

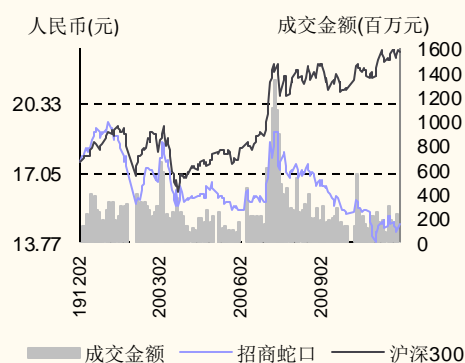
招商蛇口 (001979.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 14.66 元
 目标价格 (人民币): 22.63-22.63 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	79.23
已上市流通 A 股(亿股)	79.22
总市值(亿元)	1,161.55
年内股价最高最低(元)	19.46/13.77
沪深 300 指数	4960
深证成指	13670



坐拥大湾区优质土储，具备孕育核心资产能力

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.928	2.025	1.908	2.263	2.489
每股净资产(元)	9.60	11.98	10.96	13.23	15.72
每股经营性现金流(元)	1.33	1.75	0.56	1.06	0.05
市盈率(倍)	9.00	9.81	7.68	6.48	5.89
净利润增长率(%)	24.71%	5.20%	-5.70%	18.59%	10.00%
净资产收益率(%)	20.08%	16.90%	17.43%	17.13%	15.85%
总股本(百万股)	7,904.09	7,916.21	7,923.24	7,923.24	7,923.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **坐拥大湾区核心土储，地段为王，深圳前海蛇口片区土储价值丰厚：**公司在前海、蛇口、太子湾的大规模土储具备不可复制的核心优势。公司自改革开放以来就作为主力建设蛇口片区，目前在深圳前海蛇口片区拥有土储 583 万方，估算 NAV 增厚达 600 亿元。早期获取土地成本低，土储重估价值高，升值空间大。对标世界级湾区，前海作为粤港澳大湾区驱动引擎，深圳的核心发展片区，拥有优越的经济、人口和交通条件，公司在该片区丰厚的土储具备孕育核心持有型资产能力，价值静待释放。
- **资源型央企，具备多元化低成本拿地，低成本融资优势：**背靠招商局集团，公司已通过与政企合作获取多个项目。在招拍挂拿地难度提升，一二线城市供地紧张的市场背景下，优势明显。央企背景，融资成本先天占优，1H2020 公司融资成本仅为 4.78%。
- **销售规模稳步增长，未来具有市占率提升潜力：**公司目前已进入城市 60 多个，集中于一二线城市。1H2020 全口径销售额 1107 亿元，排名第 10。公司资债指标稳健，均处于三条红线以下，在未来监管趋严利好国企开发商的大背景下，公司可按照自身节奏稳步发展，销售规模将会持续增长，预计 2020-2022 年销售规模分别为 2500 亿元、2800 亿元、3200 亿元。
- **持有型业务地段核心，资产升值空间大；积极释放物业服务价值：**公司持有型物业大都处于一二线城市核心地段，平均单体面积 5.53 万方，建筑高档，经营能力强。公司物业质量较高，租金收入可观，同时积极通过资本化手段表达业务价值，如在香港上市 REITs。公司收购中航善达（后改名为招商积余）积极推动物业服务上市，未来利润释放空间大。

投资建议

- 公司拥有独一无二的大湾区核心土地资源，未来升值空间大；作为资源型央企，有条件有能力做好城市深耕，运营 T+3、T+10、T+30 业务；2020 年因交付及结算受疫情影响，我们预计其 2020 年权益净利润为小幅负增长，但预计 2021 年、2022 年可实现双位数较快增长。在不考虑前海片区土储大规模变现的前提下，预计 2020-2022 年权益净利润分别为 151 亿元、179 亿元、197 亿元。考虑到其土地资源的不可复制性以及利润尚未变现，首次覆盖，我们给予“买入评级”，给予其 12 个月内目标价 22.63 元，对应 10X 2021PE。

风险：

- 前海建设进度低于预期，公司规模扩张低于预期，政策调控超预期。

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003
 zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

内容目录

40 年历程，铸造资源型房企巨轮	5
公司概述	5
园区业务板块：复制蛇口模式，打造产业新城	6
邮轮业务板块：前港建设，导入资源联动发展	8
坐拥大湾区核心土储，具备先天优势	9
布局全国，大湾区土储占比高	9
前海蛇口自贸区，不可复制的核心地段	10
粤港澳大湾区对标世界级湾区，深圳的未来在前海	12
地段为王，前海土储具备孕育核心持有型资产能力，价值静待释放	14
销售规模稳步增长，市占率有望提升	16
销售规模稳步增长	16
盈利能力强：得益于低成本拿地、融资优势	17
背靠集团，低成本多元化拿地优势突出	18
低成本多渠道融资	20
资债指标稳健，政策收紧背景下持续受益	21
规模稳步提升，市占率亦将提升	22
招商积余颇具规模，利润增长领先	23
招商积余颇具规模，管理面积 1.72 亿方	23
盈利表现强劲，增值服务收入增长空间大	23
承接集团商管业务，打造轻资产平台	25
持有型物业地段核心，持续释放利润	25
多渠道盘活资产，资本运作提升资产价值	27
盈利预测与投资建议	28
盈利预测	28
估值	29
投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图表 1：招商蛇口发展历程	5
图表 2：招商蛇口主营业务结构	6
图表 3：招商蛇口“前港-中区-后城”模式	6
图表 4：招商蛇口 T+3、T+10、T+30 运营模式	6
图表 5：1H2020 招商蛇口园区项目情况	7
图表 6：招商蛇口园区项目	8
图表 7：招商蛇口港口项目	8
图表 8：2018-1H2020Top5 房企与招商蛇口土地储备面积（亿方）	9

图表 9: 2018-1H2020 招商蛇口在建面积、待建面积 (万方)	9
图表 10: 1H2020 期末招商蛇口权益土储面积占比情况 (按城市分布)	9
图表 11: 1H2020 期末招商蛇口权益土储占比情况 (按区域分布)	9
图表 12: 1H2020 期末招商蛇口大湾区权益土地储备占比情况.....	10
图表 13: 1H2020 期末招商蛇口大湾区各城市权益土储占大湾区比重情况....	10
图表 14: 2018 年招商蛇口在深圳前海蛇口自贸区的土地资源 (万方)	10
图表 15: 前海蛇口自贸区规划.....	11
图表 16: 前海蛇口自贸区土地利用规划.....	11
图表 17: “粤港澳大湾区”及前海片区政策规划推进	11
图表 18: 世界三大湾区地图: 湾区核心城市的核心区域均靠近港口, 交通便利	12
图表 19: 2018 年招商蛇口在深圳前海蛇口自贸区的土地资源 (万方)	12
图表 20: 粤港澳大湾区城市及交通示意.....	13
图表 21: 《深圳市轨道交通线网规划(2016-2035)》	13
图表 22: 2018 年粤港澳大湾区与世界三大湾区经济指标对比.....	14
图表 23: 四大湾区核心城市房价 (2018 年 8 月)	14
图表 24: 2020 年 9 月深圳区市县二手房挂牌价 (万元/平)	14
图表 25: 2020 年 9 月深圳区南山各地区二手房挂牌价 (万元/平)	14
图表 26: 2010-2020 年 9 月深圳区市县房价排行增长率 (住宅) (%)	14
图表 27: 2010-2020 年 9 月深圳南山各地区二手房挂牌价增长率 (%)	14
图表 28: 新鸿基项目位于核心城市核心地段.....	15
图表 29: 2019 年部分商场营业额及增速散点图分布.....	15
图表 30: 2019 年部分商场营业额情况.....	15
图表 31: 招商蛇口 NAV 估值 (截至 2020.06.30)	16
图表 32: 2014-1H2020 全国与招商蛇口商品房销售额同比增速情况.....	16
图表 33: 2013-1H2020 招商蛇口商品房销售额排名.....	16
图表 34: 2019 年招商蛇口进入城市数量和城市能级分布.....	17
图表 35: 2013-1H2020 招商蛇口全口径销售金额 (亿元) 与市占率.....	17
图表 36: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企毛利率.....	17
图表 37: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企净利率.....	17
图表 38: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企营业收入 (亿元) 及增速对比..	18
图表 39: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企权益净利润 (亿元) 及增速对比	18
图表 40: 2012-1H2020 招商蛇口分业务营收 (亿元) 及增速.....	18
图表 41: 2012-2019 年招商蛇口分业务毛利率.....	18
图表 42: 2019 年样本房企拿地单价 (元/平)	19
图表 43: 2019 年样本房企地价/售价.....	19
图表 44: 2017-1H2020 年样本公司平均售价平均值与招商蛇口平均售价 (元/ 平)	19

图表 45: 2018-2020M8 月度招商蛇口新增土储 (万方) 与市场土地溢价率..	20
图表 46: 招商蛇口多元化拿地方式.....	20
图表 47: 2017-1H2020 招商蛇口与样本公司融资成本.....	21
图表 48: 2012-1H2020 期末样本公司净负债率.....	21
图表 49: 1H2020 期末样本公司净负债率.....	21
图表 50: 2012-1H2020 期末样本公司分子分母剔除预收账款的资产负债比例	22
图表 51: 1H2020 期末样本公司分子分母剔除预收账款的资产负债比例.....	22
图表 52: 2019 年末样本公司现金短债比.....	22
图表 53: 2019-2030 年房地产市场规模及增速预测.....	23
图表 54: 2019-2023 年招商蛇口销售规模和市占率预测.....	23
图表 55: 样本物业管理公司市值 (2020 年 11 月 16 日)	23
图表 56: 1H2020 样本物业管理公司管理面积 (百万方)、合约面积 (百万 方) 及增长情况.....	23
图表 57: 2019-1H2020 样本物业管理公司营收 (亿元) 及增速.....	24
图表 58: 2019-1H2020 样本物业管理公司权益净利润 (亿元) 及增速.....	24
图表 59: 2018-1H2020 样本物业管理公司毛利率.....	24
图表 60: 2018-1H2020 招商积余分业务营业收入 (亿元) 及增速.....	24
图表 61: 1H2020 样本物管公司增值服务收入 (亿元) 及占比.....	24
图表 62: 2018-1H2020 招商积余资管业务营业收入 (亿元) 及同比增长率..	25
图表 63: 2018-2019 年招商积余资管业务毛利率.....	25
图表 64: 1H2020 招商积余资管业务分地区营收比例.....	25
图表 65: 2018-2019 年招商积余资管业务营业收入占总营业收入比重.....	25
图表 66: 1H2020 招商蛇口持有型物业业务情况.....	26
图表 67: 1H2020 招商蛇口持有型物业经营情况.....	26
图表 68: 2018-1H2020 招商蛇口房地产出租收入情况 (亿元)	27
图表 69: 2018-1H2020 招商蛇口写字楼、厂房、商铺及商业中心出租收入情 况 (亿元)	27
图表 70: 2017-1H2020 招商蛇口投资收益 (亿元)	27
图表 71: 招商蛇口出售部分资产列表.....	27
图表 72: 2017-1H2020 招商蛇口投资收益 (亿元)	28
图表 73: 2019-2022 年招商蛇口预计营业收入 (亿元) 及增速.....	28
图表 74: 2019-2022 年预计招商蛇口归母净利润 (亿元) 及增速.....	28
图表 75: 相对估值法.....	29
图表 76: 招商蛇口 NAV 估值 (截至 2020.06.30)	29

40 年历程，铸造资源型房企巨轮

公司概况

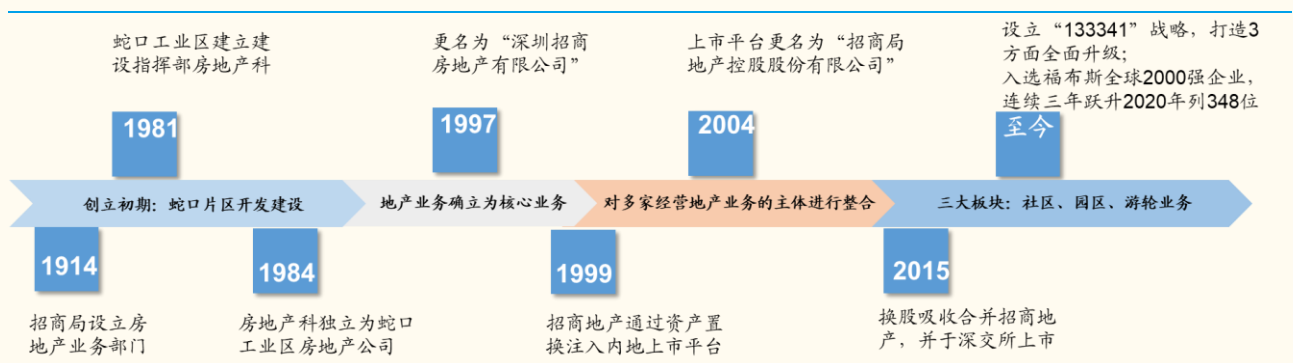
- 招商蛇口创立于 1979 年，全称“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”，是招商局集团旗下的核心业务公司，公司以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位。截至 2020 年 6 月底，招商蛇口总资产规模 6679 亿元，业务覆盖全球 110 个城市和地区，开发精品项目超 500 个，服务千万客户。
- 作为深圳蛇口片区这片改革开放起源地的开发建设者，经过 41 年的不断发展与变革，招商蛇口积累了丰富的城市开发与运营经验，并成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商。目前公司聚焦园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块，并形成了“前港-中区-后城”独特的发展经营模式。

回顾前路，招商蛇口的形成历经四个阶段：

- 1978 年，随着改革开放的步伐，房地产市场在深圳蛇口这片土地萌芽，承担蛇口片区建设的正是招商系地产的前身，蛇口工业区建设部房地产科。
- 1984 年，其注册成立蛇口工业区房地产公司，期间在招商局集团的部署下进行蛇口的开发建设。
- 1999 年至 2004 年，更名后的招商地产经历并入上市，业务进一步整合拓张，随后公司开始向外拓展，进入珠三角、长三角、环渤海向全国性房地产商进军。
- 2015 年，在国有企业改革、前海自贸区成立及一带一路的背景下，招商局集团开始进行招商系房地产业务的整合。招商地产原大股东招商局蛇口吸收原招商地产的业务资源，整体变更为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”。

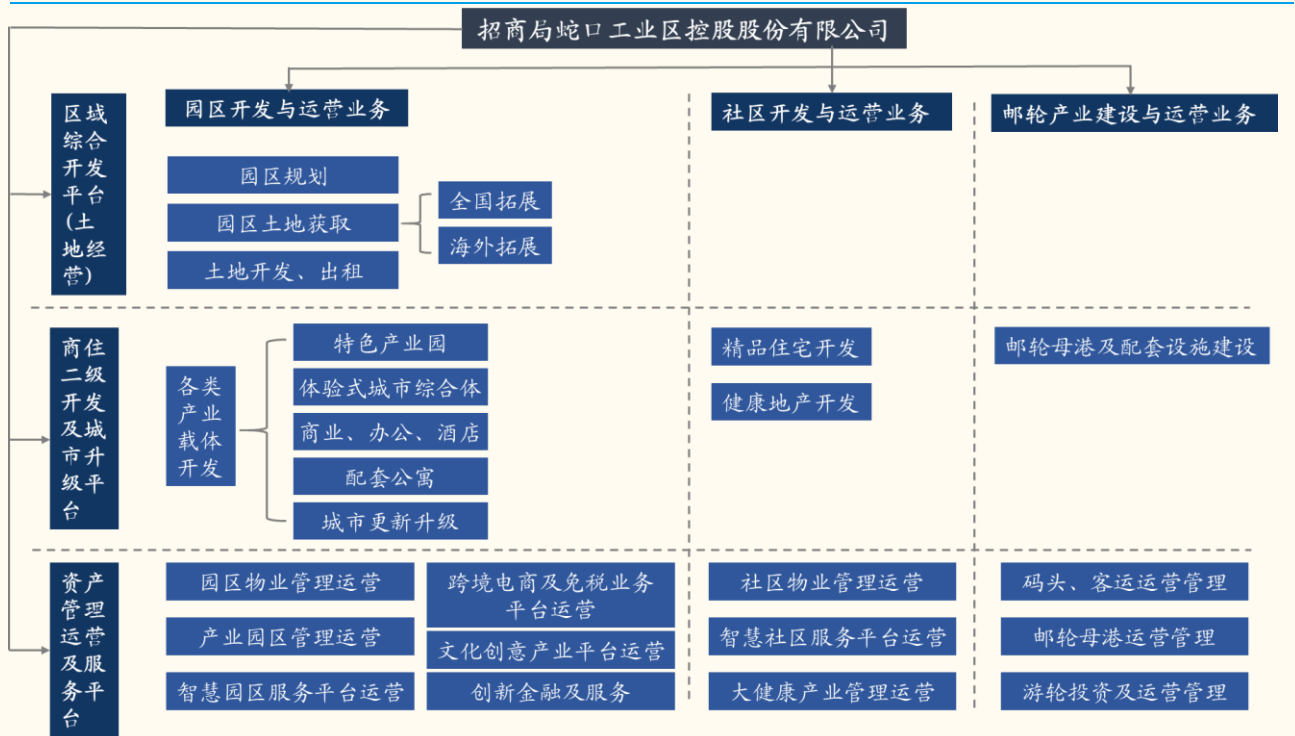
至此，招商蛇口完成主体整合，明确将主营业务划分为社区开发与运营，园区开发与运营及邮轮产业三大业务板块。伴随着改革开放开垦蛇口片区，招商蛇口在深圳前海蛇口等片区拥有 583 万方土储资源及众多物业，可供长期开发和持有运营。在这样的优势下，公司社区开发业务形成 T3（地产销售类）+T10（持有运营类）+T30（高货值长周期类）运营模式，从时间维度上兼顾公司短中长期业务发展需要。同时，三大业务板块中由游轮、港口要素的聚集带动园区产业发展，进而协同社区开发运营，推动城市升级，形成“前港-中区-后城”模式。

