，随着 2023 年疫情管控政策调整及宏观经济逐步向好，我们认为公司资产业务平均出租率在稳定期有望逐渐达到 90%。使用以上两种方法，我们对公司资产运营部分估值区间为 622-808 亿元。我们取两种方法均值，给予公司资产运营业务 715 亿元估值。

表8: 典型城市不同业态 Cap Rate

城市	甲级写字楼	零售	商务园区	酒店	服务式公寓/长租公寓
北京	核心 4.1%-4.6% 非核心 4.5%-5.1%	4.6%-5.3%	4.8%-5.3%	5.1%-5.9%	4.6%-5.1%
上海	核心 4.2%-4.8% 非核心 4.6%-5.2%	4.6%-5.5%	4.7%-5.6%	5.1%-6.0%	4.5%-5.3%
广州	4.3%-5.1%	4.5%-5.5%	5.1%-5.5%	5.4%-6.0%	4.8%-5.3%
深圳	4.3%-4.9%	4.4%-5.6%	4.9%-5.6%	5.2%-5.9%	4.6%-5.3%
主要二线城市	5.2%-6.0%	5.5%-5.6.1%	5.6%-6.1%	5.8%-6.3%	5.4%-6.3%

资料来源：北京大学《建立不动产市场和 REITs 市场的相互价格发现：不动产资本化率调研》，浙商证券研究所

表9: 公司资产运营业务估值情况

业态	租金收入 (亿元)	方法一				方法二		备注
		EBITDA (亿元)	预估稳定期 EBITDA (亿元)	EV/EBITDA (倍)	估值 (亿元)	Cap rate (%)	估值 (亿元)	
1) 集中商业	12.89	4.69	5.29	15	79	5.00%	111	
2) 写字楼	11.59	8.28	9.34	15	140	4.60%	213	
3) 产业园	12.14	8.16	9.20	20	184	5.25%	184	
4) 长租公寓	10.25	6.84	7.71	15	116	4.95%	164	
5) 酒店业态	5.43	3.53	3.98	15	60	5.55%	75	
6) 其他	4.80	2.51	2.88	15	43	5.00%	60	假设 EBITDA%为资产管理业务均值 52.3%，给予 15 倍 EV/EBITDA 估值，给予 Cap rate 为 5%
估值					622		808	

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2.2 城市服务业务: 深耕物业基础服务, 积极探索增值业务

城市服务业务主要包括物业管理、邮轮业务、康养业务及会展业务。1) 招商积余, 作为公司旗下物业管理和轻资产运营服务平台, 截至 2022 年末, 招商积余物业在管项目达到 1884 个, 覆盖全国 127 个城市, 管理面积 3.11 亿平方米, 其中, 非住宅管理面积 1.82 亿平方米, 住宅管理面积 1.29 亿平方米。招商积余全年实现营业收入 130.24 亿元, 同比增长 22.97%; 归属于上市公司股东的净利润 5.94 亿元, 同比增长 15.72%; 2) 邮轮业务, 蛇口太子湾邮轮母港, 作为中国首艘五星旗邮轮“招商伊敦”号的始发港, 已实现粤港澳大湾区多城海上客运通勤、香港机场航线、国际邮轮中转、湾区近海游、邮轮远洋游、岸线岛屿与海上文旅等多层级服务功能; 3) 康养业务, 2022 年公司新获取 4 个外部管理输出类项目, 轻资产能力进一步夯实; 4) 会展业务, 2022 年深圳国际会展中心在 1.5 个月有效办展时间内承办展会 16 次, 参会企业合计数 19563 家, 实现展览面积 191 万平方米, 位居全国第一。公司积极探索特色增值业务, 在邮轮业务及会展业务中处于行业领先地位。

招商积余归属于招商蛇口权益市值约 100 亿元。我们使用 PE 法为招商积余进行估值, 考虑到公司背靠母公司招商蛇口, 公司开发业务稳健发展能够给招商积余带来稳定的在管面积和收入增长。我们预计招商积余每年归母净利润增速能够达到 30% 左右。对照可比公司, 我们给予 2023 年招商积余 25 倍 PE 估值, 对应市值 196 亿元。招商蛇口实际权益比例为 51.16%, 归属于招商蛇口对应市值为 100 亿元。