图表 1：招商蛇口发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

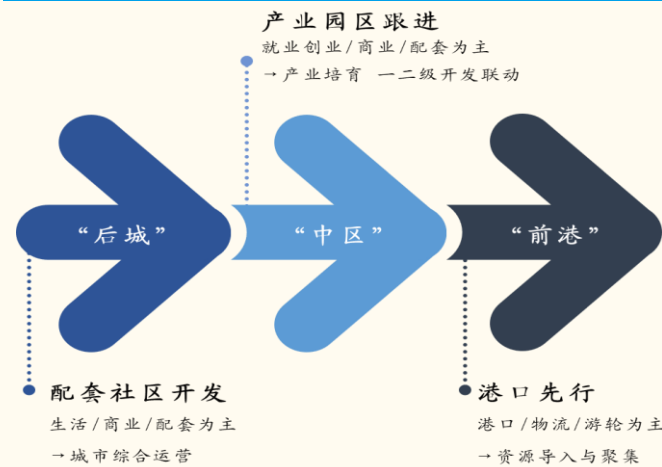
图表 2：招商蛇口主营业务结构



来源：公司公告，国金证券研究所

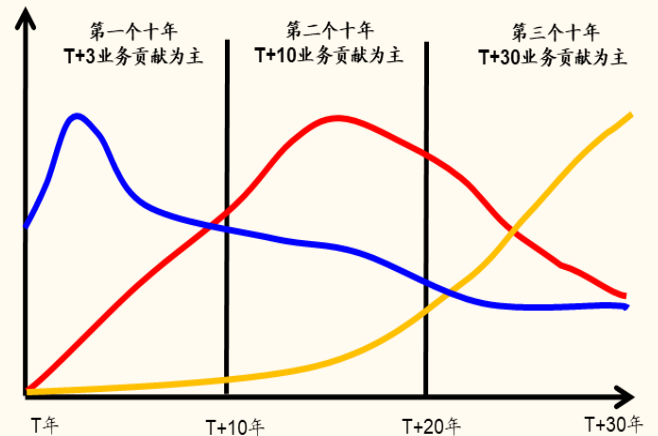
- “前港-中区-后城”综合发展模式：以港口或者交通枢纽港、人流聚集的枢纽为切入口，以临港的产业园区为核心和主要载体，配套城市的新区开发，通过港区域的有机融合、协同发展形成产城融合生态圈。通过公司全生命周期产品体系，为空间赋能并且持续迭代，从而引领城市升级，带来片区土地价值、空间价值、运营价值的不断提升并实现价值最大化，将价值洼地培育成价值高地。
- “T+3, T+10, T+30”：公司将按照地产销售类（T+3）、阶段性持有运营（T+10）和片区综合运营（T+30）的三类发展策略组合产品线，形成合理配比的有机整体，兼顾短中长期业务发展的节奏需要，进而实现长期可持续发展。除了快周转项目，招商蛇口凭借央企背景与政企合作获取大面积地块；低融资成本，资金回收压力小，不惧需要长期培育的持有型业务和大型地块开发，因此有耐心和能力开展“T+10”和“T+30”类型业务。

图表 3：招商蛇口“前港-中区-后城”模式



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：招商蛇口 T+3、T+10、T+30 运营模式



来源：公司业绩推介材料，国金证券研究所

园区业务板块：复制蛇口模式，打造产业新城

- 公司于 1979 年起对我国第一个外向型经济开发区——蛇口工业区进行开发建设。在 41 年的历程中，积累了从独立开发、建设、运营、管理一个相对独立的城区的丰富经验，形成了招商蛇口特有的土地开发和运营模式。立足蛇口样板园区的升级改造，公司积极将蛇口模式对外复制，在国内多个城市打造特色产业新城；积极参与“一带一路”沿线国家的特色园区建设。
- 园区开发与运营业务已形成产业新城、特色产业园和产业创新孵化空间布局。产业新城和园区已走向全国，重点布局珠三角和长江经济带。
 - 创新孵化空间：主要产品是招商创库，目前在国内 3 城有 4 个项目。
 - 特色产业园区：主要有三类，一是以文创为主的意库系产品，目前在运营的有 7 个项目，51 万方。二是以科创为主的网谷系产品，有 10 个项目，88 万方。三是以智能制造为主的智慧城系产品，目前在运营的有 6 个主项目，运营面积达到 245 万平方米。代表性强的项目有前海蛇口自贸区、漳州开发区。
 - 产业新城：产城项目以资源储备类居多，目前大多以新型政企合作模式获得并持续开发。已获取的产业新城类项目 9 个，占地面积约 227 平方公里。
- 作为“前港-中区-后城”模式中重要的连接环节，园区板块不仅在空间规划、产业聚集、生态圈服务上为产业创新赋能，同时也为游轮业务板块提供了产业配套和支持。公司通过政企合作、国有资源整合的方式推动产业新城，也给社区开发业务提供了多元化拿地的新途径。使三个板块业务协同运作，发挥最大效能。

图表 5：1H2020 招商蛇口园区项目情况



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 6：招商蛇口园区项目



漳州开发区：狠抓产业引进，加快已签约项目落地投产，推动双鱼岛二级开发建设，提升园区运营品质



前海蛇口自贸区：高质量推进妈湾城市新中心建设，全面提升片区城市形象；蛇口存量资源的升级



海南：全面推动三亚深海科技城、博鳌乐城国际医疗旅游先行区等项目



常熟琴湖小镇：与常熟市政府联手打造常熟“城市会客厅”



苏州金融小镇：加速已落地项目开发建设及产业引入



粤东新城：加快先行启动区与中石油生活基地的合作开发，做好区域产城联动发展研究



中白、吉布提项目：中白工业园狠抓服务升级及产业引进；吉布提项目确定老港改造顶层设计，落实优惠政策及合作关键条款



来源：公司官网，国金证券研究所

邮轮业务板块：前港建设，导入资源联动发展

- 招商蛇口以深圳蛇口邮轮母港为标杆，充分发挥深圳中国特色社会主义先行示范区、粤港澳大湾区、前海蛇口自贸区、中国邮轮旅游发展实验区四区叠加优势，通过“前港-中区-后城”的独特模式，“船、港、城、游、购、娱”全方位打造集邮轮旅游、海洋文化、高端航运、金融、商业免税、供应链服务为一体的国际一流绿色、智慧、创新型邮轮母港。
- 2011年，公司启动蛇口邮轮母港项目，母港地处粤港澳大湾区与珠江水三角洲中心位置，前海蛇口自贸区蛇口半岛南端，地理位置优越，是华南地区最大的邮轮母港。该项目体量达70万立方米，主营业务分为传统高速客船业务与新兴邮轮业务，邮轮母港的中心建筑蛇口邮轮中心则为港务交通商业办公综合体。
- 目前招商系公司以全资、控股、参股以及联合开发的形式在深圳、上海、天津、厦门、湛江、大连、南通等中国沿海城市初步完成邮轮母港布局，2019年共接待邮轮旅客约341万人次，占全国全年邮轮旅客的84%。

图表 7：招商蛇口港口项目



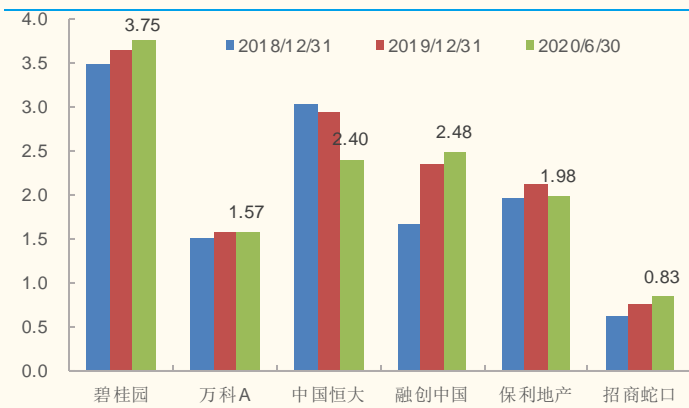
来源：国金证券研究所

坐拥大湾区核心土储，具备先天优势

布局全国，大湾区土储占比高

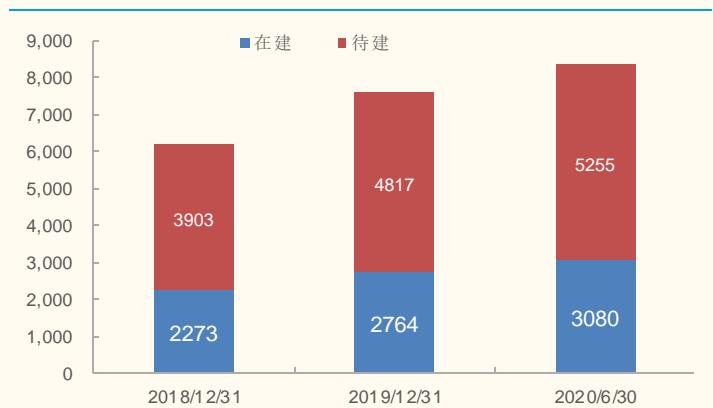
- 公司的土储和货值主要集中于一二线城市，其中大湾区占比较大，拥有大量优质土储。截至 1H2020 报告期末，公司土地储备总量为 0.83 亿方，其中在建面积 3080 万方，待建面积 5255 万方。
- 包括深圳市前海、蛇口、太子湾片区及福建漳州开发区土储在内，从城市能级分布来看，截至 1H2020 期末，根据已披露项目测算，按照计容建筑面积口径，一二三线城市权益土储面积分别占比 19.9%，55.4%，24.8%。从区域分布来看，长三角、珠三角权益土储面积分别占比 29.5%、23%。
- 公司在大湾区权益土储共计 958 万方，占总土储 20%，占珠三角土储 74%；在深圳权益土储 558 万方，占大湾区土储 58.2%。

图表 8: 2018-1H2020Top5 房企与招商蛇口土地储备面积 (亿方)



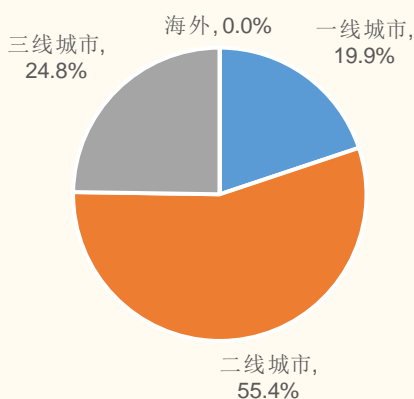
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 2018-1H2020 招商蛇口在建面积、待建面积 (万方)



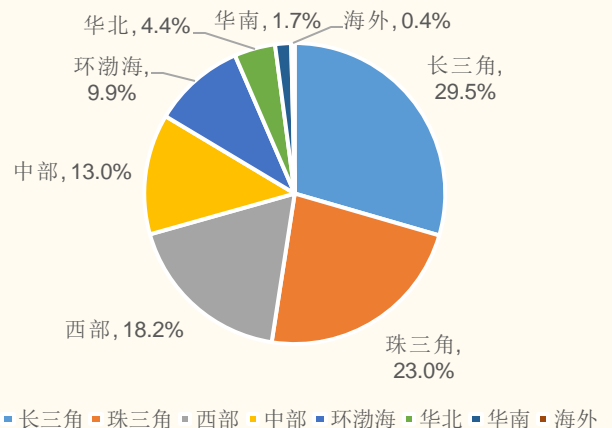
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 1H2020 期末招商蛇口权益土储面积占比情况 (按城市分布)



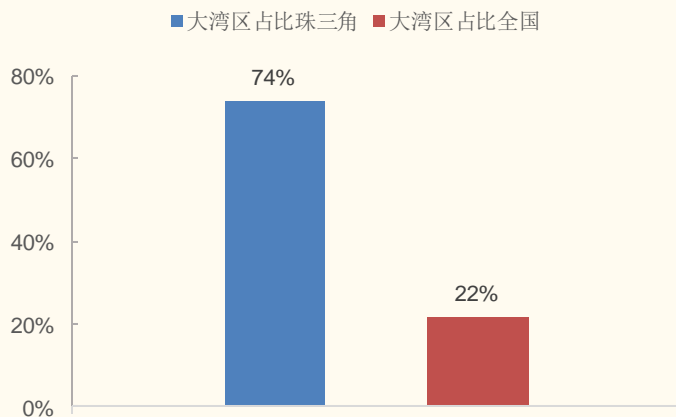
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 1H2020 期末招商蛇口权益土储占比情况 (按区域分布)



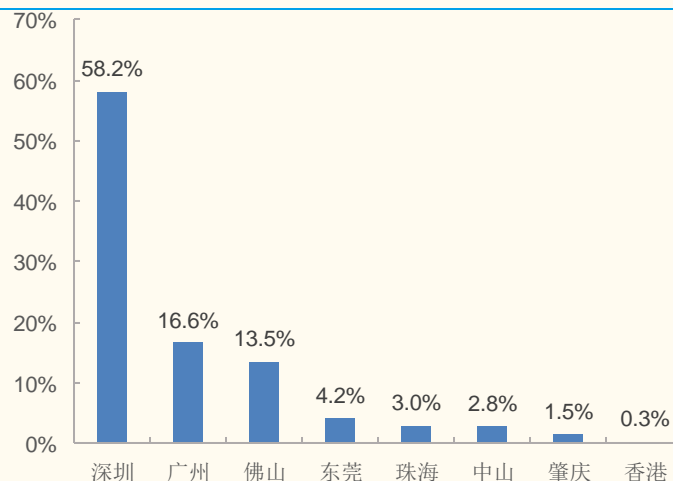
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 1H2020 期末招商蛇口大湾区权益土地储备占比情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 1H2020 期末招商蛇口大湾区各城市权益土储占大湾区比重情况



来源: Wind, 国金证券研究所

前海蛇口自贸区, 不可复制的核心地段

- 深圳蛇口是中国改革开放的发源地, 招商蛇口自成立之初便是建设蛇口片区的主力企业, 在蛇口片区土储积累深厚。据 2018 年报公布, 公司在蛇口片区、太子湾片区、前海片区分别拥有 291.8 万平方米、53.3 万平方米、237.7 万平方米的土地资源, 共计 583 万平方米的土地可供其长期开发。其中包括了住宅, 商业, 工业等多种类型用地。在土地资源稀缺, 拿地成本逐年攀升的深圳, 招商蛇口在前海蛇口自贸区的土储可保证其未来 30 年的项目需求, 长久立足于一线城市。

图表 14: 2018 年招商蛇口在深圳前海蛇口自贸区的土地资源 (万方)

土地使用权		蛇口片区	太子湾片区	前海片区
按是否取得 土地使用权 证书分类	已经取得权属证书	55.0	12.9	118.1
	尚未取得权属证书	164.8	40.4	119.6
	小计	219.8	53.3	237.7
按开发进度 分类	已经开发建设	187.3	4.2	9.4
	正在开发建设	4.3	5.7	-
	尚未开发建设	28.2	43.3	228.3
	小计	219.8	53.3	237.7