表10: 招商积余及可比公司估值

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
2602.HK	万物云	452	38.4	1.65	-	1.77	2.28	23.24	-	21.66	16.84
2669.HK	中海物业	308	9.37	0.30	0.37	0.50	0.64	31.31	25.57	18.75	14.64
6049.HK	保利物业	273	49.40	1.53	2.06	2.52	3.14	32.29	24.04	19.63	15.75
1209.HK	华润万象生活	1,000	43.80	0.76	0.93	1.25	1.57	57.94	47.35	35.13	27.89
6098.HK	碧桂园服务	503	14.90	1.28	1.90	1.17	1.40	11.60	7.85	12.77	10.65
	均值							31.28	26.20	21.59	17.15
001914.SZ	招商积余	164	15.50	0.48	0.71	0.73	0.90	32.04	21.73	21.14	17.23

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 截止至 4 月 14 日, 公司估值均为 Wind 一致预期。

3 价值分析 Step3: 深圳前海妈湾及太子湾片区价值重塑

太子湾片区及妈湾片区为当前公司重点布局区域。公司在深圳前海蛇口自贸区的土地及物业主要分三大片区，包括蛇口片区、太子湾片区和前海片区。其中，蛇口片区已基本开发完毕，公司在太子湾片区及前海片区仍然拥有大量土储。本篇报告我们主要分析公司在太子湾及前海片区土储情况。

前海妈湾片区土储丰富，潜在收益高。2016年9月，前海管理局与招商局集团合资成立深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司，双方各持股50%，负责统筹开发运营深圳前海妈湾地区约2.9平方公里的区域。妈湾位于前海城市新中心核心区域，与桂湾、前湾并列前海三区，妈湾片区总经营性用地面积80.62万平方米，计容总建面455.8万平方米，（另外需安排60万平方米人才住房指标，由政府投资，需占公司经营性用地，含人才住房后总计容建面515.8万平方米），目前已开发69万平方米。

区域内供需关系健康，土储毛利率高。区域内供需关系健康，开盘去化率高。2019-2022年前海妈湾大部分项目开盘去化率保持在90%以上。根据前海地区已公开出让的土储情况，2020-2022年区域内共出让5宗住宅用地，合计出让土地建筑面积为76.9万平，平均扣除配建及自持楼面价约为7万/平，销售限价在92000-107100元/平。

表11: 前海区域部分项目开盘信息统计

楼盘名称	开盘日期	户型(平)	开盘均价	开盘去化
颐湾府一期	2019.11	120-190	10.2万/平	90%
招商领玺家园二期	2019.11	120-150	均价约10.8万/平	100%
天健悦桂府一期	2021.01	116-162	均价约10.3万/平	100%
峥玺家园二期	2021.09	117-121	均价约10.25万/平	100%
颐城栖湾里二期	2022.09	117-262	10.2万/平	99%
颐城臻湾悦三四期	2022.11	108-167	10.5万/平, 折后9.85万/平	90%
天健悦湾府二期	2022.11	112-165	均价约9.58万/平	入围率73%

资料来源: 熊大说房, 项目开盘信息简报, 浙商证券研究所

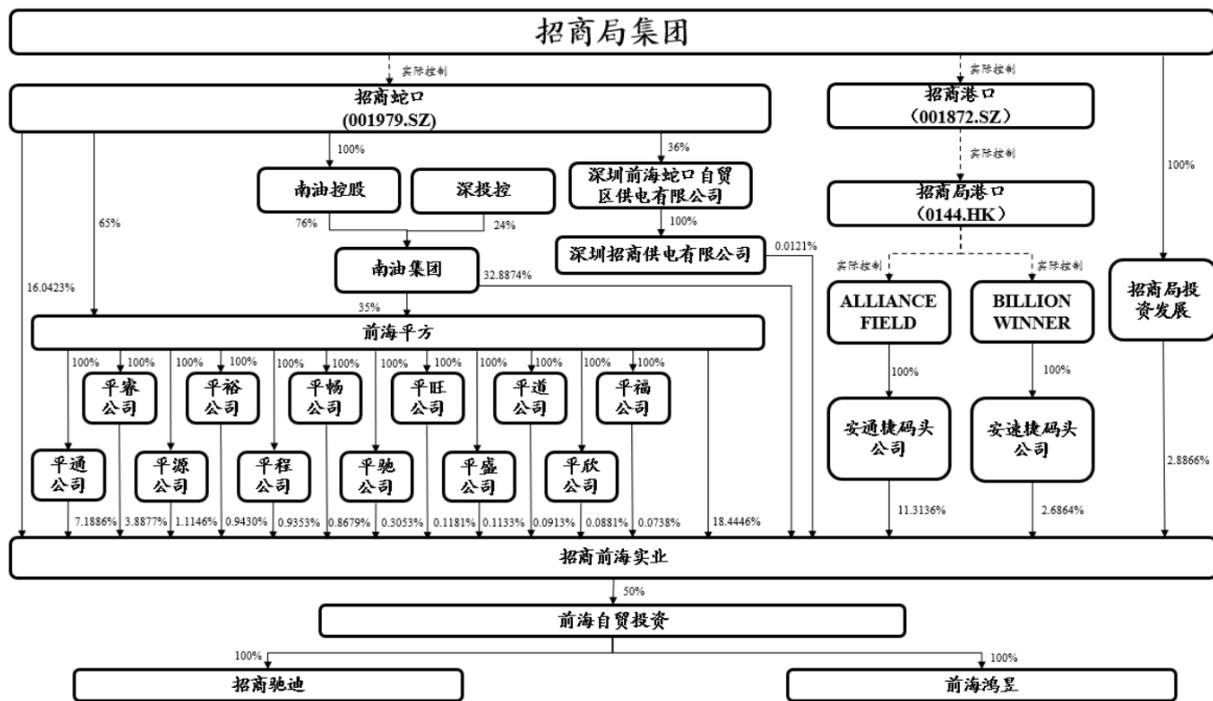
表12: 近36个月前海区域成交住宅用地情况

时间	土地宗数(宗)	建设用面积(万平)	规划建筑面积(万平)	成交楼面均价(元/平)	扣除配建/自持楼面价(元/平)	销售限价(元/平)	土地出让金(亿元)	竞得开发商
2022年8月	1	2.4	11.9	42974	59363	107100	51.3	招商蛇口
2021年11月	1	5.1	21.0	41255	56636	92000	86.7	人才安居, 深圳控股
2021年9月	1	2.3	12.6	41490	53316	92000	52.4	天健集团
2020年11月	1	2.7	13.0	62707	80235	107100	81.5	深圳前海建设, 电建地产, 华润置地, 金地集团
2020年5月	1	3.2	18.4	63165	81189	107100	116.0	龙光集团
近36月成交住宅用地合计	5	15.7	76.9	50414	66624	-	387.8	

资料来源: Wind, 中指, 浙商证券研究所

公司再融资助力增加核心资产权益。2022年12月17日，招商蛇口拟通过发行股份购买深投控持有的南油集团24%股权、招商局投资发展持有的招商前海实业2.89%股权。本次交易完成后，南油集团将成为上市公司的全资下属公司，上市公司对于招商前海实业的直接及间接持股比例将由83.10%增至85.99%，招商蛇口对于招商前海实业的权益比例提升约13.65%。交易完成后，对应招商蛇口对前海自贸投资的权益比例增加6.825%，上升至43.0%。

图4：深圳前海自贸投资及其下属公司股权关系（截止至2022年12月17日）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

太子湾片区开发成熟，逐渐步入结转高峰。太子湾片区位于深圳市前海蛇口自贸区内，总建筑面积约170万平方米，将打造成为集国际邮轮母港、滨海特色娱乐休闲于一体的深圳新“海上门户”。目前已开工面积163万平方米，未开工面积7万平方米，片区整体开发形象进度过半。太子湾一、二期项目国际邮轮母港、总部商务广场、人才公寓、国际学校等项目均已交付入伙，国际医院筹开中；三期项目基本全面开工建设，其中深圳商业新地标K11购物艺术中心计划于2024年开业，片区内未售面积约20万平方米，对应160亿元货值，已售未结转货值约280亿元，未来三年逐步进入竣工结转高峰期。

表13：公司2022年末前海妈湾片区货值预估

项目	金额	备注
总土储（万平）	456	根据公司2022年年报，妈湾片区总经营性用地面积80.62万平方米，计容总建面455.8万平方米，（另外需安排60万平方米人才住房指标，由政府投资，需占公司经营性用地，含人才住房后总计容建面515.8万平方米），目前已开发69万平方米。
已开工（万平）	69	
未开工（万平）	387	
可售比例（%）	95%	根据行业经验，不可售比例我们按5%预估
售价（元/平）	100000	根据2020-2022年出售的地块情况，销售毛坯均价约为10万元/平
预估货值（亿元）	3675	未开工面积对应货值