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 深圳市人民政府 2018 年 12 月发布的《中国 (广东) 自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》, 对于深圳前海蛇口自贸区的规划定位为: 依托港澳、服务内地、面向世界的一带一路战略支点、粤港澳深度合作示范区和新城市中心。
- 招商蛇口在前海蛇口自贸区所拥有的土地面积占整个片区面积的比重较高, 达到 15% 以上。前海蛇口自贸区总面积为 28.2 平方公里, 其中前海片区 15 平方公里, 蛇口片区 13.2 平方公里。公司在前海拥有土地面积 238 万方, 占前海片区 15.85%, 在蛇口拥有土地 220 万方, 占比 16.65%。在太子湾拥有土地 53 万方。

图表 15: 前海蛇口自贸区规划



图表 16: 前海蛇口自贸区土地利用规划



来源: 国务院, 国金证券研究所

来源: 深圳土地资源局, 国金证券研究所

- 2015 年至今, 前海多次出现在粤港澳大湾区规划推进政策文件中, 是粤港澳大湾区发展的重点发展区域, 2019 年 2 月国务院发布的《粤港澳大湾区发展规划纲要》中, 更是赋予了前海“国际化城市新中心”的定位和目标。

图表 17: “粤港澳大湾区”及前海片区政策规划推进

日期	文件	核心内容
2015 年 3 月	《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的远景和行动》	首提“粤港澳大湾区”概念, 提出“充分发挥深圳前海开放合作区作用, 深化港澳台合作”
2015 年 4 月	《国务院关于印发中国(广东)自由贸易试验区总体方案通知》	正式划定中国(广东)自由贸易试验区深圳前海蛇口片区, 将片区定位为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
2015 年 11 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	“粤港澳大湾区”写入国家“十三五”规划, 加快前海粤港澳合作平台建设, 加深内地同港澳的各领域交流合作
2016 年 1 月	《广东省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	“粤港澳大湾区”和“中国(广东)自由贸易试验区”写入广东省“十三五规划”, 提出“发展具有全球影响力和竞争力的粤港澳大湾区经济, 高标准建设中国(广东)自由贸易试验区”
2016 年 3 月	《国务院关于深化泛珠三角区域合作的指导意见》	提出“充分发挥广州、深圳在管理创新、科技进步、产业升级、绿色发展等方面的辐射带动和示范作用, 携手港澳共同打造粤港澳大湾区, 建设世界级城市群”
2017 年 1 月	《2017 年广东省政府工作报告》	提出“携手港澳推进珠三角世界级城市群和粤港澳大湾区建设, 把自贸区打造成高水平对外开放门户枢纽, 强化大前海区域联动发展和深港跨境金融创新”
2017 年 3 月	《2017 年政府工作报告》	“粤港澳大湾区”首次写入国务院政府工作报告, 大湾区建设逐步进入落实阶段
2017 年 7 月	《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》	中央政府、广东省政府、香港区政府和澳门区政府四方协商, 对粤港澳大湾区的建设提出更为细致的安排。
2018 年 8 月	粤港澳大湾区建设领导小组成立并举行第一次全体会议	强调粤港澳大湾区是习近平总书记亲自部署规划的国家战略, 再次明确粤港澳大湾区的重要性
2019 年 2 月	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	将粤港澳大湾区的战略定位为“充满活力的世界级城市群、具有全球影响力的国际科技创新中心、‘一带一路’建设的重要支撑和内地与港澳深度合作示范区”, 对粤港澳大湾区的发展做出了详细的规划布局。提出“优化提升深圳前海深港现代服务业合作区功能, 研究进一步扩展前海发展空间, 前海建设国际化城市新中心”
2019 年 7 月	《广东省推进粤港澳大湾区建设三年行动计划(2018-2020 年)》	针对《粤港澳大湾区发展规划纲要》进一步明确了广东省今后三年粤港澳大湾区建设重点和责任分工, 再次强调前海在中国金融开放中的重要作用
2019 年 8 月	《国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》	提出“进一步深化前海深港现代服务业合作区改革开放, 以制度创新为核心, 不断提升对港澳开放水平, 助推粤港澳大湾区建设”
2020 年 3 月	《关于大力支持社会力量参与粤港澳大湾区和中国特色社会主义先行示范区建设的意见》	提出“充分发挥市场配置资源的决定性作用, 更好发挥政府引导作用, 激发并支持各类市场主体活力积极参与粤港澳大湾区建设, 鼓励社会力量参与深化前海深港现代服务业合作区改革开放”
2020 年 5 月	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 中国证券监督管理委员会 国家外汇管理局关于金融支持粤港澳大湾区建设力度, 提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支持引领作用》	提出“推进金融开放创新, 深化内地与港澳金融合作, 加大金融支持粤港澳大湾区建设力度, 提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支持引领作用”

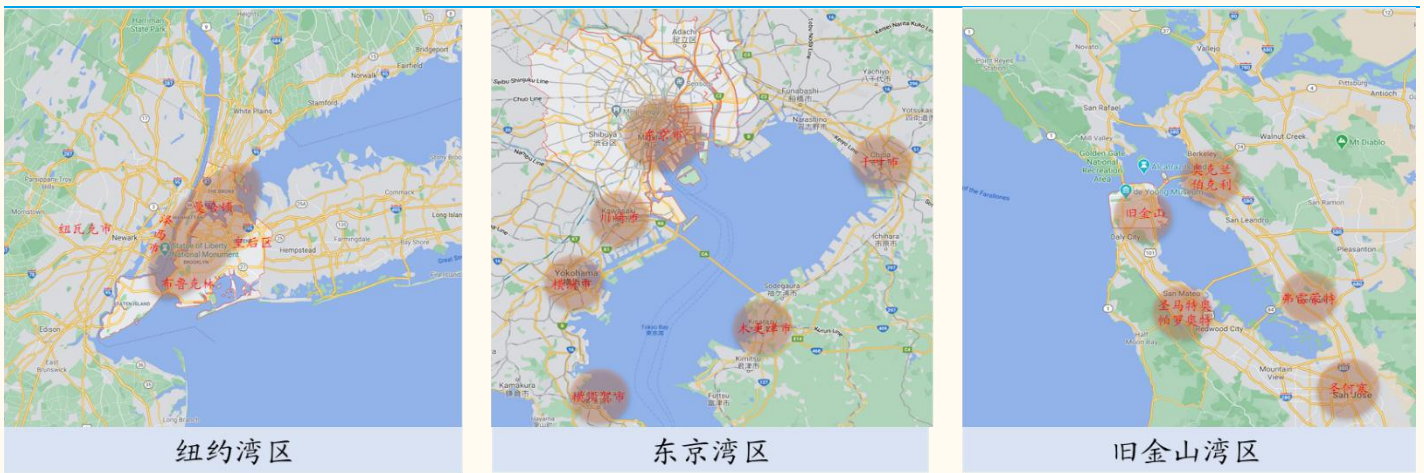
区建设的意见》

来源：政府官网，国金证券研究所

粤港澳大湾区对标世界级湾区，深圳的未来在前海

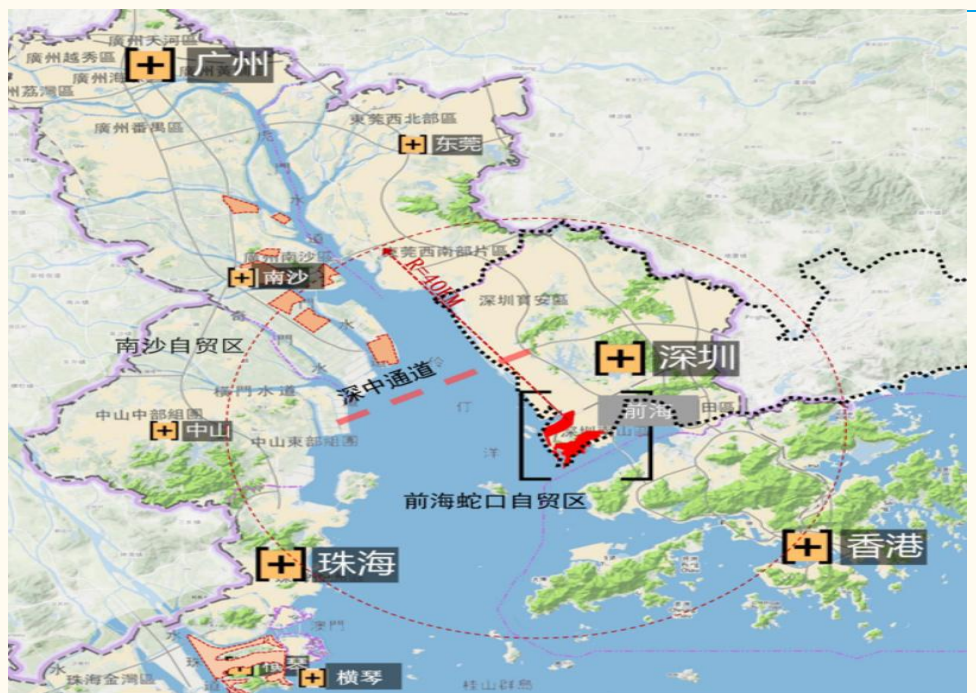
■ 围湾而建：世界三大湾区都是围绕海湾来布局最核心的产业。伴随湾区经济的发展，可以看到三大世界级湾区经济发达的区域都在海湾附近，旧金山湾区、纽约湾区、东京湾区的中心城市纽约、旧金山、东京都有入海口的地段优势，兼具高质量的经济的发展，以及城市群和产业圈的联动。深圳作为中国 4 个全球化城市之一，是粤港澳大湾区的核心主力之一，前海蛇口自贸区作为粤港澳大湾区对外开放门户枢纽，从地理位置，交通轨道、经济竞争力来看，皆是深圳发挥湾区作用的核心。所以，深圳的未来在西部，在前海。

图表 18：世界三大湾区地图：湾区核心城市的核心区域均靠近港口，交通便利



来源：google 地图，国金证券研究所

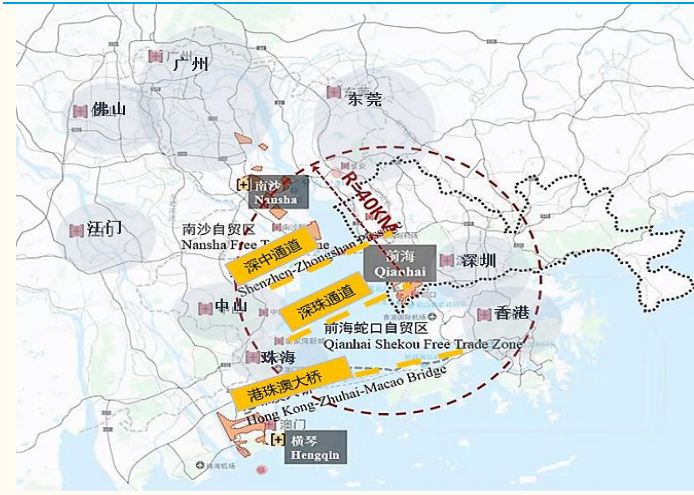
图表 19：2018 年招商蛇口在深圳前海蛇口自贸区的土地资源（万方）



来源：公司公告，国金证券研究所

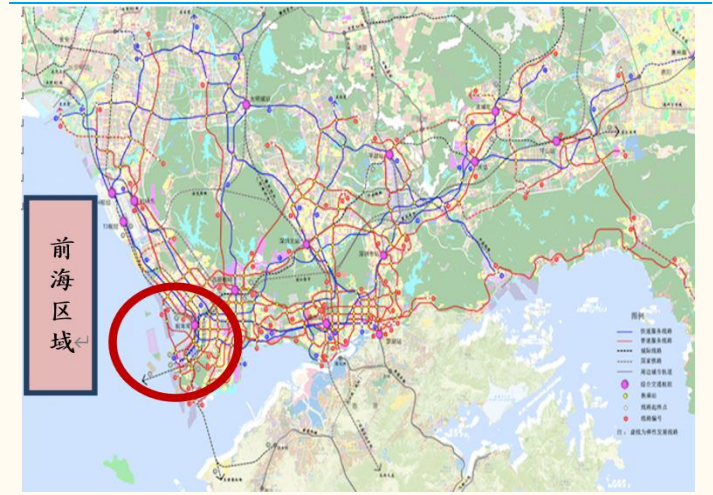
- **地理位置：**前海蛇口地处深圳蛇口半岛西侧，珠江入海口东岸，位于珠三角经济发展主轴和沿海功能拓展带的十字交汇处，毗邻香港，背靠深圳，紧邻东莞，与中山、珠海、南沙隔海相望。
- **交通建设：**深圳汇聚穗莞深城际轨道、深中通道、港珠澳大桥、广深沿江高速等交通动脉，规划中的珠深通道直连前海片区，由此形成珠三角一小时交通圈湾区内环沿线。前海蛇口自贸区内规划各类轨道线路 12 条，总长度约 53 公里，轨道网络密度 3.5 公里/平方公里，远高于深圳平均水平，成为一大交通汇聚片区。

图表 20：粤港澳大湾区城市及交通示意



来源：国务院，国金证券研究所

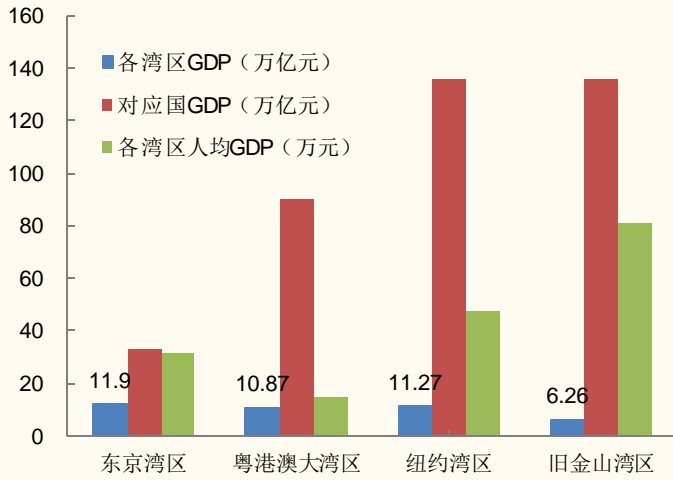
图表 21：《深圳市轨道交通线网规划(2016-2035)》



来源：深圳市政府官网，国金证券研究所

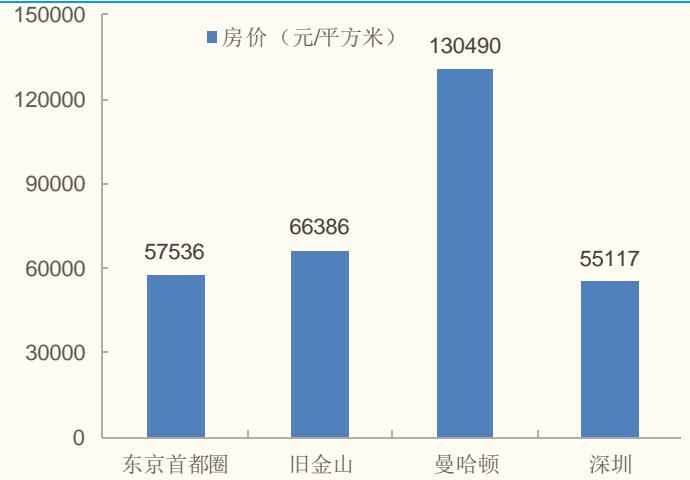
- **经济对比：**2018 年粤港澳大湾区经济总量已经超过纽约湾区和旧金山湾区。18 年底，粤港澳大湾区总经济体量突破 10 万亿元，折合美元超过 1.64 万亿。其中，深圳市 GDP 在湾区内最高，约为 24221.98 亿元，约为大湾区经济总量的 22.29%。
- **房价对比：**2018 年 8 月，深圳平均房价在四大湾区核心城市中最低，为 55117 元/平，未来仍有较大的提升空间。大湾区规划提出大湾区要对标世界级湾区，而前海要建设成为国际化城市新中心，招商蛇口在该片区的土地及物业未来增值潜力巨大，
- 2020 年 9 月，南山区房屋均价 11.2 万元，位列深圳第一。其中，蛇口、前海房价在南山区 12 个商圈中分别排名第 4 和第 6。南山区近 10 年房价年均复合增长率 18.2%，位列深圳第二。其中，蛇口、前海复合增长率 18%、16%，增速较高，紧跟成熟商圈水平，价值潜力已初步显现。