资料来源：Wind，公司公告，中指，浙商证券研究所

表14: 2022年末公司太子湾片区货值情况

太子湾片区				
总土储(万平)	已开工(万平)	未开工(万平)	未售面积(万平)	未售面积对应货值(亿元)
170	163	7	20	160

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

4 双 REITs 平台培育多元化业务发展新动能

双 REITs 平台覆盖多元化业务全生命周期。公司已形成蛇口产业园 REIT (180101.SZ) 和招商局商业房托 (1503.HK) 境内外双 REITs 平台, 覆盖产业园、商业办公等多业态, 完善了持有业务“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式。

招商局商业房托资产价值快速增长。2019年12月10日招商局商业房托于香港联合交易所有限公司上市。成立之初, 底层资产由位于粤港澳大湾区深圳蛇口工业区的新时代广场、数码大厦、科技大厦、科技大厦二期、花园城五处物业组成。截至2022年末, 招商局商业房托总资产为108.24亿元, 同比增加43.1%; 基金单位持有人应占资产净值36.59亿元, 同比减少8.7%; 基金单位持有人应占每基金单位资产净值同比减少8.7个百分点至3.24元。招商局商业房托旗下物业组合包括5个写字楼及1个零售商场(花园城)。截至2022年12月31日, 该基金资产组合价值为95.47亿元, 同比增长41.5%。其中, 新时代广场、数码大厦、科技大厦、科技大厦二期、花园城的市场估值分别为20.84亿元、10.73亿元、9.27亿元、11.13亿元和16.2亿元

蛇口产业园 REITs 再度扩募。2021年6月, 以公司万融大厦、万海大厦两处产业园物业作为底层资产的蛇口产业园 REIT (基金代码“SZ.180101”) 作为首批基础设施公募 REITs 之一成功上市, 产生税后收益14.58亿元。2023年3月31日, 由招商蛇口作为发起人、招商蛇口全资子公司招商局光明科技园有限公司作为原始权益人的博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金新购入基础设施项目正式获批。蛇口产业园 REIT 自成为首批公募 REITs 项目后, 再次成为首批获批的公募 REITs 扩募项目。

双平台发展动能强劲。2022年6月, 招商局商业房托收购由公司持有的北京招商局航空科贸中心项目, 首次布局大湾区外的核心写字楼资产; 目前公司亦正在积极推动蛇口产业园 REIT 扩募工作, 拟注入位于深圳市光明区的光明科技园加速器二期项目, 公司双 REITs 平台发展动能强劲。公司持有型物业储备丰富、业态多样, 我们认为随着不同类型 REITs 平台的构建, 招商蛇口资产运营项目“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式与投融资机制进一步确立, 未来能够进一步帮助公司盘活存量资产, 助力公司资产运营业务的发展。

表15: 蛇口产业园 REIT 基本信息

类别	项目信息
基金简称	博时招商蛇口产业园 REIT
基金代码	SZ.180101
成立日期	2021-6-7
底层资产	万海大厦、万融大厦
资产估值	25.28 亿元
运作方式	契约型封闭式
募集规模	募集规模 9 亿份，发行价格 2.31 元/份，募集资金总额 20.81 亿元

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 估值分析及投资建议

结合以上第 1-3 章我们对公司土地储备、存量资产和前海妈湾地区的分析，我们对招商蛇口的 NAV 估值核心假设如下：

(1) 房地产开发业务：

- 截至 2022 年末公司在建未竣工面积 3196 万平，因在建项目多数为 2020-2022 年开始销售项目，因为我们预计公司 2020-2022 年平均售价 22991 元/平米，对应 2022 年末公司在建未结算货值约 7348 亿元，权益货值约为 4426 亿元；
- 截至 2022 年末公司未开发面积约为 1772 万平，我们参考 2022 年销售均价 24513 元/平计算对应可开发货值约为 4343 亿元，权益货值约为 2616 亿元；
- 根据公司年报，我们测算妈湾地区未开发部分对应货值约为 3675 亿元，权益比例为 43%，对应权益货值约为 1580 亿元；太子湾地区未售货值约为 160 亿元，权益比例约为 80%，对应权益货值约为 128 亿元；
- 假设项目开发至结转节奏按照 3.5 年计算；
- WACC 取值 5.5%；

(2) 资产运营业务及城市服务业务：

- 结合第 2 章节我们对公司存量资产价值的测算，我们估算公司存量资产价值 715 亿元。根据公司各业态平均权益占比估算总权益占比为 75%，对应权益价值约为 536 亿元。招商积余权益估值约为 100 亿元。