图表 22: 2018 年粤港澳大湾区与世界三大湾区经济指标对比



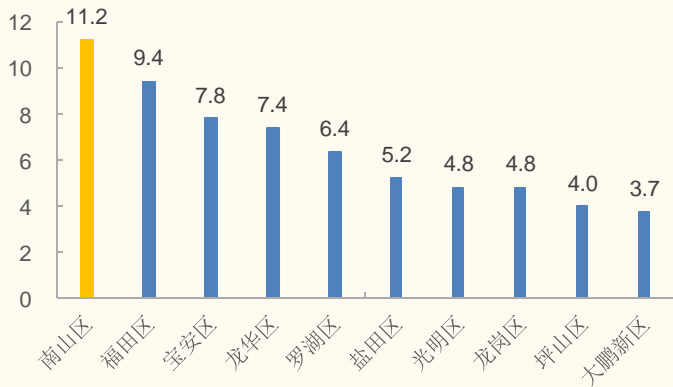
来源: 世界银行, 中国统计局官网, 国金证券研究所

图表 23: 四大湾区核心城市房价 (2018 年 8 月)



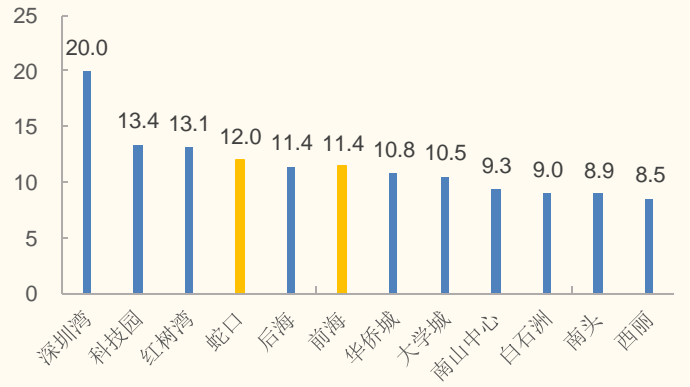
来源: 日本土地综合研究所, NeighborhoodX, Wind, 国金证券研究所

图表 24: 2020 年 9 月深圳区市县二手房挂牌价 (万元/平)



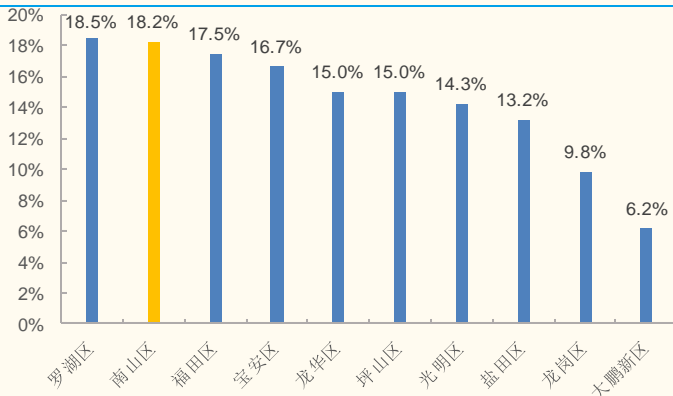
来源: 链家, 国金证券研究所

图表 25: 2020 年 9 月深圳南山各地区二手房挂牌价 (万元/平)



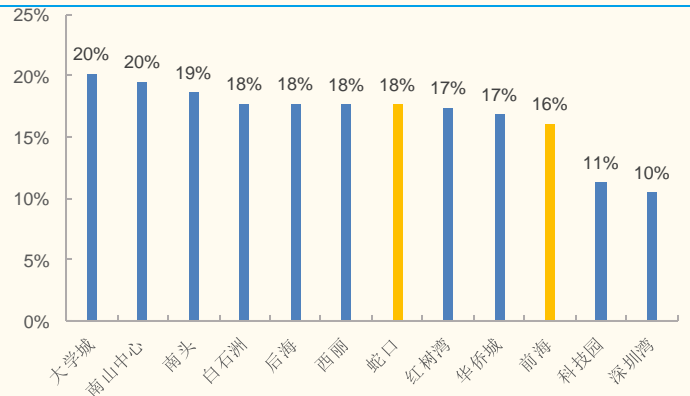
来源: 链家, 国金证券研究所

图表 26: 2010-2020 年 9 月深圳区市县房价排行增长率 (住宅) (%)



来源: 链家, 国金证券研究所

图表 27: 2010-2020 年 9 月深圳南山各地区二手房挂牌价增长率 (%)



来源: 链家, 国金证券研究所

地段为王, 前海土储具备孕育核心持有型资产能力, 价值静待释放

- 长期来看，对于持有型资产来说，相比经营能力、软件配置、招商策略来说，硬件比如地段和装修是更关键的要素，核心地段代表更多的人流、便利的交通、更高的经济水平等优质资源，几乎是持有型资产的唯一重要因素，因此核心地段展现的价值和创造利润的能力是极其优越的。
- 招商蛇口前海片区大量的核心土储价值在未来可对标新鸿基。新鸿基早年开始转型在香港多个核心地段拥有土地，并经营物业，如中环国际金融中心、九龙环球贸易大厦。这些物业早年获地成本低，因处于核心位置，如今物业价值翻倍，为公司带来巨大利润。2019年中报，新鸿基在香港物业租金 196.68 亿港元，其中 54%来自商铺、商场，33%来自写字楼，这些物业大都位于核心商圈。

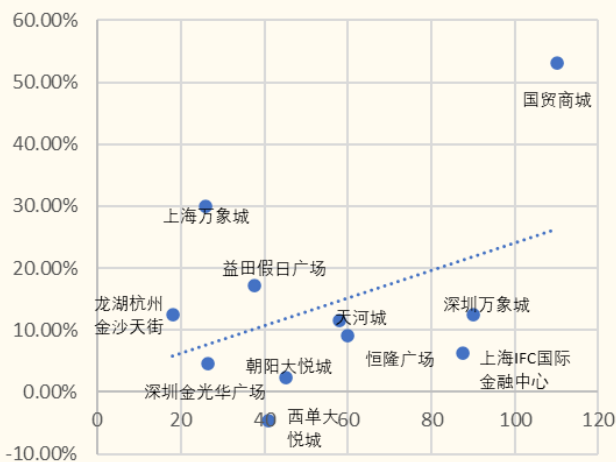
图表 28：新鸿基项目位于核心城市核心地段



来源：公司公告，国金证券研究所

- 对比国内商场规模与销售增长率情况，可以发现地段核心且规模体量领先的核心资产销售额增长率更大，其营业收入也更高。招商蛇口前海土地核心、土储规模大，具备打造高价值物业的能力。

图表 29：2019 年部分商场营业额及增速散点图分布



来源：国金证券研究所整理

图表 30：2019 年部分商场营业额情况

商场名称	2019年销售额 (亿元)	2019年销售额增速 (%)
国贸商城	110	53.06%
上海 IFC 国际金融中心	87.5	6.25%
深圳万象城	90	12.50%
恒隆广场	60	9.10%
天河城	58	11.54%
朝阳大悦城	45	2.27%
西单大悦城	41	-4.65%
益田假日广场	37.5	17.19%
深圳金光华广场	26.5	4.54%
上海万象城	26	30.00%
龙湖杭州金沙天街	18	12.50%

来源：国金证券研究所整理

- 湾区经济带来的人口、产业、科技的聚集会带动湾区内房地产市场的发展，同样的市场背景下，湾区房地产市场往往表现出更大的活跃性，上涨动力和价值维持能力。
- 当前股价的 NAV 折让 48%，潜在价值丰厚。招商蛇口目前在前海、蛇口、太子湾片区土储面积共计 583 万方，三大片区资产价值增厚总计 600 亿元。社区开发项目资产价值 620 亿元，漳州开发区片区价值 13.5 亿元，自持物业价值 139 亿元。重估净资产合计 2225 亿元，当前 NAV 折让 48%。

图表 31：招商蛇口 NAV 估值（截至 2020.06.30）

招商蛇口	NAV
社区开发项目增厚（亿元）	725.87
房产租赁增厚（亿元）	251.63
漳州开发区增厚（亿元）	13.50
前海等区域增厚（亿元）	904.08
归属于母公司净资产（亿元）	852.28
重估净资产合计（亿元）	1895.08
总股本（亿股）	79.23
每股净资产值(元/股)	23.92
股价（最新交易日）	14.66
NAV 折让	48%

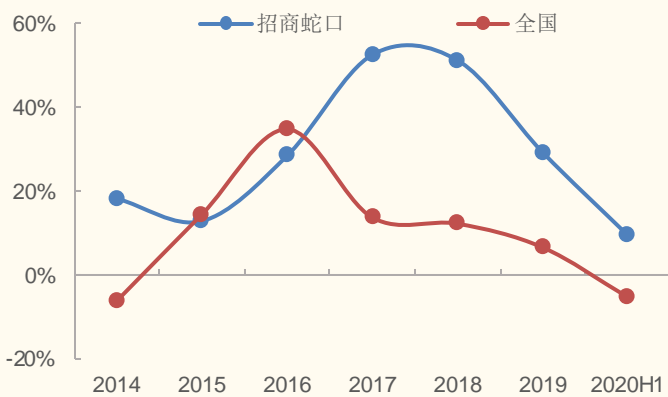
来源：公司公告，国金证券研究所

销售规模稳步增长，市占率有望提升

销售规模稳步增长

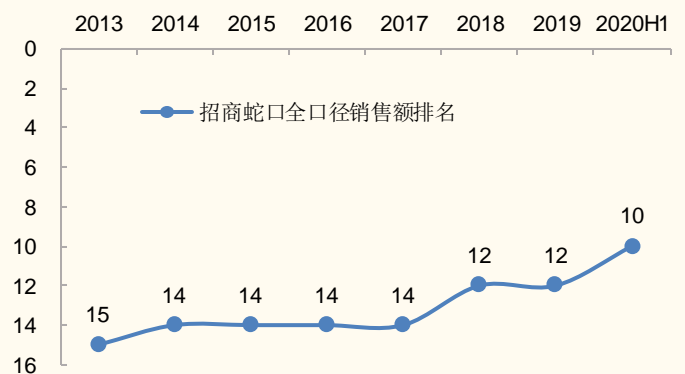
- 2017 年以来，全国商品房销售额增速逐年下滑，但招商蛇口销售额维持了较高增速，并持续高于全国商品房销售额增速。1H2020，招商蛇口全口径销售金额 1107 亿元，销售面积 505 万方，销售均价 2.19 万元/平。公司全口径销售额排名第 10，2013 年以来排名由第 15 名上升至第 10 位。

图表 32：2014-1H2020 全国与招商蛇口商品房销售额同比增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

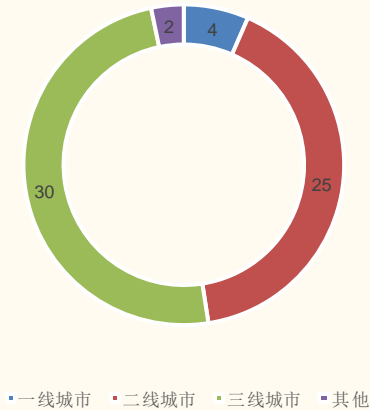
图表 33：2013-1H2020 招商蛇口商品房销售额排名



来源：公司公告，国金证券研究所

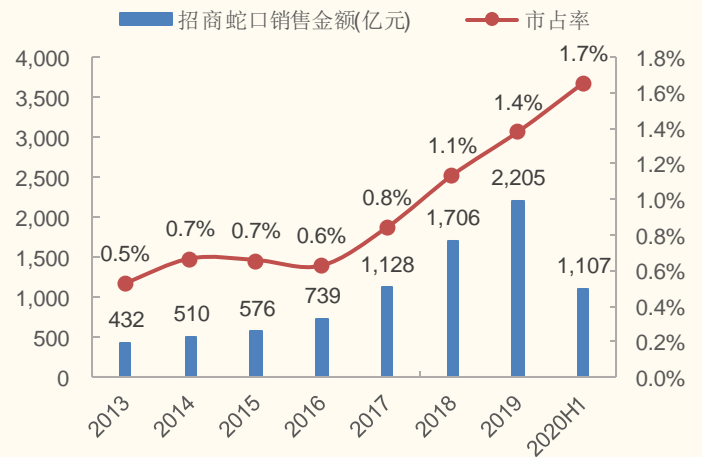
- 1H2020，招商蛇口全口径销售额市占率 1.7%，2015 年仅为 0.5%，公司市占率提升较快，相比头部房企万科、保利仍有提升空间。截止 2019 年底，根据项目数量招商蛇口进入城市数量为 61 个，其中一线城市 4 个，二线城市 25 个，三线城市 30 个。

图表 34: 2019 年招商蛇口进入城市数量和城市能级分布



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 2013-1H2020 招商蛇口全口径销售金额(亿元)与市占率

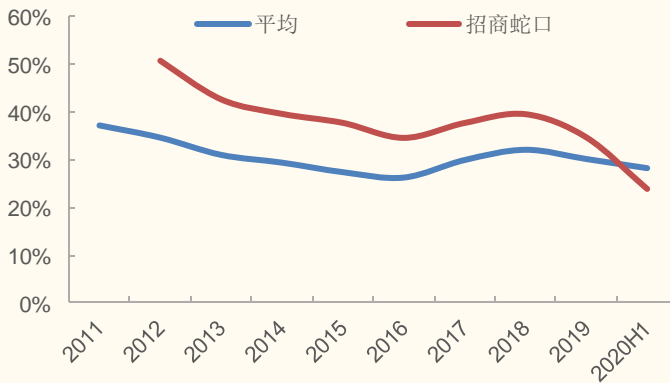


来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利能力强: 得益于低成本拿地、融资优势

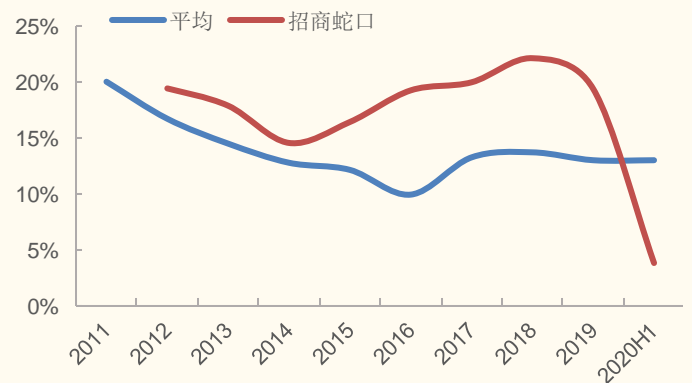
- 公司作为央企, 盈利能力较强, 2011-2019 年毛利率、净利率均高于 Top20 房企均值。主要由于公司历史获取的土地成本很低, 太子湾片区 170 万方, 对应成本仅 65 亿元。通过与政府合作土地整备获得前海 237.7 万方土地面积, 成本仅十几亿元。背靠招商局集团资源, 公司可通过政企合作、国企央企合作、并购等多种方式拿地。并且, 公司背靠央企资源, 历来融资成本低于同业。

图表 36: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

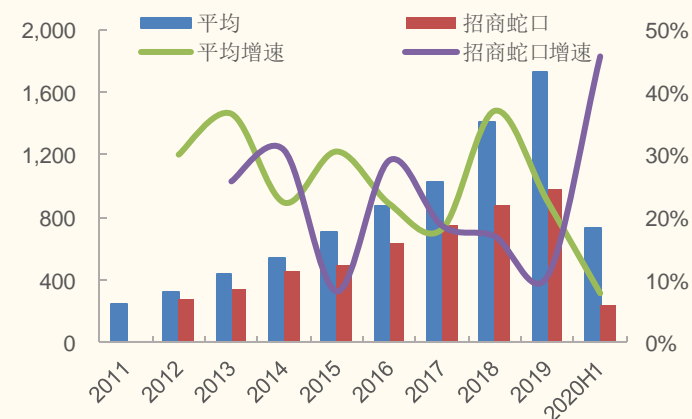
图表 37: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

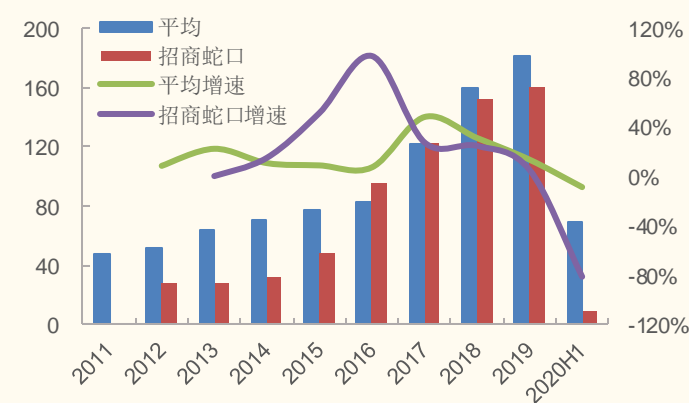
- 1H2020, 招商蛇口营业收入 243.2 亿元, 同比增长 45.7%, 权益净利润 9.1 亿元, 同比下降 81.4%, 毛利率 23.85%。1H2020 公司毛利率、净利率、权益净利润增速有所下滑, 主要是房地产项目受限价等调控政策影响利润受到抑制, 且部分房地产项目结转结构变化, 导致社区业务毛利率同比下降。同时, 上半年部分房地产项目受疫情影响延迟结转, 在一定程度上也影响了报告期利润; 因新冠疫情, 公司对租赁物业采取了减免租等措施, 导致公司园区业务利润同比下降明显。

图表 38: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企营业收入 (亿元) 及增速对比



来源: Wind, 国金证券研究所

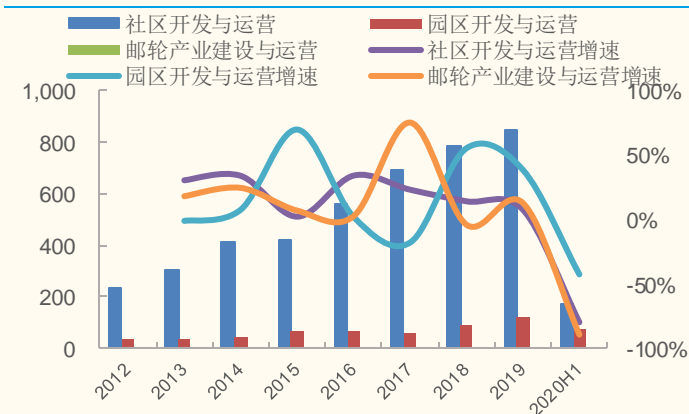
图表 39: 2011-1H2020 招商蛇口和样本房企权益净利润 (亿元) 及增速对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

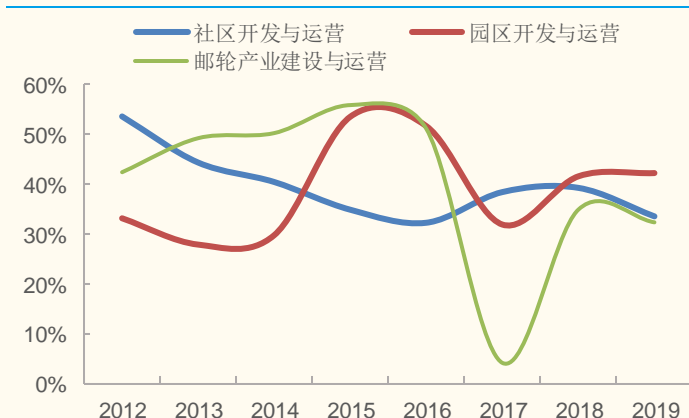
- 社区开发业务是公司的主要营收和利润来源。1H2020, 社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营营业收入分别占比 70.33%、29.39%、0.28%。三项业务 2019 年毛利率分别为 33.55%、42.25%、32.35%。

图表 40: 2012-1H2020 招商蛇口分业务营收 (亿元) 及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 2012-2019 年招商蛇口分业务毛利率

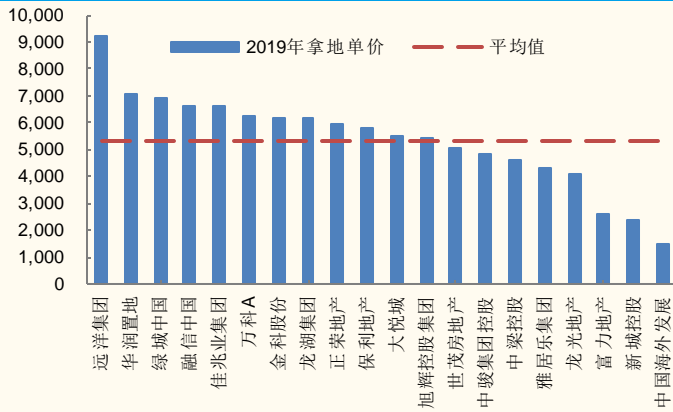


来源: 公司公告, 国金证券研究所

背靠集团, 低成本多元化拿地优势突出

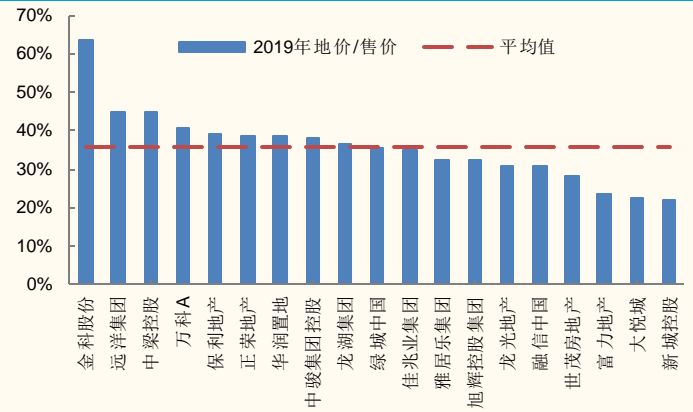
- 招商集团是招商蛇口的实际控制人, 是中央直接管理的国有重要骨干企业, 前身是创立于 1872 年的轮船招商局, 至今运营 1428 年, 培育出众多优秀企业, 如平安银行、招商银行等。多年的积累使其在各个细分领域都有资源, 招商蛇口作为旗下唯一地产、园区、邮轮开发运营平台, 能够得到集团的更多资源倾斜。
- 公司通过政企合作拿地、国企资源承接拿地。以深圳前海片区、太子湾片区为例, 公司在太子湾片区共有 170 万方土地, 对应成本仅 65 亿元, 据测算单位拿地成本仅 3825 元/平。通过与政府合作土地整备获得前海 237.7 万方土地面积, 成本仅十几亿元, 据测算单位拿地成本不足 840 元/平。
- 并且, 2017-1H2020 招商蛇口和平均售价均高于样本房企均值。根据 2020 中报数据, 招商蛇口平均售价为 22263 元/平, 高于样本房企均值 14993 元/平, 拿地成本低并且售价高, 房地比高于平均水平。

图表 42: 2019 年样本房企拿地单价 (元/平)



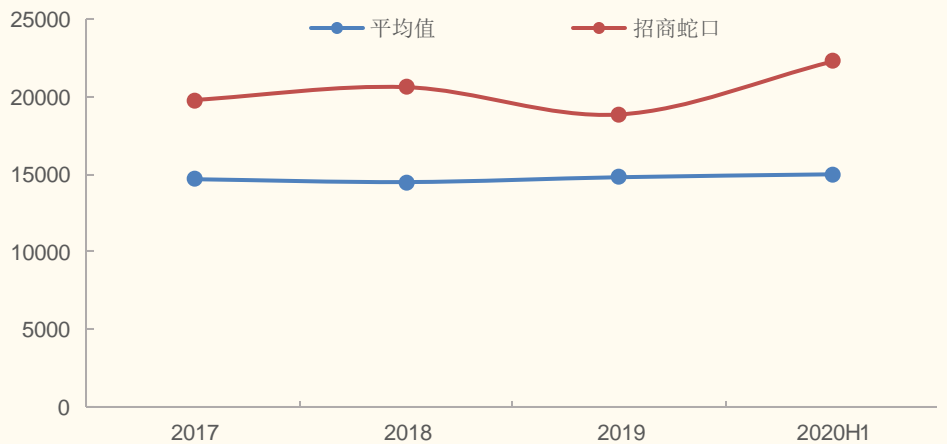
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 2019 年样本房企地价/售价



来源: Wind, 国金证券研究所

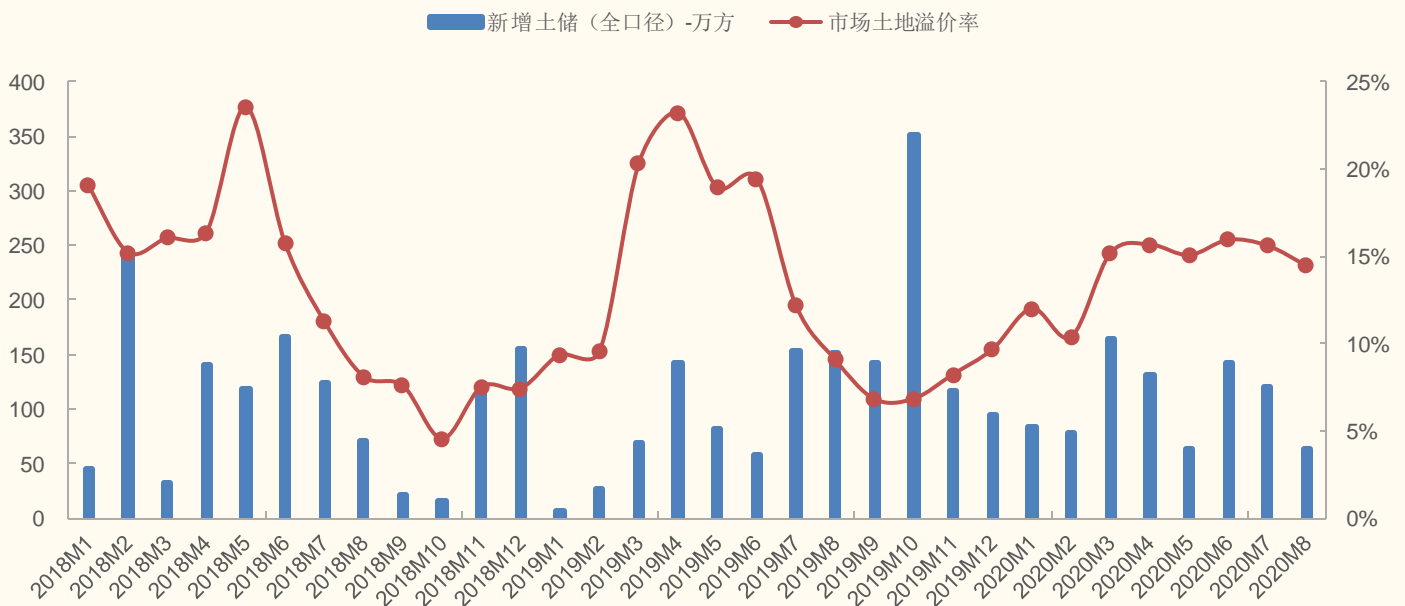
图表 44: 2017-1H2020 年样本公司平均售价平均值与招商蛇口平均售价 (元/平)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司拿地一直较为平稳, 节奏准确: 2018-2020 年 8 月公司拿地强度较为平稳, 并且在均衡拿地的基础上, 拿地节奏准确。在 2018 年 1~5 月、2019 年 1~6 月两段土地溢价率下行周期集中发力, 拿地较多。而在 2019 年 7~11 月的土地溢价率上升周期拿地较少。

图表 45: 2018-2020M8 月度招商蛇口新增土储 (万方) 与市场土地溢价率



来源: google 地图, 国金证券研究所

- 公司开拓多元化拿地方式, 基于招商系企业的背景优势, 获取了多项产城联动项目以及国企拿地资源。2017 年, 招商蛇口落地昆钢、天津汤臣、南通中外运等项目, 18 年初实现了对东风、浙江润和地产项目的收购, 并成立专门的并购小组以及央企资源整合小组。2018 年通过并购方式装入集团成熟项目, 收购招商局集团持有的招商漳州及招商香港持有的漳州 30% 股权, 合计收购招商漳州 78% 股权。

图表 46: 招商蛇口多元化拿地方式

合作方	合作项目	合作方式
武汉钢铁集团、武汉市青山区国资委	合作开发武钢集团存量土地	国企央企间合作
湖北省黄冈市蕲春县政府	大健康产业园	政企合作、产城联动
北京市通州区政府	太湖镇产业新城	政企合作、产城联动
深圳市光明区政府	招商局集团智慧城项目	政企合作、产城联动
苏州高新创业投资集团有限公司、苏州高新软件园有限公司	苏州金融小镇	政企合作、产城联动
苏州常熟市政府	联合打造琴湖片区	政企合作、产城联动
广东省揭阳市人民政府	粤东新城	政企合作、产城联动
昆钢控股集团	昆钢项目	国企央企间合作
招商局集团、招商香港	漳州开发区	国企央企间合作

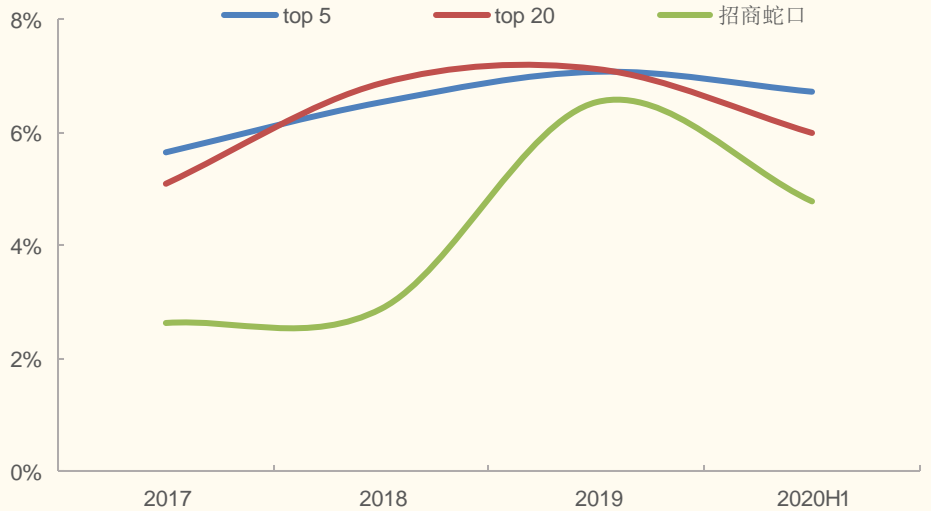
来源: 公司公告, 国金证券研究所

低成本多渠道融资

- 招商蛇口在融资成本上具备明显优势。得益于央企背景, 公司的融资成本长期维持在较低水平, 2017-1H2020 融资成本均值仅为 4.21%。低于 2019 年销售额 Top20 房企均值 6.27%。1H2020 招商蛇口融资成本为 4.78%, 较 2019 年下降了 1.78pcts。相对应的, 2019 年销售额 Top20 房企和 Top5 房企在 1H2020 的算术平均融资成本均值分别为 5.99%、6.72%, 均与公司有较大差距。
- 2019 年公司发行 3 笔超短期融资融券融资 60 亿元, 票面利率分别为 2.98%, 2.8%, 3.14%。此外发行 3 笔公司债和 2 笔 5 年期公司债, 票面利率分别为 3.58%, 3.75%, 4.13%, 4.21%, 融资金额总计 56 亿元。在融资环境收紧, 融资成本上升的市场条件下仍然实现低成本多渠道融资。

- **融资管控趋严，国企融资优势将进一步显现。**2019年下半年，央行在年度会议上提出要坚持“房住不炒”定位，持续加强房地产市场资金管控。银行信贷作为房地产融资的主要渠道，央行在今年7月31号北京召开座谈会中已表示要保持房地产金融政策连续性稳定性，加强对存在高杠杆经营的大型房企融资行为监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。日后或将从房地企业的有息负债和资产负债率对房企融资进行管控，负债水平高的房企融资将面临更大困难。

图表 47: 2017-1H2020 招商蛇口与样本公司融资成本

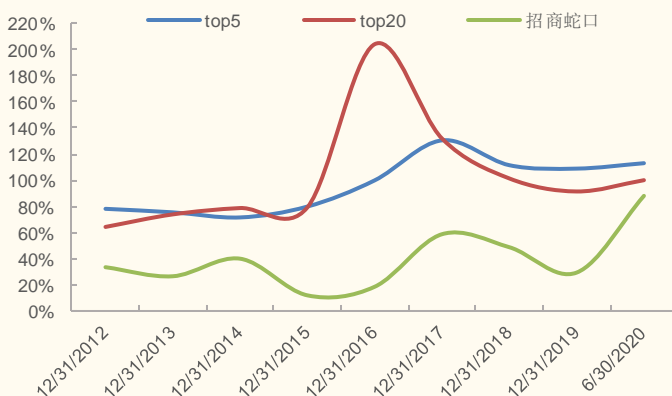


来源: Wind, 国金证券研究所

资债指标稳健，政策收紧背景下持续受益

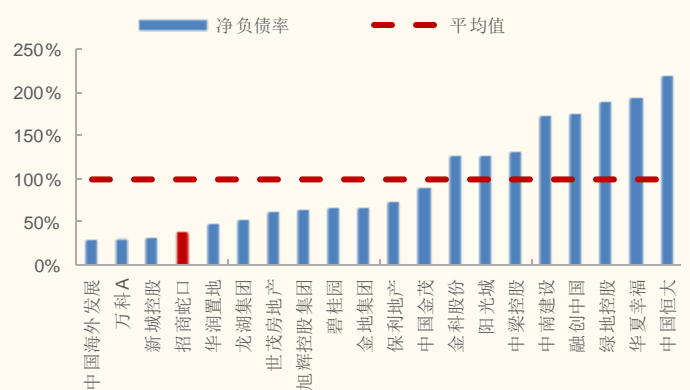
- 国家加强对房地产行业的监管是大势所趋，政策端收紧对于国企开发商来说是更有利的，因为国企开发商一直遵守国资委和监管机构对于各项指标的监管红线，在资债指标、拿地强度等各方面均较为稳健，坚持稳步经营，部分民企开发商为了追求高规模和增长速度，融资较多，拿地较为激进，未来政策收紧对它们的影响更大。
- 以近期监管部门出台新规控制房地产企业有息债务的增长而设置的“三道红线”为标准。红线 1: 剔除预收款后的资产负债率大于 70%; 红线 2: 净负债率大于 100%; 红线 3: 现金短债比小于 1 倍。招商蛇口的上述指标均处于监管红线以内，并且距离红线有一定距离。2012-1H2020 期末，招商蛇口的平均净负债率、平均分子分母剔除预收账款的资产负债比例均低于样本房企均值。