我们测算（见表 16）招商蛇口 NAV 价值约为 29.72 元/股。2023 年 4 月 14 日收盘价较公司 NAV 折价 49.6%。

表16: 招商蛇口 NAV 估值

WACC	5.5%
2022 年末净资产账面价值 (亿元)	1017
房地产开发业务净资产增加值 (亿元)	646
存量资产权益价值	536
物业公司权益价值	100
合计	2300
股本 (亿股)	77
每股 RNAV: 人民币元	29.72
当前股价 (截止 2023 年 4 月 14 日)	14.99
相对 RNAV 折价	49.6%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

结全文来看, 我们认为招商蛇口的投资亮点为:

(1) 2022 年逆势增储, 土储聚焦再升级, 市场修复率先受益。我们认为, 2023 年房地产行业进入修复通道, 城市之间大概率会出现修复分化的情况, 能级较高的核心一二线城市的修复弹性以及可持续性较好。在此情景下, 我们预计 2022 年拿地聚焦的房企在 2023 年将进入销售兑现期。2022 年招商蛇口聚焦核心 25 个城市补充土储, 逆势保持较高的拿地强度, 逆势增储使得公司拿地市占率超过销售市占率 2.8 个百分点, 市占率提升潜力位居前列 (见表 3)。

(2) 深圳前海妈湾区域高质量土储价值待释放。深圳前海作为深圳市重点打造的潜力区域, 具备较高的开发价值; 区域内供需关系良好, 大部分项目开盘去化率超 90%。2016 年 9 月公司与前海管理局开始负责统筹开发运营深圳前海妈湾地区约 2.9 平方公里的区域, 2022 年 12 月公司对片区内项目公司的权益比例增加 6.825%, 上升至 43.0%。妈湾片区可以为公司长期贡献大规模、高质量土储。

(3) 双 REITs 平台打造多元化业务全周期服务平台。公司在十四五期间, 制定“双百战略”, 逐渐完善资产运营业务体系, 在建及筹开项目丰富, 在未来 2-3 年有望实现持续增长。公司的双 REITs 平台确立了公司资产运营项目“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式, 未来能够帮助公司盘活存量资产, 助力公司资产运营业务的发展。我们认为, 具有 REITs 平台、能够实现存量资产退出的房企, 其存量资产流动性会因 REITs 平台而大大增强, 因此应该给与其存量资产更加市场化的估值。招商蛇口的存量资产 (投资性物业中房地产和建筑物估值) 2022 年底为 584 亿元, 我们估算公司存量资产价值 715 亿元, 存量资产有 131 亿元的价值重估。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 71、101 和 117 亿元, 对应 EPS 为 0.92、1.30、1.52 元每股。综合考虑公司的发展策略、土储质量、多元化业务开发能力等方面, 我们认为公司竞争优势明显, 应当享有估值溢价, 维持公司 2023 年 20 倍 PE 估值, 目标价 18.4 元。此外, 结合我们测算招商蛇口 NAV 价值, 公司在妈湾地区大规模高质量土储及公司良好的资产运营业务为公司 NAV 估值部分带来溢价, 公司截止 2022 年 4 月 14 日的收盘价对应 NAV 估值折价 49.6%, 显著低估。公司 2023 年的目标价 18.40 元对应 NAV 估值折价 38.1%, 具备投资价值, 我们维持公司“买入”评级。

表17: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600325.SH	华发股份	256	1.34	1.63	1.44	1.63	9.02	7.42	8.38	7.42
600048.SH	保利发展	1,804	2.29	2.35	1.88	2.09	6.58	6.41	8.01	7.21
002244.SZ	滨江集团	310	0.97	1.20	1.40	1.63	10.27	8.28	7.10	6.10
000002.SZ	万科 A	1,786	1.94	2.03	2.00	2.09	8.15	7.78	7.89	7.56
	均值						8.51	7.47	7.85	7.07
001979.SZ	招商蛇口	1160	0.55	0.92	1.30	1.52	27.21	16.32	11.52	9.89

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 收盘价截止至 2023 年 4 月 14 日, 除招商蛇口为浙商证券预测外, 其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。

6 风险提示

1) 妈湾区域土储入市节奏低于预期; 若土地整备时间周期拉长, 土地入市节奏放缓, 影响公司推盘节奏及销售;

2) 一二线城市修复力度减弱; 公司重仓核心一二线城市, 若一二线城市市场修复节奏低于预期, 可能影响公司销售规模及回款率;

3) 资产重估不及预期风险; 若资产运营业务估值出现偏差, 通过敏感性分析, 当产业园/其他业态的 EV/EBITDA 估值倍数变动区间在 15/10-25/20 区间时, 公司资产运营业务估值变动区间为 619-811 亿元, 对应公司 NAV 折价率区间为 47.9%-51.1%; 当 WACC 取值区间为 4.5%-6.5% 时, 对应公司房地产开发业务净增价值为 635-659 亿元, 对应公司 NAV 折价率区间为 49.3%-49.8%。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	655187	732997	807133	886503
现金	86243	70000	73500	77175
交易性金融资产	193	100	100	100
应收账款	3913	1420	1411	2108
其它应收款	126749	147281	171736	198199
预付账款	3952	14209	15689	17300
存货	411549	478633	522976	569878
其他	22588	21353	21721	21743
非流动资产	231284	250354	273543	298297
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	74644	82108	90319	99351
固定资产	10820	12622	14403	15811
无形资产	1389	1466	1541	1614
在建工程	810	728	662	610
其他	143621	153430	166618	180911
资产总计	886471	983351	1080676	1184800
流动负债	423910	514960	592414	677644
短期借款	1509	62380	115139	172531
应付款项	56245	70419	80329	91750
预收账款	165	1990	2353	2753
其他	365991	380171	394594	410609
非流动负债	178121	180722	190147	196668
长期借款	121074	131074	139074	145074
其他	57048	49648	51074	51594
负债合计	602031	695681	782561	874311
少数股东权益	182729	187805	193135	198731
归属母公司股东权益	101712	99865	104981	111758
负债和股东权益	886471	983351	1080676	1184800

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	22174	(44036)	(18645)	(13800)
净利润	9098	12183	15398	17327
折旧摊销	2521	989	1150	1307
财务费用	1960	7506	11738	16124
投资损失	(2017)	(1210)	(968)	(920)
营运资金变动	(9567)	418	(2408)	(1151)
其它	20178	(63921)	(43554)	(46487)
投资活动现金流	(10014)	(19197)	(23371)	(25353)
资本支出	(1931)	(2476)	(2628)	(2420)
长期投资	(23903)	(19453)	(21398)	(23538)
其他	15820	2732	655	605
筹资活动现金流	(5874)	46989	45516	42828
短期借款	(2119)	60871	52759	57393
长期借款	13294	10000	8000	6000
其他	(17049)	(23882)	(15242)	(20564)
现金净增加额	6285	(16243)	3500	3675

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	183003	199029	235255	275277
营业成本	147775	149573	174325	203528
营业税金及附加	7785	11942	13880	15966
营业费用	4081	4856	5787	6827
管理费用	2313	2587	3011	3468
研发费用	125	159	212	275
财务费用	1960	7506	11738	16124
资产减值损失	6459	3000	1000	300
公允价值变动损益	472	300	200	100
投资净收益	2017	1210	968	920
其他经营收益	367	0	0	0
营业利润	15360	20915	26470	29808
营业外收支	457	263	299	313
利润总额	15817	21179	26769	30121
所得税	6719	8996	11371	12794
净利润	9098	12183	15398	17327
少数股东损益	4834	5076	5330	5596
归属母公司净利润	4264	7106	10068	11730
EBITDA	24384	35174	44256	51052
EPS (最新摊薄)	0.55	0.92	1.30	1.52

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	13.92%	8.76%	18.20%	17.01%
营业利润增长率	-32.49%	36.16%	26.56%	12.61%
归属于母公司净利润增长率	-58.89%	66.66%	41.68%	16.50%
获利能力				
毛利率	19.25%	24.85%	25.90%	26.06%
净利率	4.97%	6.12%	6.55%	6.29%
ROE	1.52%	2.48%	3.44%	3.85%
ROIC	4.59%	5.73%	6.06%	5.97%
偿债能力				
资产负债率	67.91%	70.75%	72.41%	73.79%
净负债比率	26.85%	33.42%	37.47%	40.79%
流动比率	1.55	1.42	1.36	1.31
速动比率	0.57	0.49	0.48	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.21	0.23	0.24
应收账款周转率	51.09	49.98	52.71	52.21
应付账款周转率	2.59	2.37	2.32	2.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.92	1.30	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	2.87	-5.69	-2.41	-1.78
每股净资产(最新摊薄)	13.14	12.90	13.56	14.44
估值比率				
P/E	27.21	16.32	11.52	9.89
P/B	1.14	1.16	1.11	1.04
EV/EBITDA	15.02	13.56	12.19	11.85

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>