图表 48: 2012-1H2020 期末样本公司净负债率



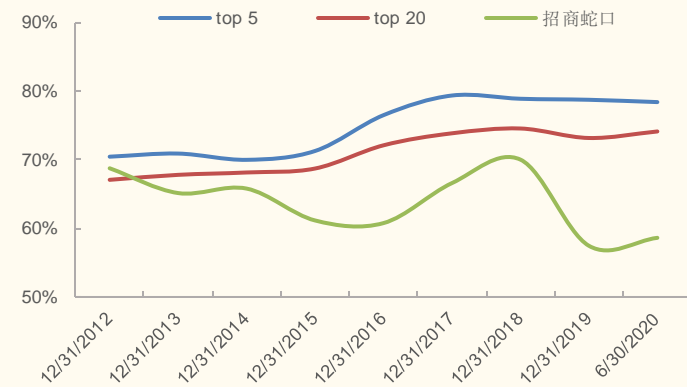
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 1H2020 期末样本公司净负债率



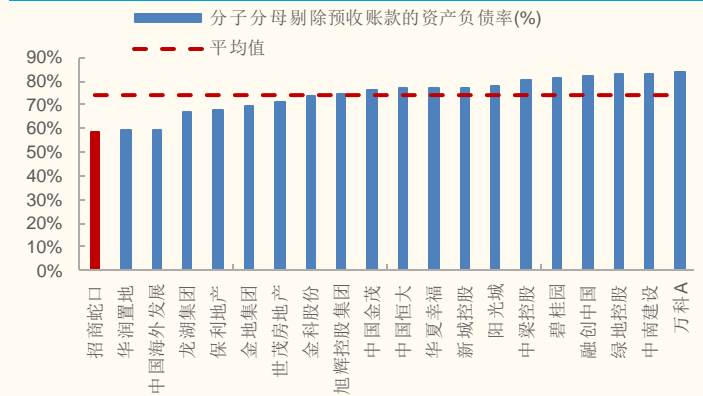
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 2012-1H2020 期末样本公司分子分母剔除预收账款的资产负债比例



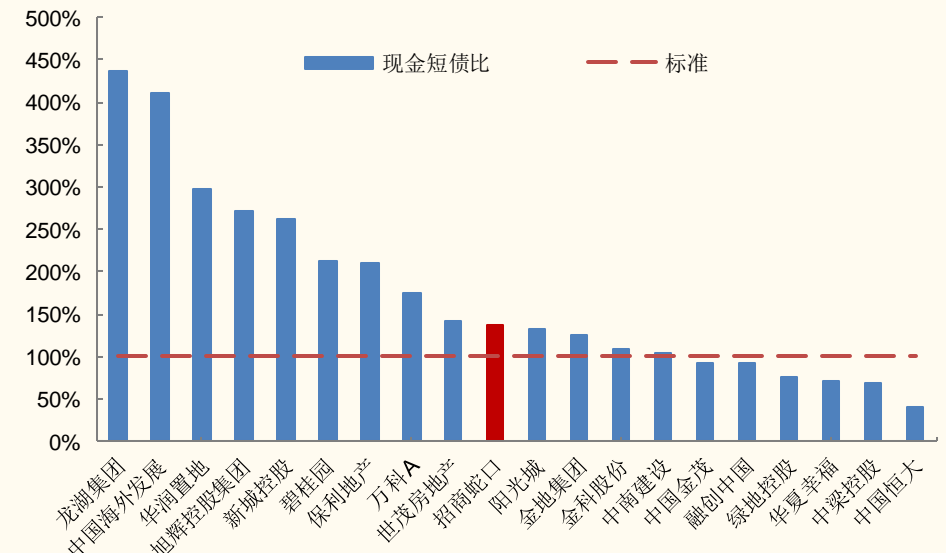
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 51: 1H2020 期末样本公司分子分母剔除预收账款的资产负债比例



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 2019 年末样本公司现金短债比

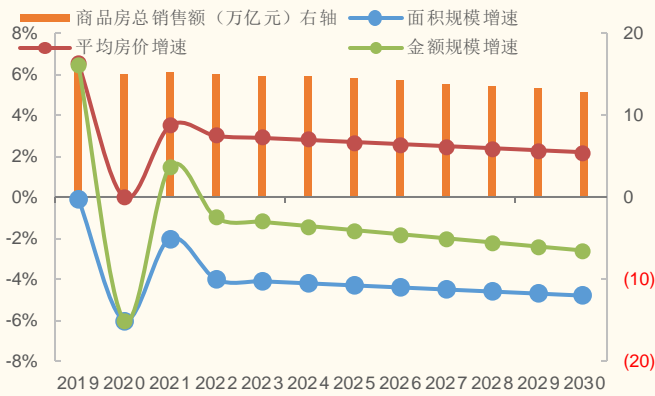


来源: Wind, 国金证券研究所

规模稳步提升，市占率亦将提升

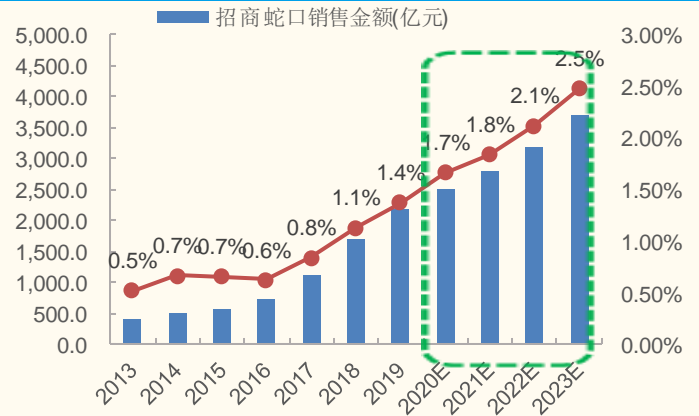
- 稳步经营下，公司销售额将持续提升，有望在房企前 10 名中更进一步：公司 2019 年签约销售 2205 亿元，1H2020 签约销售 1107 亿元，考虑到公司在深圳前海蛇口片区的土地储备可释放价值较高、土储资源充足、拿地成本低、对自身价值的释放意愿积极，并且未来政策端收紧将有利于央企的发展，叠加居民改善性需求增加，房价缓慢上涨，土地市场可能降温。在稳步经营下，我们认为招商蛇口未来销售额仍能持续上升，销售额排名有望从第 12 名提升至前 10 名。从房地产面积增长看，行业可能已经见顶，但在“房住不炒”调控、房地产融资逐步规范、行业利润回归等背景下，行业集中度将继续向头部集中。
- 招商蛇口 1H2020 市占率仅为 1.66%，距离全球其他成熟市场 8% 的头部房企市占率，仍有提高空间。考虑到招商蛇口前文所述优势与潜力，我们预计公司 2020-2023 年销售额分别 2500 亿元，2800 亿元，3200 亿元，3700 亿元，行业规模分别为 15.0 万亿，15.2 万亿，15.1 万亿，14.9 万亿，招商蛇口对应市占率分别为 1.67%、1.84%、2.12%、2.48%。

图表 53: 2019-2030 年房地产市场规模及增速预测



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 54: 2019-2023 年招商蛇口销售规模和市占率预测



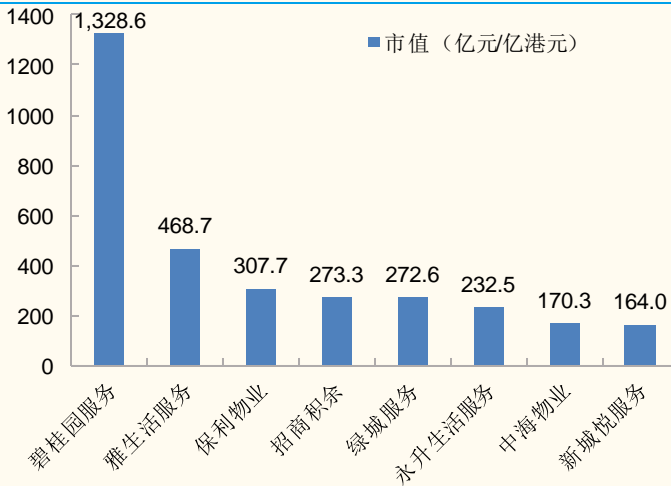
来源: Wind, 国金证券研究所

招商积余颇具规模，利润增长领先

招商积余颇具规模，管理面积 1.72 亿方

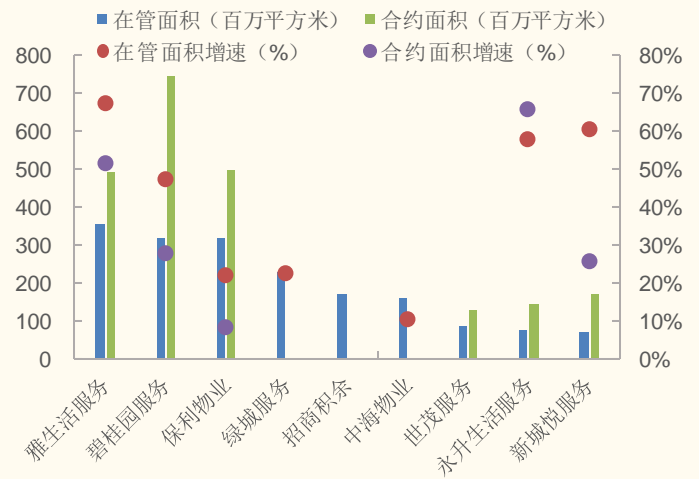
- 2019 年，招商积余重大资产重组后，招商蛇口成为其控股股东，目前持有 47.45% 的股权，招商局集团成为其实际控制人。重组后，招商积余拥有中航物业、招商物业两个全资物业管理公司，物业管理业务更具规模，进一步确立了公司在物业管理行业的领先地位。截至 2020 年 11 月 16 日，公司市值 273.3 亿元，在已上市物管公司中排名第四。
- 1H2020 报告期末，招商积余管理面积 1.72 亿方，相比 2019 年底增长了 12.4%，物业管理项目为 1,315 个，服务业态多元。

图表 55: 样本物业管理公司市值 (2020 年 11 月 16 日)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 56: 1H2020 样本物业管理公司管理面积 (百万方)、合约面积 (百万方) 及增长情况

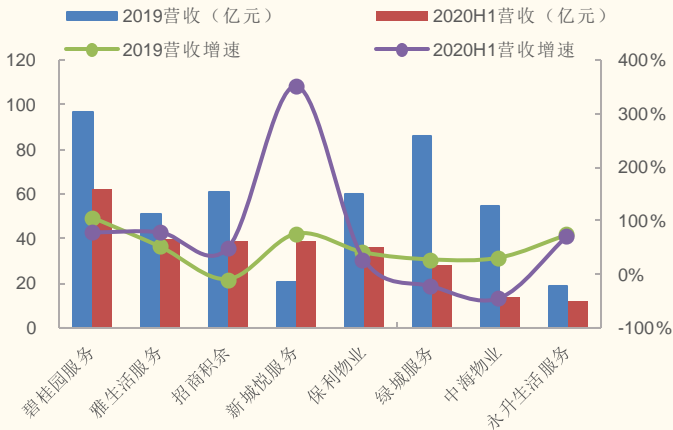


来源: Wind, 国金证券研究所

盈利表现强劲，增值服务收入增长空间大

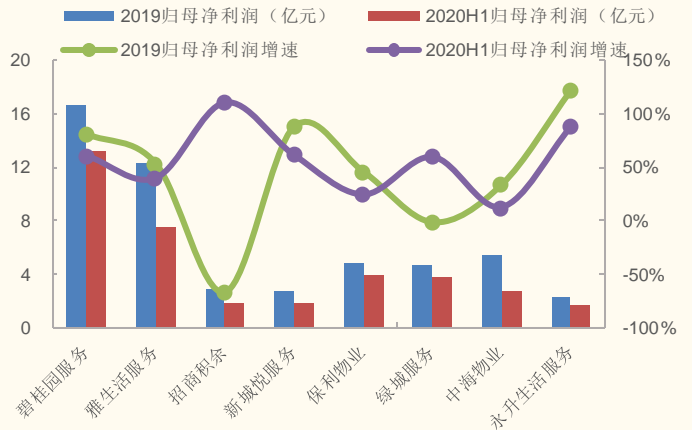
- 招商积余 1H2020 实现营业收入 38.68 亿元，同比增长 50%，权益净利润 1.79 亿元，同比增长 111%。盈利能力稳步提升，营业收入和权益净利润规模在已有数据的样本公司中排名第 3，位列前茅。招商积余营业收入主要来自于三大块：物业管理、资产管理及其他。
- 招商积余 1H2020 毛利率为 12.97%，其中物业管理毛利率 11.23%，公司毛利率在样本公司中较低，原因是公司传统物业管理服务收入占比较高，为 76.02%，该业务毛利率较低。

图表 57: 2019-1H2020 样本物业管理公司营收 (亿元) 及增速



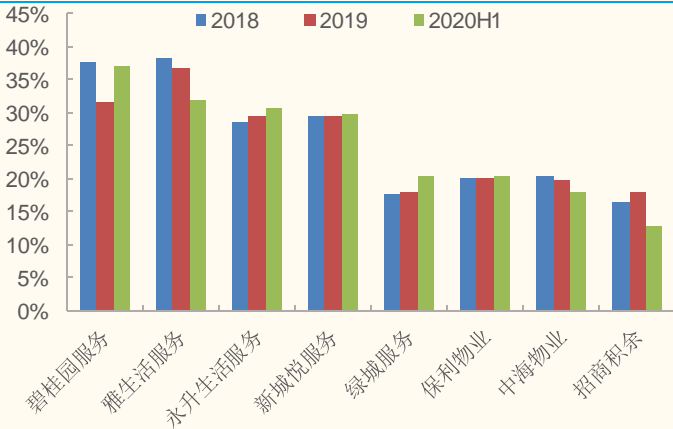
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 58: 2019-1H2020 样本物业管理公司权益净利润 (亿元) 及增速



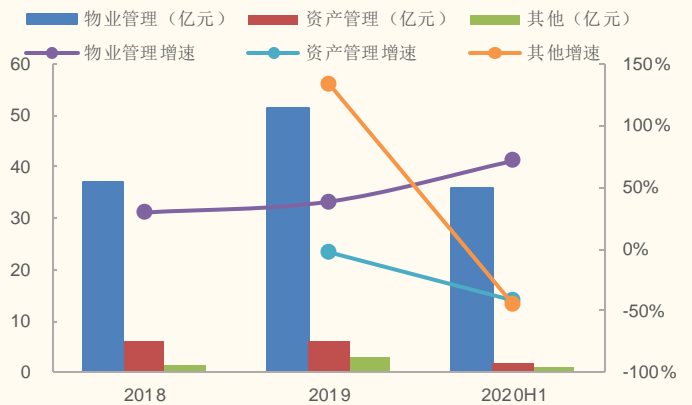
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 59: 2018-1H2020 样本物业管理公司毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

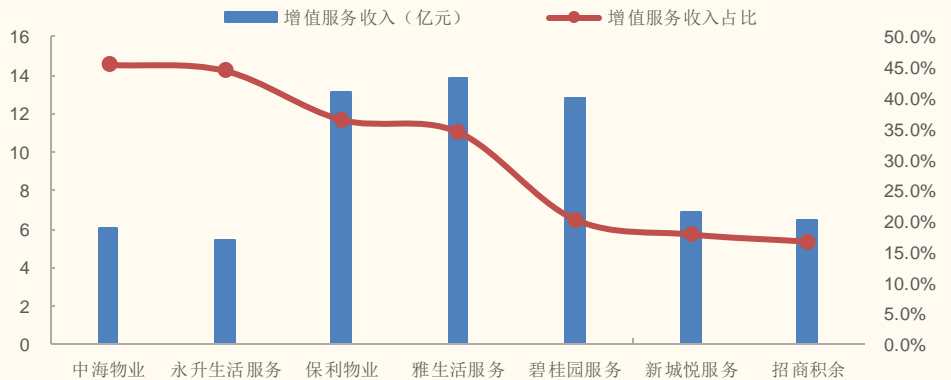
图表 60: 2018-1H2020 招商积余分业务营业收入 (亿元) 及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

- 招商积余增值服务收入有较大增长空间。1H2020 公司增值服务收入占比 16.7%，样本物管公司占比均值为 30.8%。2018-2019 年，招商积余增值服务占比从 4%增长到 9%，增值服务毛利率高，业务种类多，预计公司增值服务占比未来将进一步提升。

图表 61: 1H2020 样本物管公司增值服务收入 (亿元) 及占比

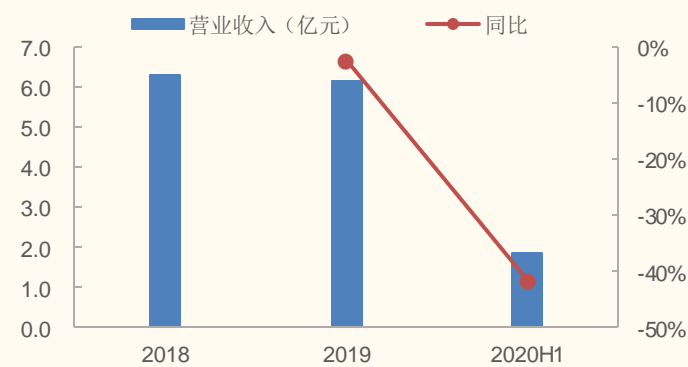


来源: Wind, 国金证券研究所

承接集团商管业务，打造轻资产平台

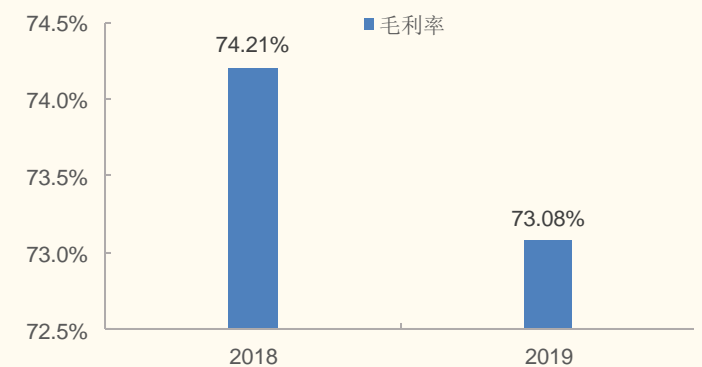
- 招商蛇口的商管主要放在招商积余的资产管理业务，实际上我们可以将招商积余定位成一个商管和物管的轻资产平台。
- 招商积余资产管理业务主要为商业运营、持有物业出租及经营。1H2020，该业务营业收入 18,503 万元，占公司营业收入的 4.78%，较上年同期减少 13,157 万元，下降 41.56%，主要是受疫情影响，购物中心经营、酒店出租及其他持有型物业收入减少。公司资管业务主要集中于华南区域，其中深圳地区占比 18%，2019 年该业务整体毛利率为 73%。
- 商业运营业务主要为公司旗下九方资管利用专业的商业运营管理能力，为商业地产项目提供土地获取及开发建设阶段的商业定位、规划设计、工程改造等顾问咨询服务；在商业项目开业筹备及运营阶段提供招商、策划、推广、运营管理等服务。截至 2020 年 6 月，公司九方资管在管购物中心 13 个（含筹备项目 2 个），管理面积近 100 万平方米，其中自营项目 4 个，受托管理招商蛇口项目 4 个，轻资产管理输出项目 5 个。
- 物业出租业务主要为酒店、商业、办公等持有型物业的出租及经营。公司出租物业总可出租面积为 59.3 万平方米，1H2020 已出租面积为 56.1 万平方米，总体平均出租率为 95%，其中购物中心及商业的平均出租率有所下降，主要因疫情影响部分商铺退租。

图表 62：2018-1H2020 招商积余资管业务营业收入（亿元）及同比增长率



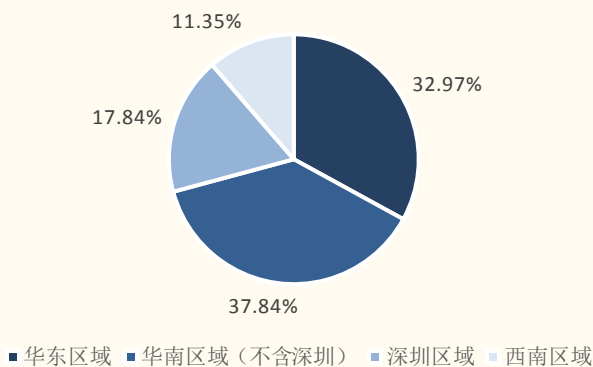
来源：Wind，国金证券研究所

图表 63：2018-2019 年招商积余资管业务毛利率



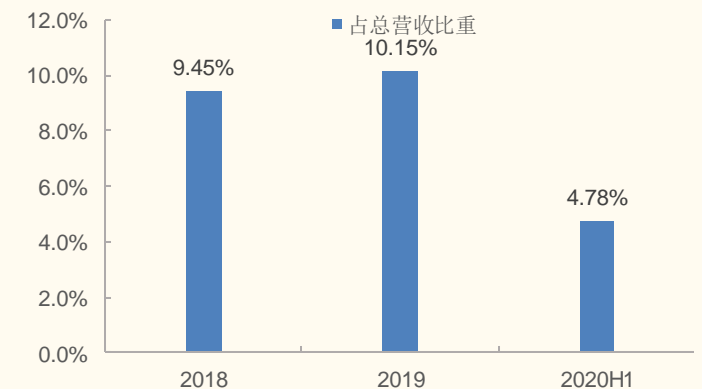
来源：Wind，国金证券研究所

图表 64：1H2020 招商积余资管业务分地区营收比例



来源：Wind，国金证券研究所

图表 65：2018-2019 年招商积余资管业务营业收入占总营业收入比重



来源：Wind，国金证券研究所

持有型物业地段核心，持续释放利润

- 截至 1H2020 期末，招商蛇口拥有可出租土地面积 156.56 万平方米，出租率 99%，报告期出租收入 0.42 亿元；公司拥有的投资性物业总可出租面积 389.17 万平方米，包含公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态。报告期内，公司实现出租收入 13.71 亿元，同比增加 1.23%，总体出租率达 79%；1H2020 公司在深圳、北京、漳州等地拥有酒店客房 2,344 套，酒店收入 1.82 亿元。

图表 66：1H2020 招商蛇口持有型物业业务情况



来源：公司业绩推介材料，国金证券研究所

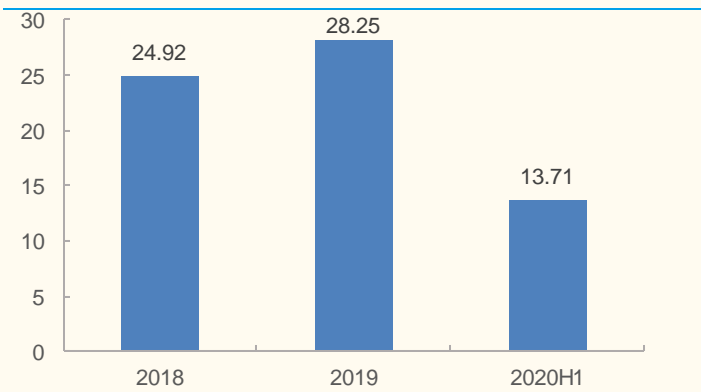
图表 67：1H2020 招商蛇口持有型物业经营情况

出租性物业类别	可出租面积 (万平方米)	累计已出租面积 (万平方米)	出租收入 (万元)	平均出租率 (%)	平均单价 (元/平米/月)
写字楼	43.23	185.62	18,079.20	70	97.4
其中：招商局广场	6.13	27.54	5,982.10	75	217.21
商铺及商业中心	128.02	657.65	43,057.17	88	65.47
其中：九方购物中心	35.56	203.21	11,013.78	95	54.2
公寓及住宅	98.57	432.24	42,680.85	75	98.74
其中：壹间公寓	14.36	56.4	6,054.90	68	107.36
酒店经营	客房套数	累计入住套数	营业收入 (万元)	入住率 (%)	平均净房价 (元/间/晚)
酒店	2344	113063	18,193.86		
其中：深圳希尔顿南海酒店	540	33573	6,196.17	34	1034.73
北京康莱德酒店	289	11159	2,065.96	21	1158.28

来源：公司公告，国金证券研究所

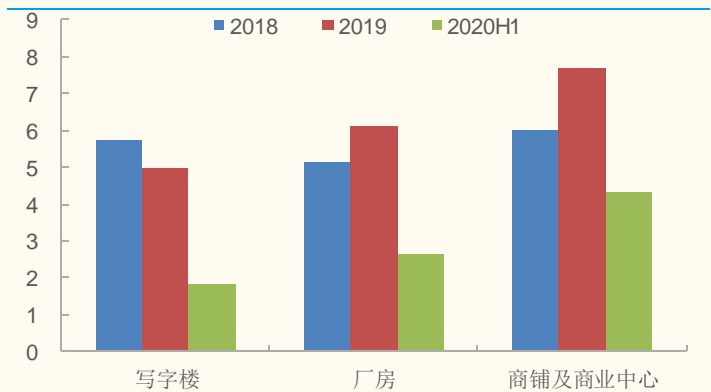
- 持有型资产能为企业带来稳定、持续的收入和利润，同时持有型资产的增值也能带来公司价值的提升。1H2020 公司房地产出租收入 13.71 亿元，其中商铺及商业中心租金收入最高，为 4.31 亿，其次为厂房租金收入 2.62 亿。

图表 68: 2018-1H2020 招商蛇口房地产出租收入情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 69: 2018-1H2020 招商蛇口写字楼、厂房、商铺及商业中心出租收入情况 (亿元)

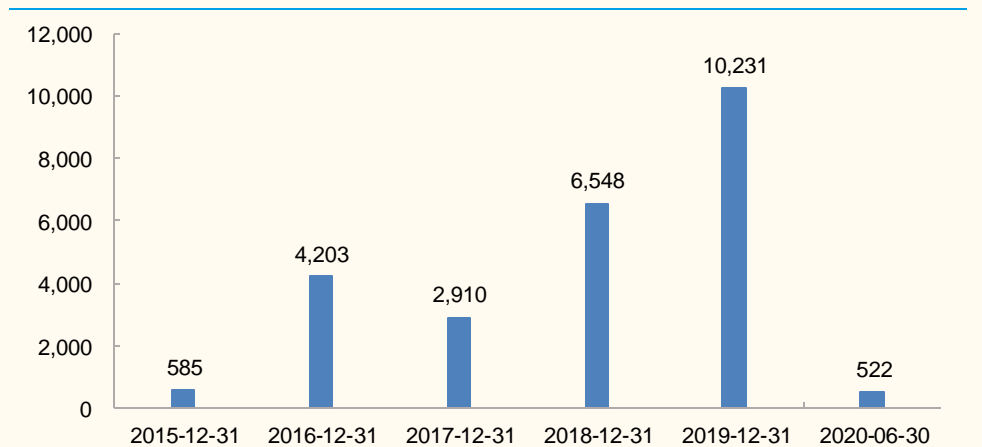


来源: Wind, 国金证券研究所

多渠道盘活资产, 资本运作提升资产价值

- 2015 年至今, 招商蛇口每年都会出售一部分资产作为投资收益, 2019 年期末, 公司投资收益高达 10231 亿元。2018-2019 年, 招商蛇口共出售四笔持有物业资产, 交易总额约 63 亿。

图表 70: 2017-1H2020 招商蛇口投资收益 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 71: 招商蛇口出售部分资产列表

时间	位置	标的	面积	价格
201908	深圳太子湾	太子湾商务大厦T4栋、T6栋部分房产以及商贸大厦T3栋一、二层共39套物业	物业总建筑面积为2,300.75平方米	30,905.86万元
201906	深圳太子湾	太子湾商务大厦的T6栋一、二层共33套商业物业, 该物业	总建筑面积约2355.24m ²	29507.22万元
201812	深圳太子湾	太子湾商贸大厦第T1与T3栋一层及二层共56套商业物业,	物业总建筑面积约4,534.50平方米	56,760.75万元
201803	北京中央商务区核心地段	上海招商局大厦 上海招商局广场及 北京招商局大厦三项资产	-	50.36 亿元 (含债权交易对价 4.79 亿元)

来源: 国金证券研究所整理

- **REITs 融资**：完成中国首例在香港资本市场上上市的产业园区类 REITs。2019 年 9 月，招商蛇口旗下控股子公司招商局置地通过其香港全资子公司——荣腾企业有限公司，就拟于香港设立的招商局商业房地产投资信托基金向香港证监会递交了认可申请，其后于当年 12 月 10 日实现上市。本次注入 REIT 的底层资产是位于深圳市南山区蛇口区域的四项商业物业，即新时代广场、科技大厦、科技大厦二期及数码大厦，蛇口花园城中心。其中新时代广场、科技大厦、科技大厦二期及数码大厦物业的整体出租率达 96% 左右，每日平均租金在 2.7—6.4 元/m² 之间。香港 REITs 2019 的市值规模为 367 亿美元，排在亚洲市场第三的位置，是亚洲市场的重要组成部分。通过发行 REITs，除了能够低成本融资外，还能获得较高的回报收益率，提高资产价值。
- 除此之外，招商蛇口还通过收购中航善达，推动物业服务上市等手段进一步提升资产价值。招商蛇口发展以来，通过并购招商地产，分拆物业发行 REITs，提升资产质量，具备增值活力。

盈利预测与投资建议

盈利预测

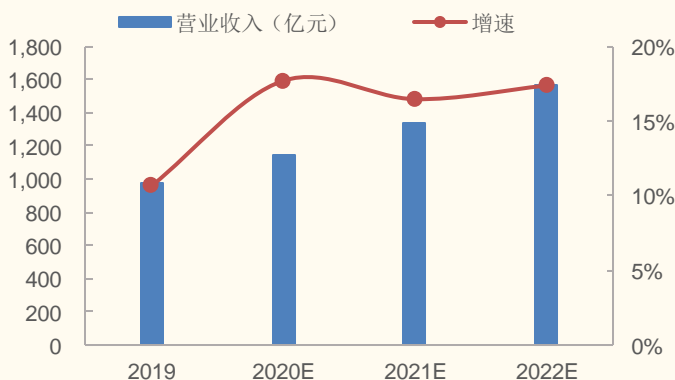
- 我们认为公司从主观和客观上都有动力和机会实现销售额增长加速，据此我们预测招商蛇口 2020-2022 年合同销售额增长情况分别为 2500 亿元、2800 亿元、3200 亿元，同时采用回溯结算期的方式测算出房地产业务销售收入。公司 1H2020 结算的大部分是 2018 年的销售额，当前结算项目的毛利率较低。未来公司将持续性拿地、拿地节奏好、拿地成本总体可控，叠加未来房价缓慢上涨，未来公司结算项目的毛利率仍将会较高，公司毛利率下降幅度会比同行小，营业收入增长比较乐观。
- 根据我们的财务模型预测，2020-2022 年招商蛇口营业收入分别为 1149 亿元、1339 亿元、1571 亿元，权益净利润分别为 151 亿元、179 亿元、197 亿元。

图表 72：2017-1H2020 招商蛇口投资收益（亿元）

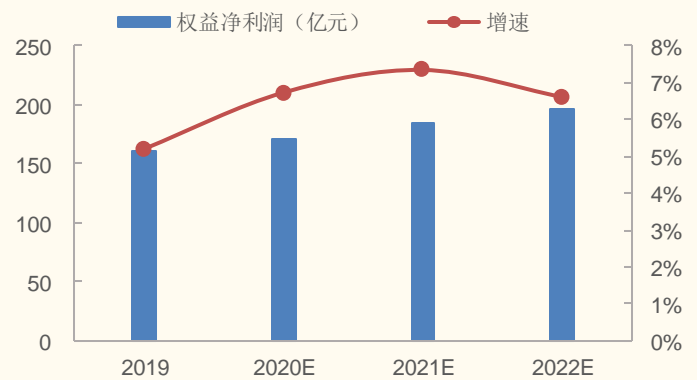
	2019	2020E	2021E	2022E
全口径合同销售额	2205	2500	2800	3200
房地产业务结算收入	846	992	1150	1363
公司综合毛利率	34.65%	33.23%	31.88%	31.67%
归母净利润	160	151	179	197

来源：Wind，国金证券研究所

图表 73：2019-2022 年招商蛇口预计营业收入（亿元）及增速



图表 74：2019-2022 年预计招商蛇口归母净利润（亿元）及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

估值

1. 相对估值

- 我们主要依据规模选取了碧桂园、中国恒大、融创中国、保利地产等 10 家可比公司, 考虑到潜在的盈利下修的因素, 不采用一致预期的盈利数据。行业 2019PE 为 7.91X, 仅按照 2020 年行业权益净利润平均增速 10% 左右进行预测, 行业 2020PE 为 7.19X。可比公司中, 万科 2019PE 为 9.18X, 龙湖集团为 14.91X, 中国恒大为 11.29X。根据我们的财务预测模型 2020-2022 年招商蛇口权益净利润分别为 151 亿元、179 亿元、197 亿元。考虑到公司的央企背景和优质土储资源, 以及公司运营能力因素带来的收入和结算的确定性, 我们给予招商蛇口 10X 2021PE 目标价 (12 个月内目标价), 对应股价 22.63 元。

图表 75: 相对估值法

代码	企业简称	收盘价(元/港元)	市值(亿元/亿港元)	权益净利润(亿元)		权益净资产(亿元)	2019PE	2020PE	2019PB
		20201130	20201130	2018	2019	2019			
600048.SH	保利地产	17.22	2060.82	189	280	1,560	7.37	按照行业 2020年 权益净利 润10% 的增长测 算平均动 态PE	1.32
000002.SZ	万科A	30.70	3566.64	338	389	1,881	9.18		1.90
2007.HK	碧桂园	10.24	2256.43	346	396	1,519	5.11		1.33
3333.HK	中国恒大	16.34	2177.46	374	173	1,457	11.29		1.34
1918.HK	融创中国	29.70	1384.39	166	260	831	4.76		1.49
0688.HK	中国海外发展	18.86	2066.13	449	416	2,806	4.45		0.66
601155.SH	新城控股	35.42	798.98	105	127	384	6.31		2.08
0813.HK	世茂房地产	28.90	1022.39	88	109	663	8.40		1.38
1109.HK	华润置地	33.60	2396.00	242	287	1,736	7.49		1.24
0960.HK	龙湖集团	50.80	3051.60	162	183	940	14.91		2.91
001979.SZ	招商蛇口	14.66	1161.41	152	160	948	7.24	1.22	
算术平均值							7.91	7.19	1.55

来源: Wind, 国金证券研究所

2. NAV 估值法

- 当前股价 NAV 折让 48%, 潜在价值丰厚。招商蛇口目前在前海、蛇口、太子湾片区土储面积共计 583 万方, 三大片区资产价值总计 600 亿元。社区开发项目资产价值 620 亿元, 漳州开发区片区价值 13.5 亿元, 自持物业价值 139 亿。重估净资产合计 2225 亿元, 当前 NAV 折让 48%。

图表 76: 招商蛇口 NAV 估值 (截至 2020.06.30)

招商蛇口	NAV
社区开发项目增厚 (亿元)	620
房产租赁增厚 (亿元)	139
漳州开发区增厚 (亿元)	13.5
前海等区域增厚 (亿元)	600
归属于母公司净资产 (亿元)	852
重估净资产合计 (亿元)	2225
总股本 (亿股)	79
每股净资产值(元/股)	28.1
股价 (最新交易日)	14.66
NAV 折让	48%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

社区开发项目估值:

- 我们根据 2020 年中报及以往年报及公告整理出项目列表，其中包括土地成本，土地面积，已结算面积等项目基本数据，根据项目所在不同城市等级假设建安成本，按照周边可比楼盘售价预估销售价格。
- 完成基础数据收集和假设后，可推导出项目未结算面积，根据土地成本、建安成本得到总成本，根据销售价格、未结算面积得到可售货值总额，两者相减得到毛利润。
- 我们预计招商蛇口未来将降低项目权益，扩大项目规模，因此假设项目以 60% 的权益并表，根据一般项目开发费用情况，假设销售费用率、管理费用率、财务费用率合计为 6%，根据公司每年销售面积预估目前土储和已售未结转换可供开发 6 年，贴现率 6.5%。毛利润扣除费用和相关税费后得到净利润 905 亿元，贴现后价值 620 亿元。

房产租赁估值：

- 根据 2019 年年报披露，招商蛇口投资性房地产业务出租及营业收入 37.1 亿元，我们根据房租收入推算出投资性房地产价值 464 亿元。由于部分物业仅公布可出租面积，未公布相应土地面积，我们根据不同物业类型做出容积率假设推算，同时假设这些物业成本为 10000 元/平方米，统计原始成本 325 亿元。投资性房地产价值扣除原始成本后的利润价值 139 亿元。

漳州开发区估值：

- 漳州开发区合计土地面积 768 万方，规划面积 1248 万方，由于该项目为一级开发项目，我们假设其开发后以出售土地获取利润，按照市场价格预估楼面价，假设项目 30 年开发完成，该项目是招商蛇口收购股权获得，因此以收购价加一级开发成本作为项目成本，假设贴现率为 6%，根据权益比例计算，该项目可获得 13.5 亿元利润。

前海、蛇口、太子湾片区估值：

- 前海、蛇口、太子湾三片地段于一线城市深圳的核心地区，公司在三片区总计拥有 204 万方权益土地，且获取时间早，土地成本低。由于部分土地仍在推进土地整备及确权工作，且考虑到核心地段，具备长期开发价值，我们假设开发周期为 15 年，贴现率 10%，销售价格参考目前该区域平均房价，保守估计按 4% 增长，扣除成本，费用及相关税费并贴现计算后，价值 600 亿元。

投资建议

- **坐拥大湾区核心土储，地段为王，深圳前海蛇口片区土储价值丰厚。**公司在前海、蛇口、太子湾的大规模土储具备不可复制的核心优势。公司自改革开放以来就作为主力建设蛇口片区，目前在深圳前海蛇口片区拥有土储 583 万方，NAV 增厚达 600 亿元。早期获取土地成本低，土储重估价值高，升值空间大。对标世界级湾区，前海作为粤港澳大湾区驱动引擎深圳的核心发展片区，拥有优越的经济、人口和交通条件，公司在该片区丰厚的土储具备孕育核心持有型资产能力，价值静待释放。
- **央企背景，资源整合优势突出，低成本拿地、融资；T+30、T+10、T+3 业务协同发展，具备孕育核心资产能力，长期建设城市的能力。**
 - 公司背靠招商局集团，政企资源丰富。公司已通过与政企合作获取多个项目，如武钢、昆钢项目等。在招拍挂拿地难度提升，一二线城市供地紧张的市场背景下，优势明显。央企背景，融资成本先天占优，1H2020 公司融资成本仅为 4.78%。
 - 具备孕育核心资产能力，T+30、T+10、T+3 业务协同发展。兼顾短中长期业务发展的节奏需要，进而实现城市深耕。

T+30 片区综合开发：公司依靠自身央企背景，强势的资源整合能力，通过数十年的片区整体开发运营来提升空间价值，与城市共同发展。公司在深圳改革开放伊始就与其共同发展，运用自身优秀的城市产业

运营能力，打造了深圳前海蛇口片区这一成功案例，我们认为未来漳州开发区也将成功开发。

- **T+10 持有型业务：**公司持有型业务大多数处于核心地段，资产价值高；公司运营能力强，通过持续运营持有性资产带来稳定收入和利润，并且通过运营服务提升资产价值，十年后退出时可一次或分步变现，获取投资收益。公司的央企背景也为门槛较高、释放货值较慢的持有型业务，比如旧改、土地变性等提供了资源支持。
- **T+3 地产销售业务：**公司销售规模稳步增长，在拿地、融资和资债指标方面均具备优势，未来具有市占率提升潜力。公司 1H2020 全口径销售额 1107 亿元，排名第 10。资债指标稳健，2011-1H2020 净负债率均值仅为 88%，在未来监管趋严利好国企开发商的大背景下，公司销售规模将会稳步增长，未来市占率可进一步提升。
- **公司拥有独一无二的大湾区核心土地资源，未来升值空间大；**作为资源型央企，有条件有能力做好城市深耕，运营 T+3、T+10、T+30 业务；2020 年因交付及结算受疫情影响，我们预计其 2020 年权益净利润为小幅负增长，但预计 2021 年、2022 年可实现双位数较快增长。在不考虑前海片区土储大规模变现的前提下，预计 2020-2022 年权益净利润分别为 151 亿元、179 亿元、197 亿元。考虑到其土地资源的不可复制性以及利润尚未变现，首次覆盖，我们给予“买入评级”，给予其 12 个月内目标价 22.63 元，对应 10X 2021PE。

风险提示

- **前海建设进度低于预期。**公司在前海片区拥有大量土储，其价值增厚依赖于前海片区核心地段的体现，若前海建设进度低于预期将影响该部分土储及物业价值兑现。
- **公司规模扩张低于预期。**公司规模扩张低于预期，使得业绩增速不及预期。
- **调控政策超预期。**政府对房地产行业调控收紧程度超预期，从而使得公司融资增速严重受限，规模扩张不及预期，利润率下降等，进而影响利润表现。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	75,455	88,278	97,672	114,948	133,866	157,121	货币资金	45,278	67,375	75,324	75,928	79,319	79,644
增长率	17.0%	17.0%	10.6%	17.7%	16.5%	17.4%	应收账款	62,541	65,843	73,864	83,489	94,953	97,113
主营业务成本	-47,039	-53,415	-63,829	-76,755	-91,195	-107,367	存货	164,233	210,821	312,207	315,114	344,102	396,823
%销售收入	62.3%	60.5%	65.4%	66.8%	68.1%	68.3%	其他流动资产	14,534	10,397	15,855	20,488	21,210	22,018
毛利	28,415	34,863	33,843	38,194	42,671	49,753	流动资产	286,585	354,436	477,249	495,019	539,583	595,599
%销售收入	37.7%	39.5%	34.6%	33.2%	31.9%	31.7%	%总资产	86.2%	83.7%	77.3%	76.5%	76.4%	76.4%
营业税金及附加	-6,673	-8,324	-9,200	-9,416	-9,360	-10,891	长期投资	37,296	57,714	117,927	127,927	140,927	156,927
%销售收入	8.8%	9.4%	9.4%	8.2%	7.0%	6.9%	固定资产	3,059	4,329	5,426	5,845	6,286	6,751
销售费用	-1,468	-1,554	-2,207	-2,494	-2,758	-3,237	%总资产	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
%销售收入	1.9%	1.8%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	无形资产	1,179	1,261	1,813	1,963	2,101	2,228
管理费用	-1,282	-1,527	-1,729	-2,034	-2,276	-2,655	非流动资产	46,036	68,786	140,212	151,518	166,092	183,742
%销售收入	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	%总资产	13.8%	16.3%	22.7%	23.4%	23.5%	23.6%
研发费用	0	0	-52	-80	-94	-110	资产总计	332,621	423,221	617,688	646,764	705,903	779,568
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	30,381	38,230	54,793	79,733	75,812	83,668
息税前利润 (EBIT)	18,993	23,458	20,656	24,168	28,184	32,860	应付款项	124,411	155,561	192,682	206,369	228,877	252,899
%销售收入	25.2%	26.6%	21.1%	21.0%	21.1%	20.9%	其他流动负债	12,517	36,823	47,534	43,385	54,405	62,545
财务费用	-836	-2,448	-2,773	-2,223	-2,681	-2,893	流动负债	167,310	230,615	295,008	329,487	359,094	399,112
%销售收入	1.1%	2.8%	2.8%	1.9%	2.0%	1.8%	长期贷款	60,697	61,647	68,835	71,835	75,835	80,835
资产减值损失	-331	-986	-2,092	-315	-374	-305	其他长期负债	11,832	22,097	26,220	21,595	24,595	28,595
公允价值变动收益	-14	-63	114	913	-57	-571	负债	239,838	314,359	390,063	422,916	459,524	508,542
投资收益	2,910	6,548	10,231	3,800	5,500	4,500	普通股股东权益	68,368	75,909	94,845	86,768	104,698	124,422
%税前利润	14.0%	24.6%	39.2%	14.4%	18.0%	13.4%	其中：股本	7,904	7,904	7,916	7,916	7,916	7,916
营业利润	20,752	26,613	26,320	26,392	30,621	33,640	未分配利润	33,225	44,770	53,047	68,167	86,097	105,821
营业利润率	27.5%	30.1%	26.9%	23.0%	22.9%	21.4%	少数股东权益	24,415	32,954	132,525	136,825	141,426	146,349
营业外收支	-18	-12	-196	-78	-91	-107	负债股东权益合计	332,621	423,221	617,688	646,764	705,903	779,568
税前利润	20,734	26,601	26,124	26,314	30,530	33,533	比率分析						
利润率	27.5%	30.1%	26.7%	22.9%	22.8%	21.3%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-5,725	-7,140	-7,267	-6,894	-7,999	-8,886	每股指标						
所得税率	27.6%	26.8%	27.8%	26.2%	26.2%	26.5%	每股收益	1.546	1.928	2.025	1.908	2.263	2.489
净利润	15,009	19,461	18,857	19,420	22,531	24,647	每股净资产	8.650	9.604	11.981	10.961	13.226	15.717
少数股东损益	2,789	4,221	2,824	4,300	4,601	4,923	每股经营现金净流	-0.596	1.328	1.751	0.563	1.061	0.047
归属于母公司的净利润	12,220	15,240	16,033	15,120	17,930	19,724	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	16.2%	17.3%	16.4%	13.2%	13.4%	12.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.87%	20.08%	16.90%	17.43%	17.13%	15.85%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	3.67%	3.60%	2.60%	2.34%	2.54%	2.53%
净利润	15,009	19,461	18,857	19,420	22,531	24,647	投入资本收益率	7.14%	7.60%	4.01%	4.50%	4.92%	5.21%
少数股东损益	2,789	4,221	2,824	4,300	4,601	4,923	增长率						
非现金支出	1,275	2,111	3,374	647	742	711	主营业务收入增长率	18.69%	16.99%	10.64%	17.69%	16.46%	17.37%
非经营收益	-1,546	-2,921	-13,886	-3,546	-2,853	-1,152	EBIT增长率	40.08%	23.51%	-11.95%	17.00%	16.62%	16.59%
营运资金变动	-19,446	-8,154	5,513	-12,065	-12,019	-23,833	净利润增长率	27.54%	24.71%	5.20%	-5.70%	18.59%	10.00%
经营活动现金净流	-4,709	10,496	13,858	4,455	8,402	373	总资产增长率	32.66%	27.24%	45.95%	4.71%	9.14%	10.44%
资本开支	-2,490	-2,767	-8,097	-779	-1,038	-1,104	资产管理能力						
投资	-4,908	-1,304	-4,563	-9,087	-13,057	-16,571	应收账款周转天数	1.1	2.9	5.6	5.6	5.6	5.6
其他	-25,259	7,026	-498	3,800	5,500	4,500	存货周转天数	1,080.2	1,281.4	1,495.4	1,500.0	1,380.0	1,352.4
投资活动现金净流	-32,657	2,955	-13,158	-6,066	-8,595	-13,176	应付账款周转天数	154.8	163.3	175.6	175.0	175.0	180.0
股权募资	5,145	6,117	29,723	-23,189	0	0	固定资产周转天数	13.7	14.1	17.2	15.3	13.8	12.4
债权募资	35,765	15,211	12,634	28,426	7,079	16,856	偿债能力						
其他	-7,425	-20,277	-26,137	-3,022	-3,495	-3,728	净负债/股东权益	58.41%	45.01%	29.28%	42.90%	38.84%	41.41%
筹资活动现金净流	33,485	1,051	16,220	2,215	3,584	13,128	EBIT利息保障倍数	22.7	9.6	7.5	10.9	10.5	11.4
现金净流量	-3,881	14,503	16,920	604	3,391	326	资产负债率	72.11%	74.28%	63.19%	65.43%	65.13%	65.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH