

# 招商蛇口 (001979.SZ)

## 央企龙头受益集中度提升，毛利率即将走出至暗时刻

深耕地产行业四十余年，2015年重组上市以来实现规模快速扩张。公司是招商局旗下唯一的地产上市平台，主营业务包括园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大板块，2020年营收占比分别为78.1%、21.8%和0.1%。2021年Q1-3公司实现营收和净利分别为817.6和63.5亿元，16-20年CAGR分别为19.5%和5.2%。2016-2020年，公司销售额从一千亿迈入三千亿，CAGR达39.2%，行业排名从15升至第10名。2021年前三季度公司实现销售额2409.6亿元，同增26.7%，行业排名提升至第7，随着行业集中度提升，预计公司市占率将进一步增长。

**开发优势：拿地积极且渠道多元，土储丰厚，深耕核心都市圈。**公司通过产城联动、港城联动、兼并收购、城市更新等多元化方式积极扩储，2021年前三季度拿地金额1549.3亿元，同增62.2%，面积口径和金额口径的投销比分别为104.1%和64.3%。截至2020年公司总土储超4300万方，按照2020年销售均价计算货值约9600亿元，可覆盖2020年销售额3.5倍。公司采取城市深耕战略，聚焦高能级城市，能够提供良好的供需环境，2021年新增土储一二线金额占比77.5%。考虑到公司2021年可售资源充裕（5300亿元），配比均衡，有望达成3300亿元的销售目标。

**多元业务优势：“前港-中区-后城”的综合发展模式。**该模式的核心在于以港口为切入，园区为载体，配套城市开发，通过港区域融合带动不同业务板块的联动发展。在该模式下，公司将业务主要划分为五类：现金牛业务（物业销售）、成长型业务（产业园区和集中商业）、机会型业务（酒店、公寓、写字楼）、平台型业务（招商积余）、创新型业务（邮轮等）。其中持有型物业为公司近年主要发力点，公司计划到2025年实现100个购物中心和100亿元持有物业营收，相当于五年营收CAGR约25%。

**财务优势：利润率存在改善空间，负债率和融资成本位于行业低位。**由于17、18年获取的低毛利项目集中结算，公司近两年毛利率下滑幅度显著大于行业，再加上主动计提了大量存货跌价准备，预计公司后续毛利率下行压力相对较小。公司三道红线指标均长期位于绿档，截至2021年中期，公司净负债率34.7%，剔除预资产负债率60.3%，现金短债比1.4，负债率在主流房企中处于低位。公司综合融资成本4.6%，融资余额1702.9亿元，信托等非标融资占比仅3.5%，银行贷款占比51%，融资结构优良。

**盈利预测与估值。**2021年三季度末公司预收账款1741.8亿元，可覆盖2020年结转收入的1.5倍，业绩增长有保障。预计21-23年公司营收1531.8/1782.4/2042.6亿元；归母净利润为133.4/151.7/174亿元。给予2022年目标市值1225.5亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**持有物业收入不及预期；物业销售增长不及预期；毛利率下滑超预期；关键假设可能存在误差。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97,672	129,621	153,177	178,236	204,263
增长率 yoy (%)	10.6	32.7	18.2	16.4	14.6
归母净利润(百万元)	16,033	12,253	13,342	15,168	17,396
增长率 yoy (%)	5.2	-23.6	8.9	13.7	14.7
EPS 最新摊薄(元/股)	2.02	1.55	1.68	1.91	2.20
净资产收益率(%)	8.3	6.7	6.3	6.9	7.5
P/E(倍)	5.5	7.2	6.6	5.8	5.1
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

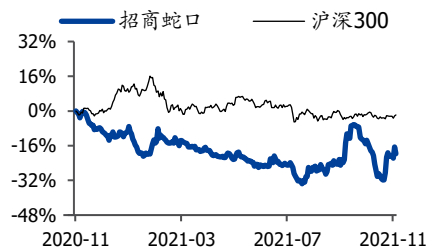
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年11月22日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	房地产开发
11月22日收盘价(元)	11.10
总市值(百万元)	87,947.99
总股本(百万股)	7,923.24
其中自由流通股(%)	99.98
30日日均成交量(百万股)	55.41

#### 股价走势



#### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	477249	575527	673124	734312	835636	<b>营业收入</b>	97672	129621	153177	178236	204263
现金	75324	89306	100993	121451	139593	营业成本	63829	92435	112858	132402	152418
应收票据及应收账款	1811	2790	2316	3168	2668	营业税金及附加	9200	9054	13786	13011	12256
其他应收款	72053	94201	97270	112419	114540	营业费用	2207	2986	4595	5525	6332
预付账款	3513	10289	8858	10946	11750	管理费用	1729	1979	2551	2959	3379
存货	312207	360793	445338	467780	548337	研发费用	52	71	84	98	112
其他流动资产	12342	18148	18348	18548	18748	财务费用	2773	2224	3068	4724	6040
<b>非流动资产</b>	140439	161631	178655	196079	215332	资产减值损失	-2092	-2570	-766	-535	0
长期投资	26593	40124	54814	69735	84888	其他收益	98	202	0	0	0
固定资产	4608	4365	6323	8555	12478	公允价值变动收益	114	8	11	18	38
无形资产	612	604	648	694	761	投资净收益	10231	6107	6413	6783	7127
其他非流动资产	108626	116537	116870	117095	117205	资产处置收益	6	-6	0	0	0
<b>资产总计</b>	617688	737157	851779	930391	1050968	<b>营业利润</b>	26320	24080	23426	26852	30892
<b>流动负债</b>	295008	373787	464939	523050	622277	营业外收入	145	149	149	147	147
短期借款	22170	17717	19488	21437	23581	营业外支出	341	119	198	204	215
应付票据及应付账款	35509	46563	56934	64151	74672	<b>利润总额</b>	26124	24109	23376	26795	30824
其他流动负债	237329	309507	388516	437462	524024	所得税	7267	7196	6552	7538	8771
<b>非流动负债</b>	95309	110013	121730	128678	133878	<b>净利润</b>	18857	16913	16824	19256	22052
长期借款	87111	100356	112072	119021	124221	少数股东损益	2824	4660	3483	4088	4656
其他非流动负债	8198	9658	9658	9658	9658	<b>归属母公司净利润</b>	16033	12253	13342	15168	17396
<b>负债合计</b>	390318	483800	586669	651729	756156	EBITDA	31592	29843	29075	33539	38814
少数股东权益	132525	151987	155469	159557	164214	EPS (元/股)	2.02	1.55	1.68	1.91	2.20
股本	7916	7923	7923	7923	7923						
资本公积	13810	14068	14068	14068	14068						
留存收益	57236	62318	72268	83621	96617						
归属母公司股东权益	94845	101370	109641	119105	130599						
<b>负债和股东权益</b>	617688	737157	851779	930391	1050968						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	13812	27622	28269	26248	27923
净利润	18857	16913	16824	19256	22052
折旧摊销	1281	1587	1558	2377	3584
财务费用	2773	2224	3068	4724	6040
投资损失	-10231	-6107	-6413	-6783	-7127
营运资金变动	5513	7167	13244	6691	3411
其他经营现金流	-4381	5838	-11	-18	-38
<b>投资活动现金流</b>	-13158	-4818	-12158	-13000	-15672
资本支出	8108	4233	2335	2503	4100
长期投资	-4055	-7027	-14690	-14921	-15152
其他投资现金流	-9105	-7612	-24513	-25419	-26724
<b>筹资活动现金流</b>	16248	-7894	-4424	7210	5891
短期借款	5429	-4453	1772	1949	2144
长期借款	8965	13245	11717	6948	5200
普通股增加	12	7	0	0	0
资本公积增加	1760	258	0	0	0
其他筹资现金流	81	-16951	-17912	-1687	-1453
<b>现金净增加额</b>	16874	14793	11688	20457	18143

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	10.6	32.7	18.2	16.4	14.6
营业利润 (%)	-1.1	-8.5	-2.7	14.6	15.0
归属母公司净利润 (%)	5.2	-23.6	8.9	13.7	14.7
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	34.6	28.7	26.3	25.7	25.4
净利率 (%)	16.4	9.5	8.7	8.5	8.5
ROE (%)	8.3	6.7	6.3	6.9	7.5
ROIC (%)	9.0	7.5	7.2	7.4	7.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	63.2	65.6	68.9	70.0	71.9
净负债比率 (%)	31.8	28.9	24.6	22.4	21.1
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	64.8	56.3	60.0	65.0	70.0
应付账款周转率	2.1	2.3	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.02	1.55	1.68	1.91	2.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.74	3.49	3.57	3.31	3.52
每股净资产 (最新摊薄)	9.57	10.21	11.25	12.45	13.90
<b>估值比率</b>					
P/E	5.5	7.2	6.6	5.8	5.1
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.3	10.5	10.6	9.2	8.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 22 日收盘价

## 内容目录

1.公司介绍	7
1.1 历史沿革：砥砺前行四十余程，五年蛰伏全面腾飞	7
1.2 股权结构明晰，背靠招商局获取资源支持	8
1.3 三大主营业务协同发展，打造独特的综合发展模式	9
2.行业分析	11
2.1 内外部融资环境趋紧，资金向财务稳健的房企倾斜	11
2.2 房企资金承压导致土拍市场冷淡，土地资源向央企/国企集中	14
3.开发业务：销售高增，土储丰厚，深耕核心都市圈	16
3.1 销售增速超同档位房企，短期业绩释放有保障	16
3.2 拿地积极且方式多元，存量土储充足	19
3.3 深耕核心都市圈，土储结构优良	22
3.4 开展一城一模板，强化操盘能力提质增效	25
4.多元化业务	26
4.1 园区业务	26
4.2 持有型业务	28
4.2.1 集中商业	28
4.2.2 长租公寓	30
4.3 其他业务	32
4.3.1 物业管理	32
4.3.2 邮轮建设与运营	34
5.财务分析	36
5.1 利润率存在改善空间	36
5.2 负债长期稳健，融资成本行业低位	39
6.盈利预测与估值	43
6.1 盈利预测	43
6.2 估值	45
6.2.1 NAV 法	45
6.2.2 P/E 法	48
风险提示	49

## 图表目录

图表 1: 招商蛇口发展历程	7
图表 2: 公司上市以来每年的发展主题	8
图表 3: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图(注:招商局集团还通过间接控股的招为投资持有公司 0.67%的股份)	8
图表 4: 招商局集团产业板块	9
图表 5: 公司三大主营业务	9
图表 6: 公司 2020 年收入分拆情况(单位:亿元)	10
图表 7: 公司营业收入及同比增速	10
图表 8: 公司收入分部占比	10
图表 9: 公司毛利润及同比增速	11
图表 10: 公司归母净利润及同比	11
图表 11: PPC 模式	11

图表 12: 公司通过综合开发模式拿地和实现收入情况.....	11
图表 13: 房地产开发贷款余额.....	12
图表 14: 100 家典型房企季度融资情况 (亿元).....	12
图表 15: 境内地产债情况.....	12
图表 16: 信托资金额.....	12
图表 17: 累计商品房销售额.....	13
图表 18: 当月商品房销售额.....	13
图表 19: 房企到位资金中其他资金累计值及同比.....	13
图表 20: 个人住房贷款余额.....	13
图表 21: 房地产业债券违约数量.....	14
图表 22: 房地产业债券违约金额.....	14
图表 23: TOP30 房企中不同档位 (按照 2020 划分) 房企 2021H 有息负债同比增速.....	14
图表 24: TOP30 房企中不同档位房企 (根据 2020 年末划分) 综合融资成本变化.....	14
图表 25: 土地成交价款当月值.....	15
图表 26: 土地成交价款累计值.....	15
图表 27: 两轮集中土拍中部分城市流拍+撤牌率对比.....	15
图表 28: 两轮集中土拍中竞价达上限地块占比.....	15
图表 29: 两批集中供地不同性质企业拿地金额对比.....	16
图表 30: 两批集中供地不同性质企业拿地建面对比.....	16
图表 31: TOP30 民企国企数量及拿地金额占全国比例.....	16
图表 32: 公司全口径销售额克而瑞行业排名.....	17
图表 33: 公司销售金额市占率变化.....	17
图表 34: 全国商品房销售额集中度.....	17
图表 35: 近五年销售金额递进 CAGR 对比.....	18
图表 36: 公司历年销售额及同比.....	18
图表 37: 公司历年销售面积及同比.....	18
图表 38: 公司历年销售均价及同比.....	18
图表 39: 公司历年权益销售金额及同比.....	18
图表 40: 截至 2020 年公司可售货值不同城市能级分布.....	19
图表 41: 截至 2020 年公司可售货值不同产品占比.....	19
图表 42: 公司历年新增土储计容建面.....	19
图表 43: 公司历年拿地权益比.....	19
图表 44: 公司历年新增土储计容建面.....	20
图表 45: 公司历年新增土储总地价.....	20
图表 46: 公司新增土储楼面价及同比.....	20
图表 47: 新增土储平均楼面价占当期售价比例.....	20
图表 48: 公司多元化拿地方式及代表性项目.....	21
图表 49: 重点房企截至 2021 年 6 月 30 日土地储备情况 (土储预计货值=2021H1 土储面积*2020 销售均价).....	21
图表 50: 公司 2020 年土地储备区域分布情况.....	22
图表 51: 公司长短期业务平衡 (2020 年土地储备产品结构).....	22
图表 52: 截至 2020 年重点房企存量土储一二三线建面占比对比.....	22
图表 53: 公司社区业务城市布局.....	23
图表 54: 公司拿地金额城市能级分布.....	23
图表 55: 拿地金额城市群分布 (外环为 2021Q1-3, 内环为 2020).....	23
图表 56: 部分头部房企每年新进入城市数量.....	24
图表 57: 近五年每年在各城市的拿地面积情况 (万方).....	24
图表 58: 前海城市新概念中心规划图.....	25

图表 59: 公司在前海、太子湾部分项目的平均售价.....	25
图表 60: "一城一模板"策略.....	26
图表 61: 公司每年销售管理费用率变化(销售额口径).....	26
图表 62: 公司重点产业新城项目分布.....	27
图表 63: 公司重点产业园区项目分布.....	27
图表 64: 公司重点园区项目.....	27
图表 65: 公司持有型业务四大业态.....	28
图表 66: 持有型物业租金收入/运营收入(万元)(2021E=2021H1*2).....	28
图表 67: 公司商业产品布局.....	29
图表 68: 公司计划到 2025 年达到"百亿持有营收+百个大型购物中心".....	29
图表 69: 商铺及商业中心累计出租面积.....	30
图表 70: 商铺及商业中心出租收入.....	30
图表 71: 商铺及商业中心出租率.....	30
图表 72: 商铺及商业中心平均单价(出租收入/已出租面积).....	30
图表 73: 三条长租公寓产品线.....	31
图表 74: 公司发展长租公寓优势.....	31
图表 75: 公寓租金收入.....	32
图表 76: 公寓租金收入占出租性物业收入比重.....	32
图表 77: 长租公寓间数和布局城市数量.....	32
图表 78: 长租公寓整体出租率.....	32
图表 79: 招商积余分部收入占比.....	33
图表 80: 2020 年招商积余物业管理收入构成.....	33
图表 81: 招商积余营业收入及同比.....	33
图表 82: 招商积余归母净利润及同比.....	33
图表 83: 招商积余分部毛利润占比.....	33
图表 84: 招商积余分不同业务毛利率情况.....	33
图表 85: 招商积余净增加管理面积.....	34
图表 86: 招商积余管理面积.....	34
图表 87: 招商积余在管项目.....	34
图表 88: 招商积余新签年度合同额.....	34
图表 89: "船、港、城、游、购、娱"一体化运营.....	35
图表 90: 公司部分邮轮母港项目.....	35
图表 91: 邮轮业务收入及同比.....	36
图表 92: 中国邮轮接待数及出入境旅客人数.....	36
图表 93: 公司归母净利润拆分(亿元)(住宅业务、投资物业、物管业务的净利润为估算值).....	36
图表 94: 公司归母净利率及行业均值对比.....	36
图表 95: 招商蛇口综合毛利率及行业对比.....	37
图表 96: 公司不同业务毛利率水平.....	37
图表 97: 公司每年计提存货跌价准备情况.....	37
图表 98: 主要 A 股上市房企存货跌价损失占总利润比重.....	37
图表 99: 公司计提存货跌价准备的项目.....	38
图表 100: 2021 年上半年结转项目对应的税后毛利率情况测算.....	38
图表 101: 截至 2021 中期未竣工土储预计税后毛利率测算.....	39
图表 102: 公司投资净收益及占营业利润比重.....	39
图表 103: 公司权益法确认的投资收益、股权处置收益和控股权相关的投资增值占投资净收益比重.....	39
图表 104: 公司负债率情况.....	40
图表 105: 公司现金短债比.....	40



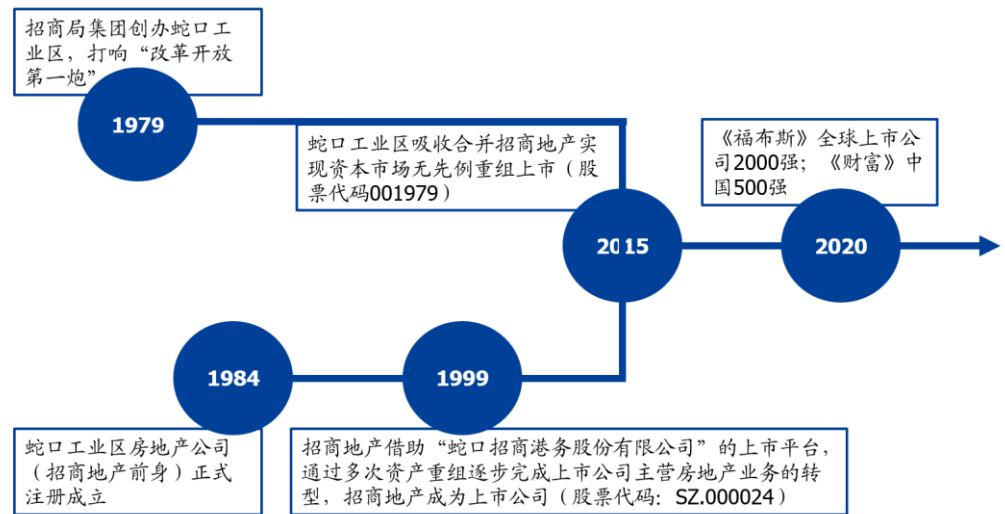
图表 106: 2021HTOP40 房企净负债率对比 .....	40
图表 107: 2021HTOP40 房企剔除预收账款的资产负债率对比.....	40
图表 108: 2021HTOP40 房企现金短债比对比 .....	41
图表 109: 综合融资成本及行业对比 .....	41
图表 110: 公司评级情况 .....	41
图表 111: 公司综合融资成本 .....	42
图表 112: 截至 2021H1 公司融资途径 .....	42
图表 113: 截至 2021H1 公司有息负债期限结构 .....	42
图表 114: 公司多元化融资方式 .....	43
图表 115: 公司结转收入及同比 .....	43
图表 116: 公司预收账款+合同负债覆盖结转收入倍数 (亿元) .....	43
图表 117: 收入分拆预测 (单位: 百万元) .....	44
图表 118: 公司毛利率预测.....	44
图表 119: NAV 关键假设.....	45
图表 120: 截至 2021 年中期公司披露的主要持有物业已开业项目数量以及预计 2021-2025 年每年已开业项目数量 .....	45
图表 121: 截至 2021 年中期披露的主要持有物业已开业项目总建面以及预计 2021-2025 年每年已开业项目总建面 (单位: 万方) .....	46
图表 122: 截至 2021 年中期, 公司主要的持有物业 (已开业/待开业) 在不同城市能级的数量分布 .....	46
图表 123: 截至 2021 年中期, 公司主要的持有物业 (已开业/待开业) 在不同城市能级计容建面占比.....	47
图表 124: 截至 2021 年中期, 公司主要持有物业运营收入以及在不同城市能级分布 (万元) .....	47
图表 125: 持有物业 NAV 主要假设.....	48
图表 126: 招商蛇口 NAV 计算.....	48
图表 127: 销售物业可比公司 .....	49
图表 128: 物业管理业务可比公司.....	49

## 1. 公司介绍

### 1.1 历史沿革：砥砺前行四十余程，五年蛰伏全面腾飞

招商蛇口全称为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”，前身为招商局工业区有限公司，于1979年在深圳成立。1984年蛇口工业区房地产公司（招商地产前身）成立，是中国最早的房地产公司之一，1999年招商地产通过多次重组完成上市，成为招商局旗下唯一的地产上市平台。2015年11月蛇口工业区定增19亿股吸收合并招商地产，同时非公开发行不超过5.3亿股新股，募集配套资金118亿元，并同步实施员工持股计划，实现混合所有制改革。12月招商地产A股和B股终止上市并摘牌，招商蛇口A股在深圳证券交易所主板上市（股票代码：001979）。招商蛇口重组上市实现了包括A+B股转A股、吸收合并同时配套募集资金等创新之举，成为国企改革典范和资本市场创新标杆。

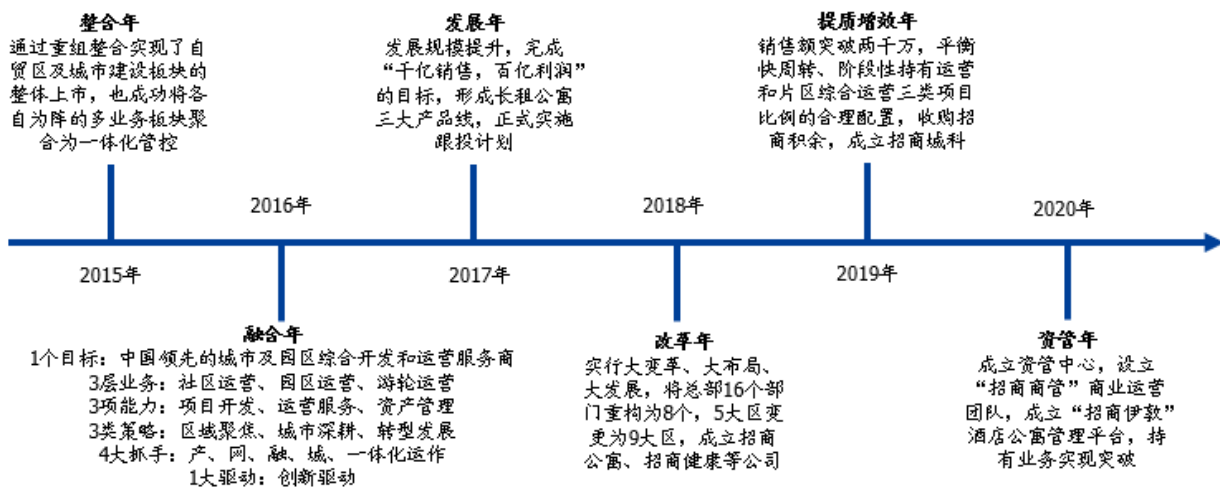
图表1：招商蛇口发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司上市以来积极求变，每年都会订立一个新的发展主题，2015年为公司的“整合年”，通过重组整合实现了自贸区及城市建设板块的整体上市，也成功将各自为阵的多业务板块聚合为一体化管控。2016年为“融合年”，完成组织架构调整，积极推进战略、组织、制度、文化、品牌、团队的融合；2017年为“发展年”，完成“千亿销售，百亿利润”的目标；2018年为“改革年”，全面展开组织变革，将总部16个部门重构为8个，5大区变更为9大区；2019年为“提质增效年”，销售额突破两千万；2020年为“资管年”，成立资管中心，设立“招商商管”团队，成立“招商伊敦”酒店公寓管理平台，持有业务实现突破；2021年为“品牌年”，公司将以客户为中心，狠抓产品树立品牌口碑。公司每年按照既定的目标实现全面综合发展，截至2020年12月底，公司总资产规模7371.6亿元，业务覆盖全球111个城市和地区，开发精品项目超620个，服务客户超千万。

图表 2: 公司上市以来每年的发展主题

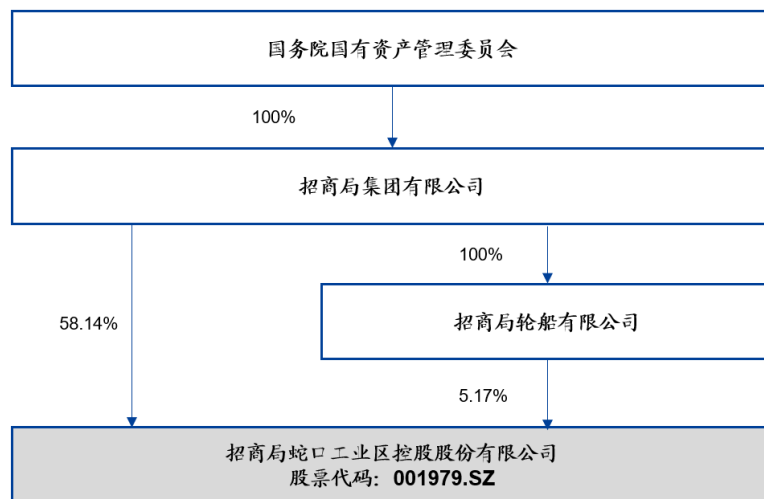


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 股权结构明晰, 背靠招商局获取资源支持

公司股权结构明晰, 截至 2021 年 6 月 30 日, 国资委 100% 控股的招商局集团直接持有公司 58.14% 的股权, 是公司控股股东。此外, 通过其子公司招商局轮船有限公司、深圳市招为投资合伙企业 (有限合伙) 间接持有公司 5.84% 的股权, 母公司对子公司的表决权比例达到 63.98%。

图表 3: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图 (注: 招商局集团还通过间接控股的招为投资持有公司 0.67% 的股份)

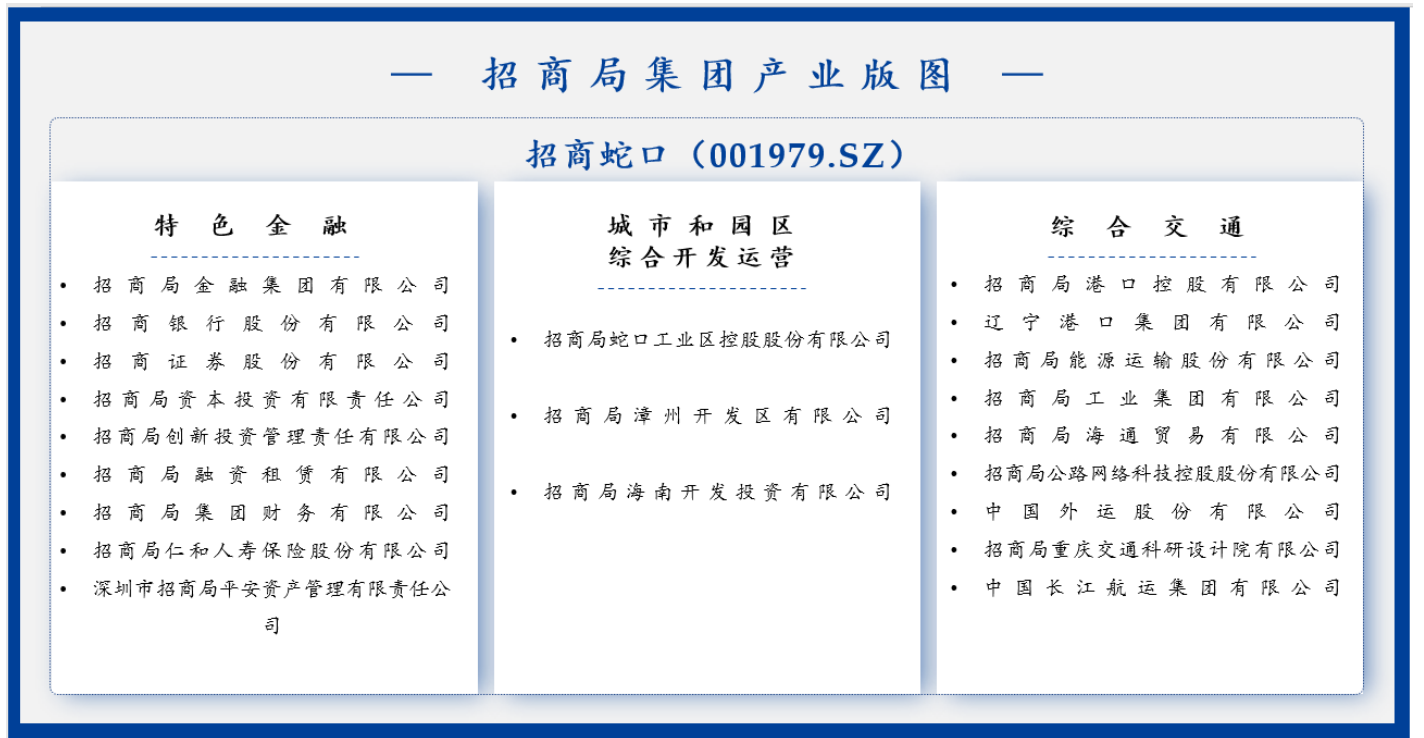


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

母公司招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业, 总部位于香港, 是在香港成立运营最早的中资企业之一。旗下业务众多, 包括综合交通 (港口、公路、能源运输及物流、修船及海洋工程等)、特色金融 (银行、证券、基金、保险等)、城市与园区综合开发运营 (招商蛇口、漳州开发区等) 三大核心板块, 能够给公司带来内部协同作用, 提供融资和拿地方面的支持。近年来内部资源频频整合、产融协同高效, 将进一步强化对外竞争优势。



图表4: 招商局集团产业板块

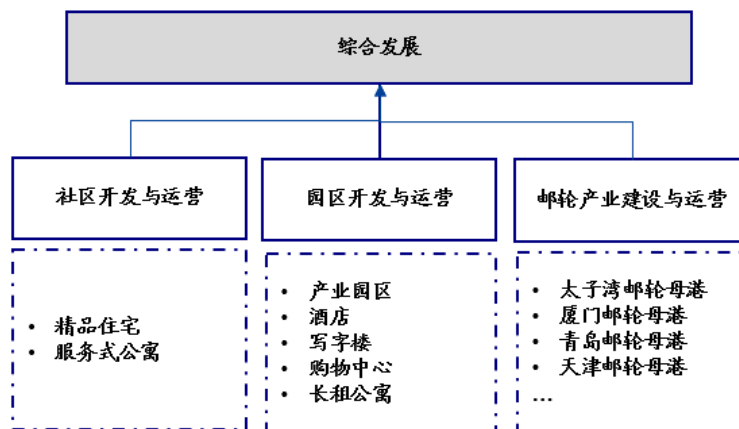


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3 三大主营业务协同发展, 打造独特的综合发展模式

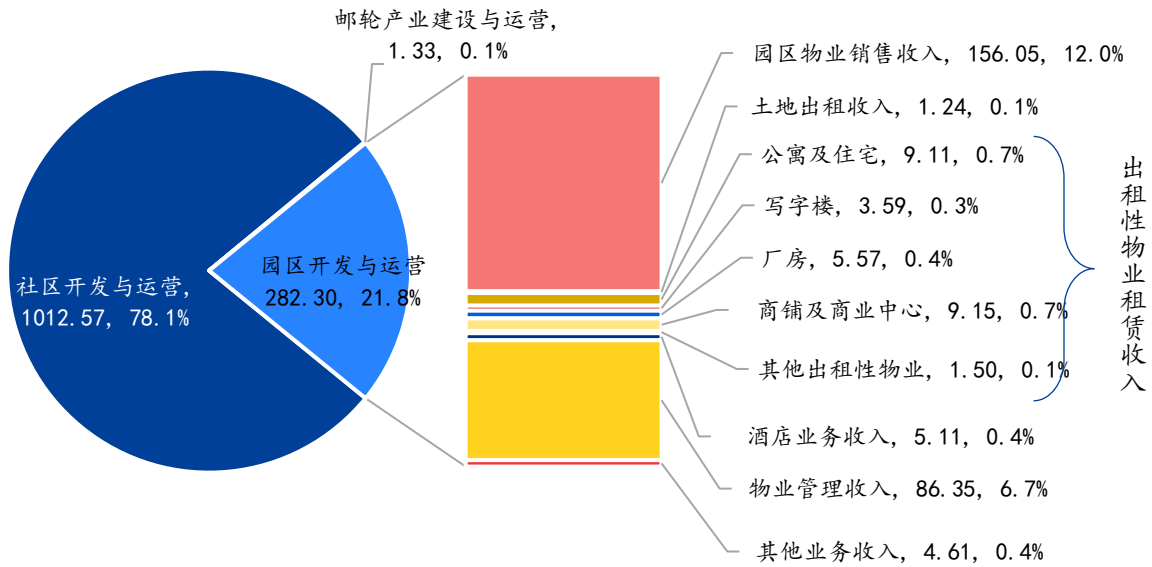
公司主营业务包括社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大板块, 其中社区业务聚焦纯住宅业态, 园区业务覆盖住宅销售、购物中心、写字楼、酒店、产业园、长租公寓、健康养老和物业管理等业务, 邮轮包括邮轮母港、空港产业园等港口、空港、高铁的配套产业服务。

图表5: 公司三大主营业务



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

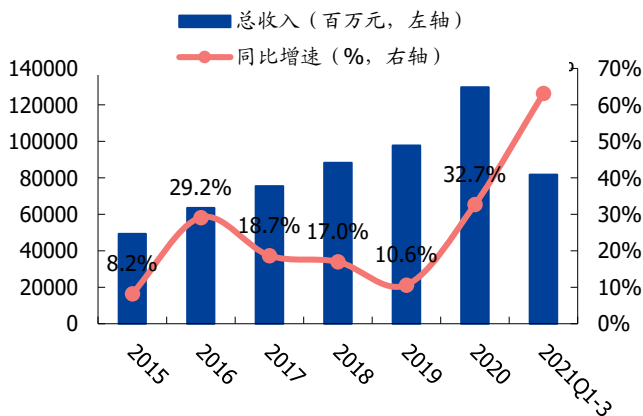
图表6: 公司2020年收入分拆情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

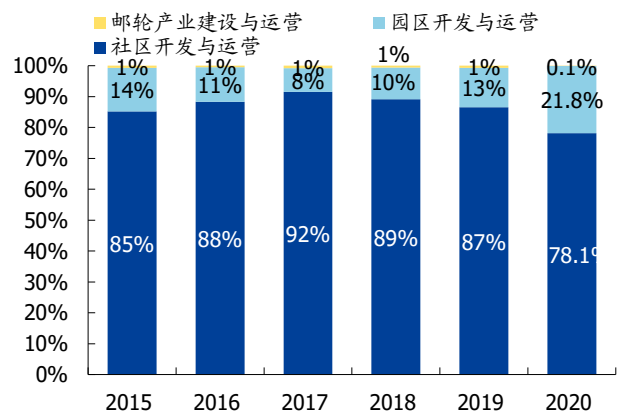
2020年公司实现总营业收入1296.2亿元, 同比增长32.7%, 近五年CAGR19.5%; 实现归母净利润122.5亿元, 同比降低23.6%, 近五年CAGR5.2%。其中社区、园区和邮轮业务占比分别为87%、13%和1%, 毛利润占比分别为62%、38%和0%, 住宅业务是公司收入和利润的最大来源, 园区业务随着不断扩张逐渐成为新增长极。2021年上半年由于结转规模大幅增长, 加上蛇口产园REITs上市, 产生税后收益14.6亿元, 公司结算业绩高增, 实现营业收入446.6亿元, 同比增长83.6%; 归母净利润42.5亿元, 同比增长365.3%; 扣非归母净利润28亿元, 同比增长279%。

图表7: 公司营业收入及同比增速



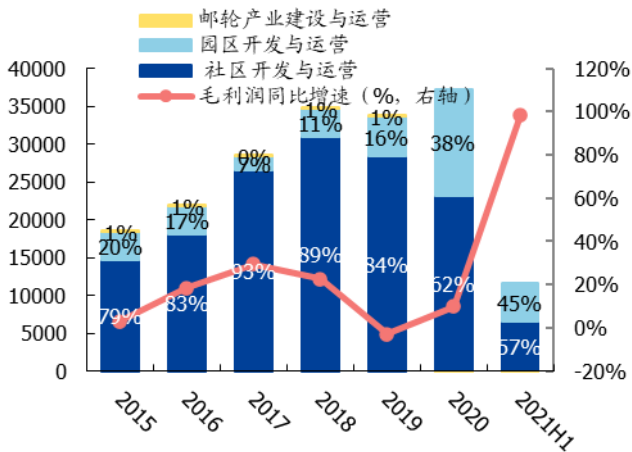
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 公司收入分部占比



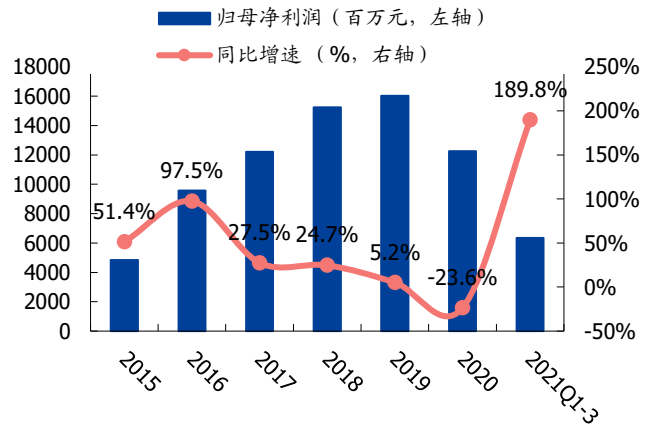
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司毛利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司归母净利润及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

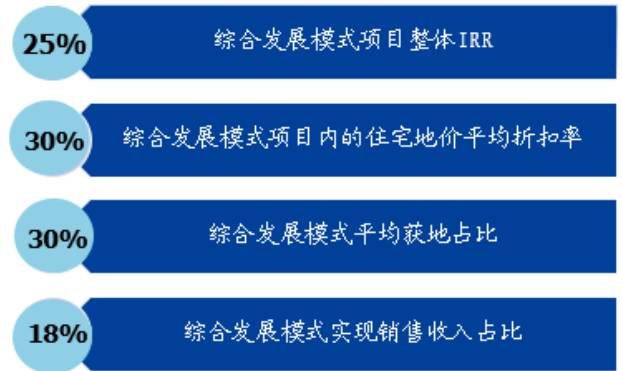
在 40 多年的历程中, 公司逐渐摸索出独特的“蛇口模式”, 即“前港-中区-后城”(Port-Park-City, PPC) 的综合开发模式。“前港”即邮轮产业建设及运营, “中区”指园区建设及运营, “后城”指社区建设及运营。该模式以港口/交通枢纽港/人流聚集枢纽为切入点, 以临港的产业园区为核心和主要载体, 配套城市新区开发, 通过前港带动中区, 中区带动后城实现片区的整体联动发展。这种发展模式的核心价值在于, 可以通过公司全生命周期产品体系, 为空间赋能并且持续迭代, 从而引领城市升级, 带来片区土地价值、空间价值、运营价值的不断提升和最大化, 将价值洼地培育成价值高地。2020 年公司通过综合发展模式获地占比达 30%, 住宅地价平均折扣率达 30%, 项目整体 IRR 达 25%, 通过综合发展模式实现销售收入占比达 18%。

图表 11: PPC 模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司通过综合开发模式拿地 and 实现收入情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

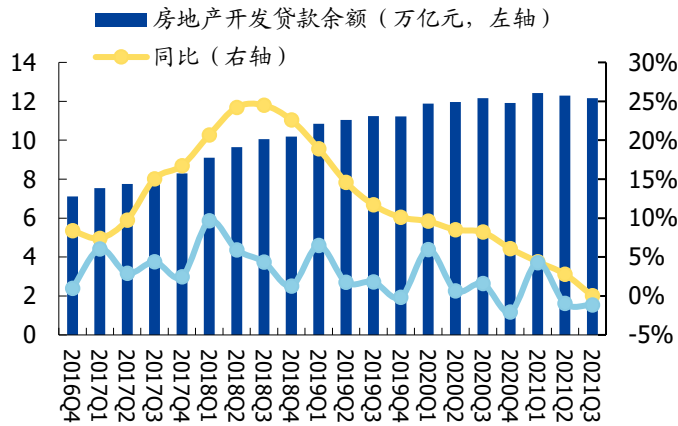
## 2. 行业分析

### 2.1 内外部融资环境趋紧, 资金向财务稳健的房企倾斜

政府强管控叠加行业部分公司违约, 房企各类外部融资渠道受限, 融资规模创新低。自

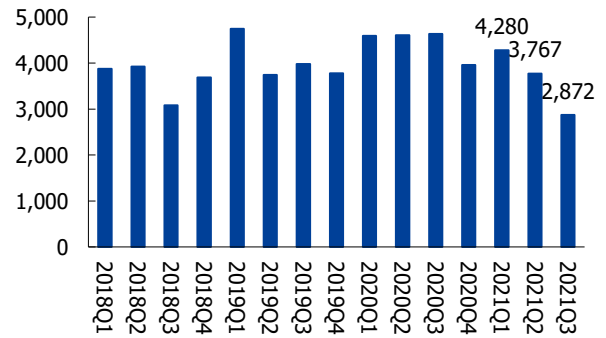
“三道红线”和房地产贷款集中度相关政策出台以来，房地产银行贷款增速持续走低。截至2021Q3行业内开发贷余额为12.2万亿，同比增幅持续下降至0.02%，创近十年来新低；截至2021Q2个人住房贷款余额36.6亿元，同比增长13%，增速也为近8年新低。此外，房企来自于债券和信托的融资额也减少，今年房企通过发行债券的净融资额连续三个季度为负；截至第二季度行业内信托资金余额为20772.4亿元，同比降低16.9%。2021年来，100家典型房企的季度融资额持续下降，前三季度融资额2872亿元（同比下降38%），创2018年以来的最低水平。

图表 13: 房地产开发贷款余额



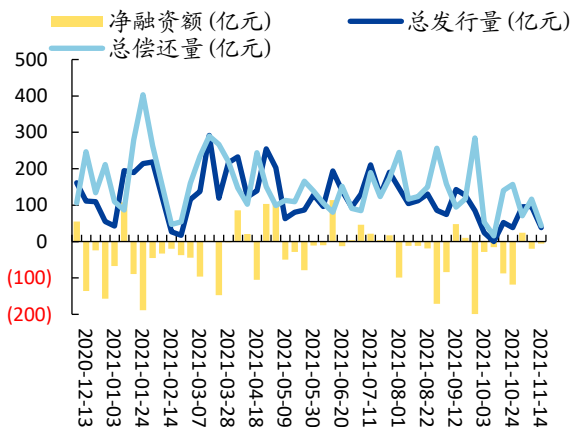
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 100 家典型房企季度融资情况 (亿元)



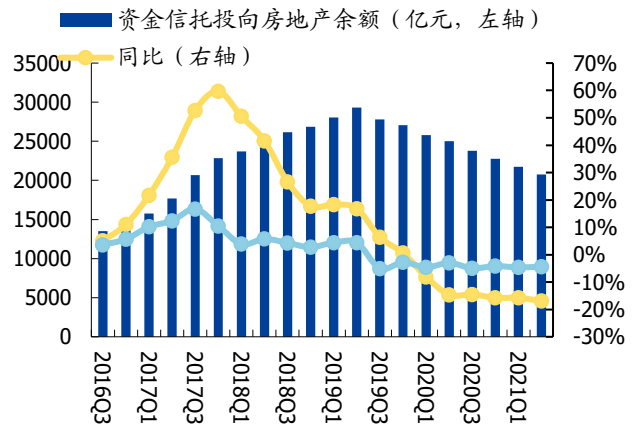
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 境内地产债情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

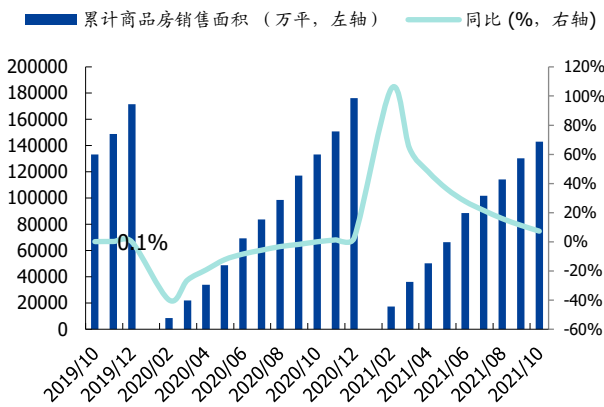
图表 16: 信托资金额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

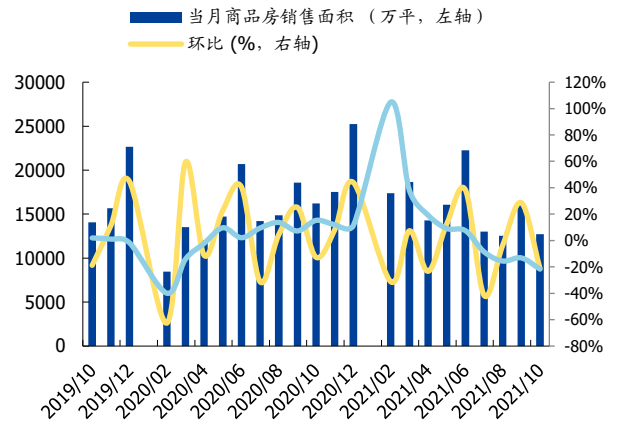
销售转冷回款下行，房企内部资金来源受阻。下半年一方面由于调控政策收紧加强了房价不涨的预期；另一方面多城放贷周期延长加上贷款利率上行对需求产生抑制，同时二手房流动性减弱进一步使得新房有效客户减少，全国商品房销售额自7月以来已经连续四个月负增长，7-10月单月同比分别下降了7.1%/18.7%/15.8%/22.6%。到位资金也随之转负，7/8/9/10月房企到位资金分别同比下降了7%/6.5%/11.2%/9.5%，其中其他资金（主要是定金、预收款、按揭）同比分别下降10.8%/7.1%/8.6%/9.8%。

图表 17: 累计商品房销售额



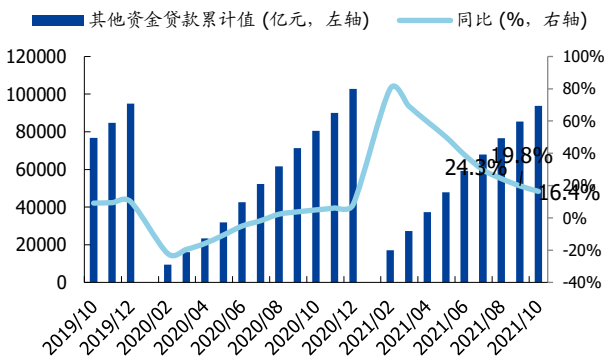
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 18: 当月商品房销售额



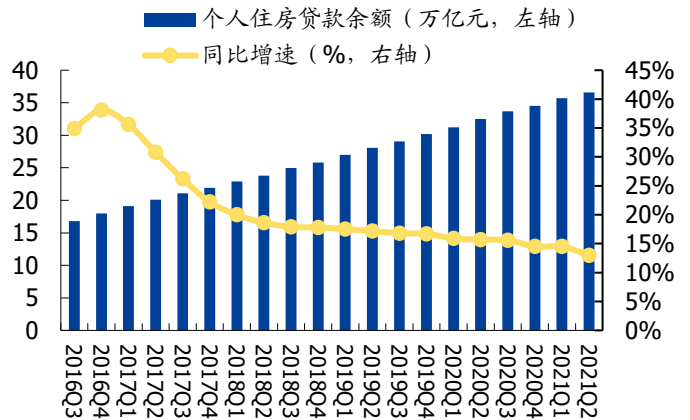
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 19: 房企到位资金中其他资金累计值及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 个人住房贷款余额

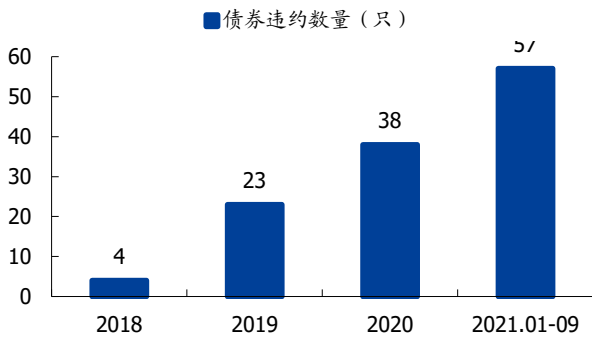


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

紧张的资金环境下，房企信用风险分化，资金向财务稳健的房企倾斜。2021年以来，多家房企先后发生违约，金融机构在房企融资业务方面的把控更加谨慎，经营稳健低负债的房企相较于高负债房企将有更多机会借到便宜的资金，从而在下半年的土地市场中获得更多优质地块。2021年上半年，绿档/黄档/橙档/红档企业（根据2020年年报数据划分）有息负债规模同比分别为+10.3%/+0.3%/-9.1%/-26.8%，融资成本分别为4.9%/6.4%/6.4%/7.3%。“三道红线”达到绿档和黄档的企业融资规模增速快于橙档和红档，融资成本显著低于橙档和红档。

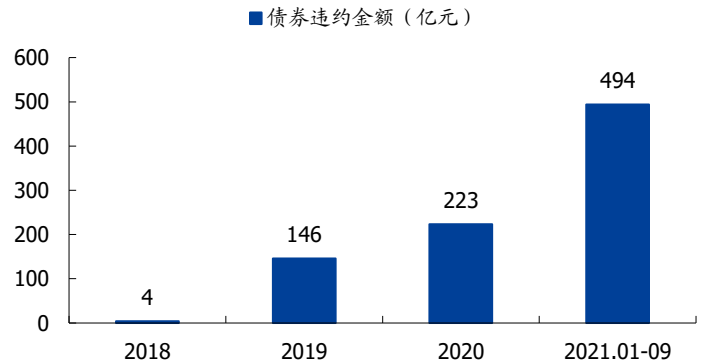


图表 21: 房地产业债券违约数量



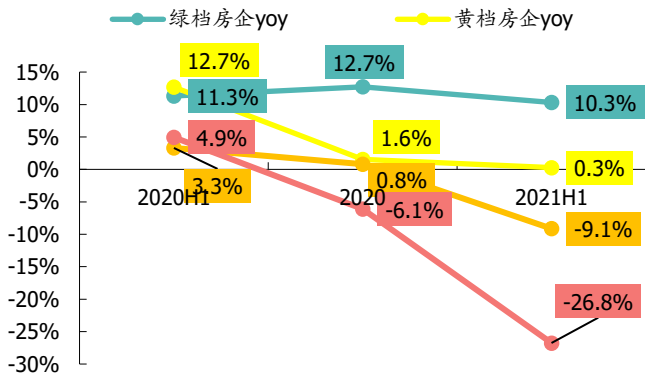
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 房地产业债券违约金额



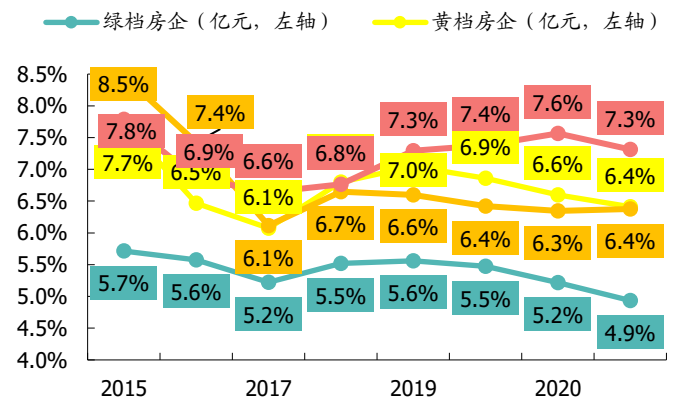
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: TOP30 房企中不同档位 (按照 2020 划分) 房企 2021H 有息负债同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 24: TOP30 房企中不同档位房企 (根据 2020 年末划分) 综合融资成本变化

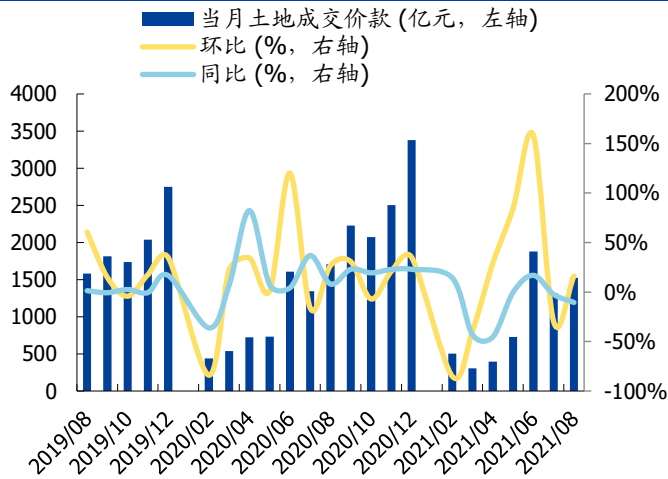


资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 房企资金承压导致土拍市场冷淡, 土地资源向央企/国企集中

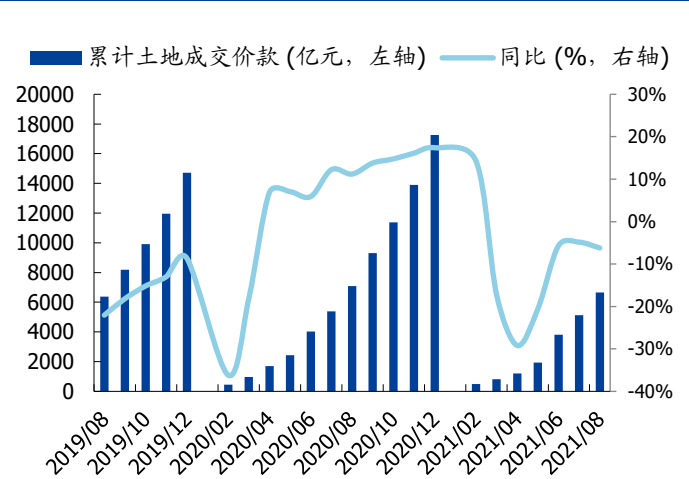
在融资和销售回款双双下行的情况下, 房企现金流吃紧, 拿地意愿和能力降低, 下半年土地市场表现冷淡。2021年1-10月累计土地购置面积15824万方, 同比增速降低11.0%, 累计土地成交价款11410亿元, 同比增速持续降低至0.2%。从两轮集中供地的表现来看, 第二轮集中土拍的流拍/撤牌率较第一轮显著提升, 各城市竞价达上限地块占比都有不同程度的下降。

图表 25: 土地成交价款当月值



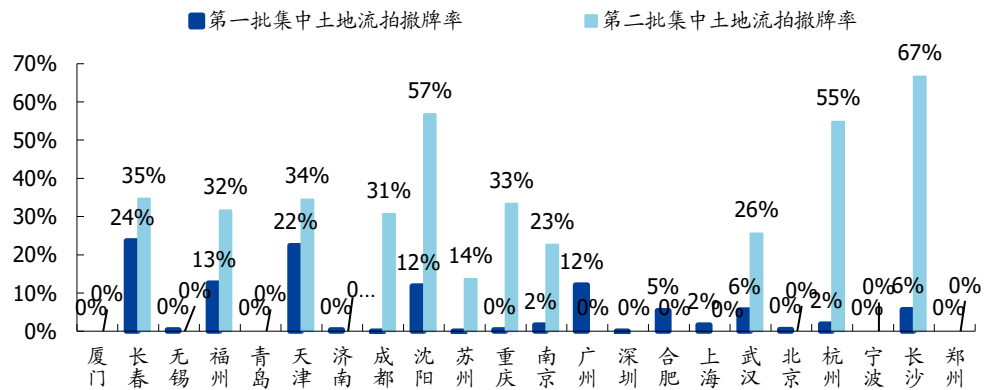
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 26: 土地成交价款累计值



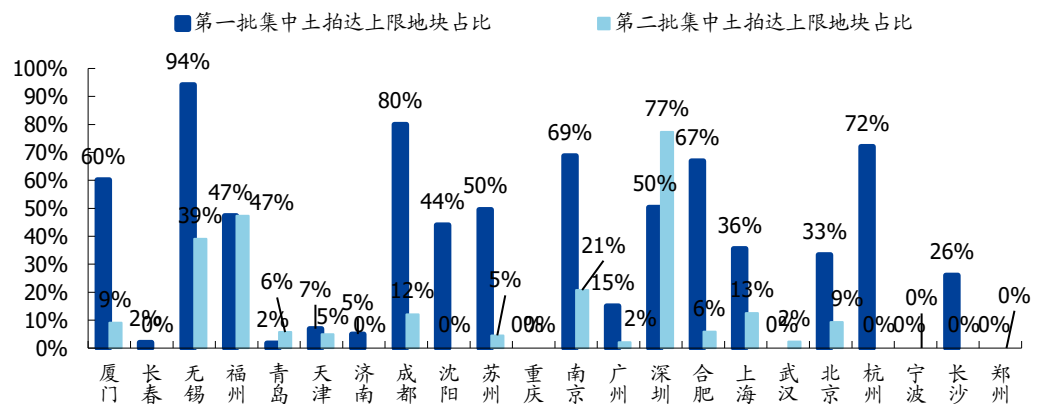
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 27: 两轮集中土拍中部分城市流拍+撤牌率对比



资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

图表 28: 两轮集中土拍中竞价达上限地块占比

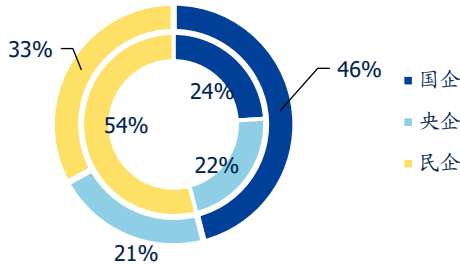


资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

央企/国企由于具有政府保障具有天然的信用优势, 可以在土地市场降温时加杠杆补充土储, 从而在未来获得更强的竞争优势。在第二轮集中土拍中国企和央企的拿地建面和

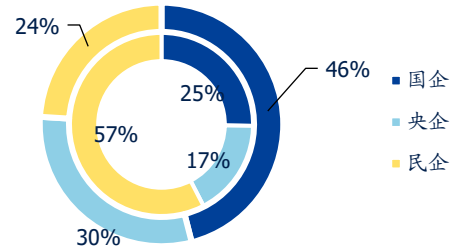
金额都要显著高于民企，TOP30城中国企拿地金额占全国的比重从去年的26.8%提升至今年前九个月的28.3%，而民企占比从33.2%降低至26.2%，土地资源逐渐向具有更好信用优势的国企和央企倾斜。而在第二、三轮集中供地中如果能够获得一二线城市的优质土储，在明年供应紧缩的环境下将能够保持一定的销售增长，同时拿地端毛利率有望得到改善。

图表 29: 两批集中供地不同性质企业拿地金额对比



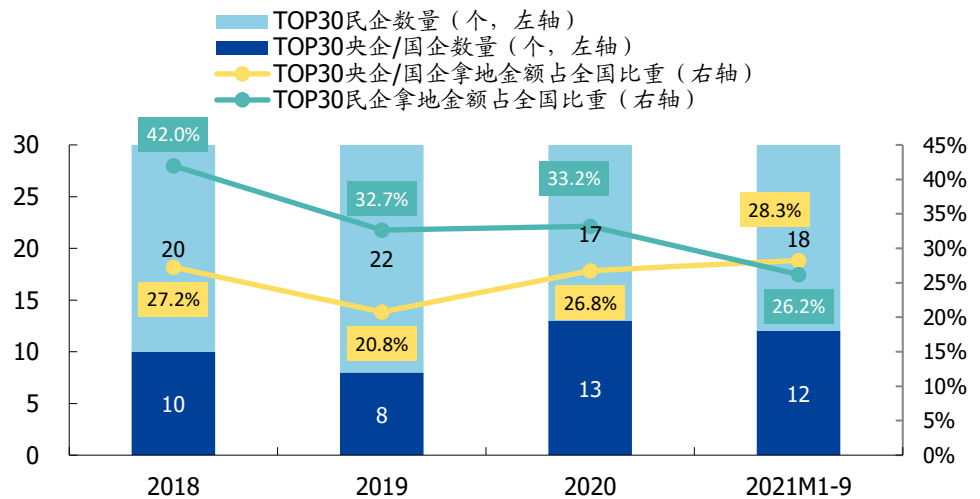
资料来源: 亿翰智库, 国盛证券研究所

图表 30: 两批集中供地不同性质企业拿地建面对比



资料来源: 亿翰智库, 国盛证券研究所

图表 31: TOP30 民企国企数量及拿地金额占全国比例



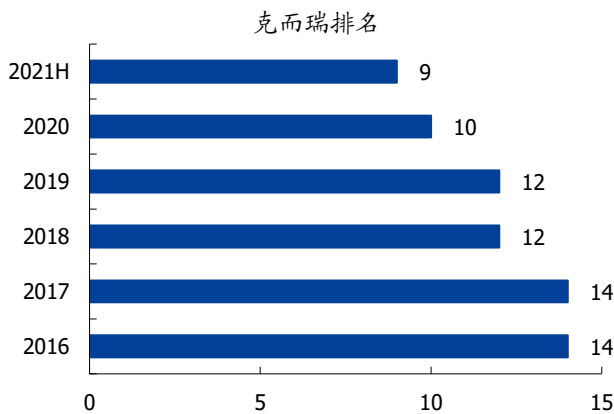
资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

### 3. 开发业务: 销售高增, 土储丰厚, 深耕核心都市圈

#### 3.1 销售增速超同档位房企, 短期业绩释放有保障

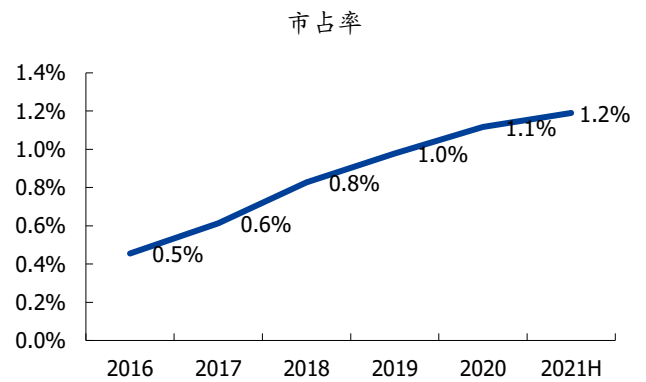
公司市占率逐年提升, 2020 年全口径销售额排名重回前十。克而瑞全口径销售金额排名从 2016 年的 14 名提升至 2020 年的 10 名, 2021 年 1-9 月进一步提升至行业第七。市占率(权益口径销售额占全国商品房销售额比重)从 2016 年的 0.5% 逐年提升至 2021 年上半年的 1.2%, 随着行业集中度提升, 公司市占率有望进一步增长。

图表 32: 公司全口径销售额克而瑞行业排名



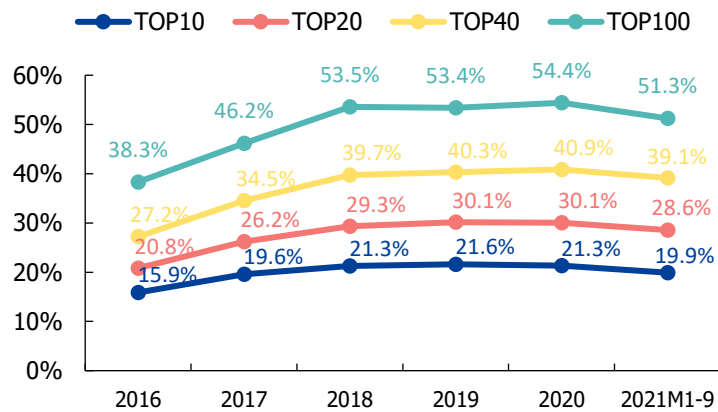
资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 33: 公司销售金额市占率变化



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 国盛证券研究所

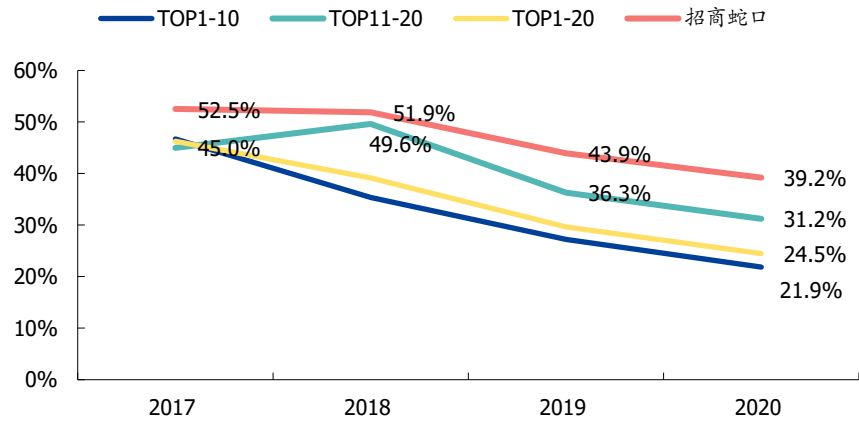
图表 34: 全国商品房销售额集中度



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

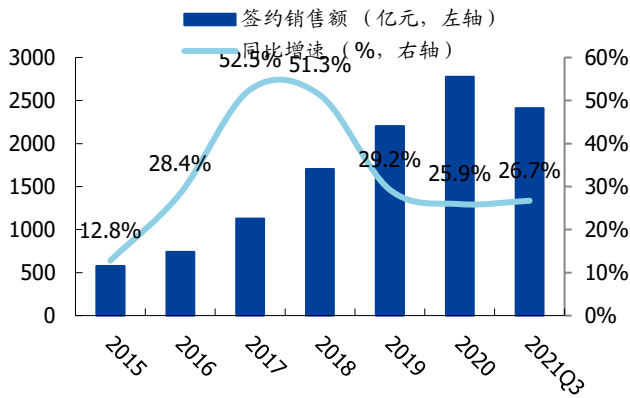
行业下行趋势下公司仍保持较高销售增速。五年内销售额从一千亿迈入三千亿, CAGR 达 39.2%, 远超 TOP20 房企 25% 的水平, 且近五年递进 CAGR 均超同档位房企平均增速。2021 年 1-9 月公司实现销售金额 2409.6 亿元, 同比增长 26.7% (两年平均增长 12.6%), 增速在 TOP40 房企中排名 11 名; 实现销售面积 1038 万方, 同比增长 26.4% (两年平均增长 12.4%); 权益销售额 1527 亿元, 同比增长 16% (两年平均增长 7.7%)。

图表 35: 近五年销售金额递进 CAGR 对比



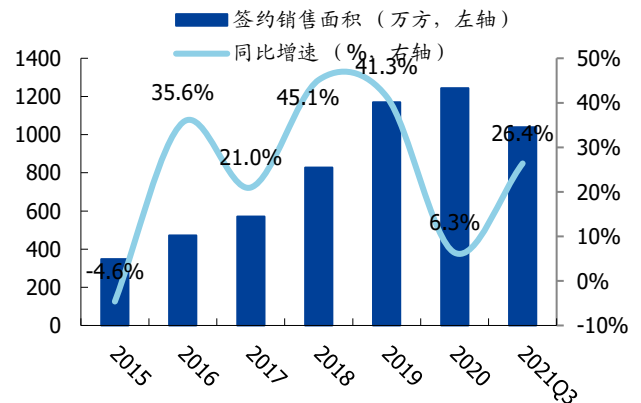
资料来源: 公司公告, 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 36: 公司历年销售额及同比



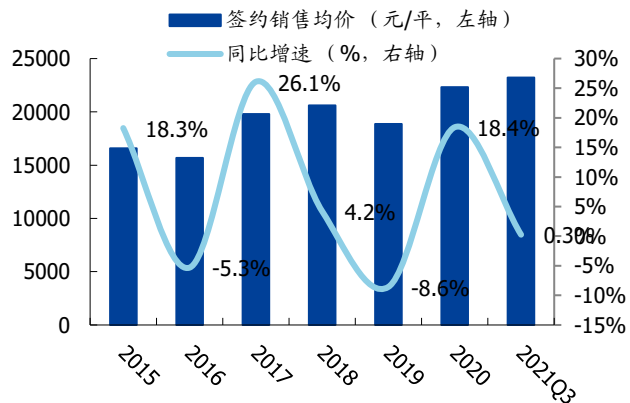
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 公司历年销售面积及同比



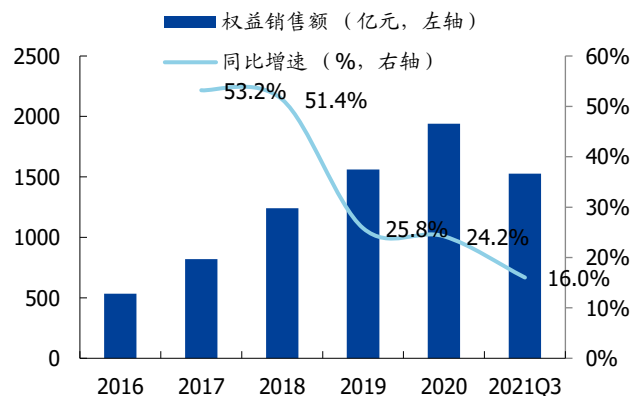
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 公司历年销售均价及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 公司历年权益销售金额及同比



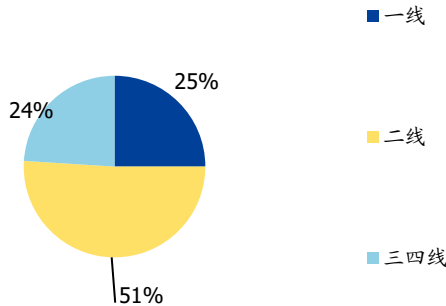
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

考虑到 2021 年可售货值充裕, 聚焦一二线且业态配比均衡为去化提供支撑, 预计可再次达成年度销售目标。2021 年公司销售目标为不低于 3300 亿元, 较 2020 年的销售额



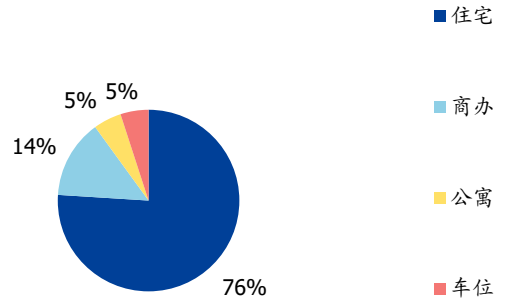
增长 18.9%，截至 10 月已完成销售目标 78.1%。公司 2021 年全年可售货值 5300 亿元，不考虑 2021 年新增项目，只需达到 2020 年的去化率（62%）即可完成。从城市能级分布来看，一、二、三四线城市可售货值占比分别为 25%、51%和 24%，一二线城市市场相对坚挺，可为公司提供有利的需求环境。从不同产品结构来看，住宅、商办、公寓和车位占比分别为 76%、14%、5%和 5%，快周转的住宅业态占比较大，有利于项目去化。

图表 40: 截至 2020 年公司可售货值不同城市能级分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 41: 截至 2020 年公司可售货值不同产品占比

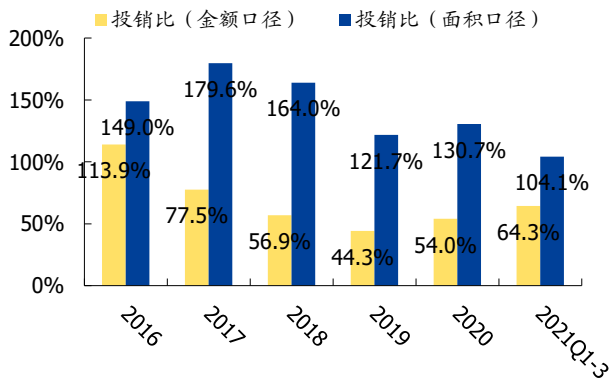


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 3.2 拿地积极且方式多元, 存量土储充足

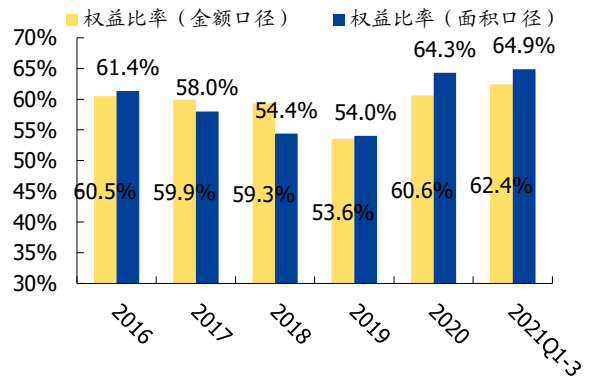
公司拿地积极, 权益比提升。公司近年面积口径投销比基本维持 100%以上, 金额口径投销比维持 44%以上, 土地获取积极能够保证货量的可持续性。权益比方面, 2016-2019 年公司为了快速扩张, 加大了合作拿地的力度, 新增土储权益比从 61.4%逐年降低至 54%。2020 年公司开始强调合作拿地质量, 有意识地提高权益比例, 新增土储权益比回升至 64%以上。2021 年公司仍然积极拓储, 前三季度拿地金额 1549.3 亿元, 同比增长 62.2%; 新增土储建面 1080.9 万方, 同比降低 3.4%; 面积口径和金额口径的投销比分别为 104.1%和 64.3%; 平均楼面价 14332.9 元/平, 占当期销售均价 61.7%。

图表 42: 公司历年新增土储计容建面



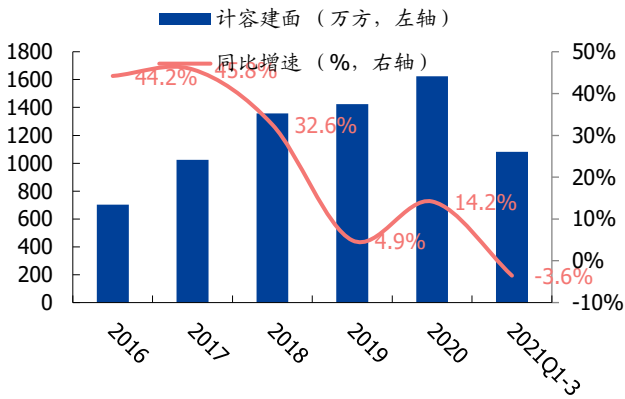
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 公司历年拿地权益比



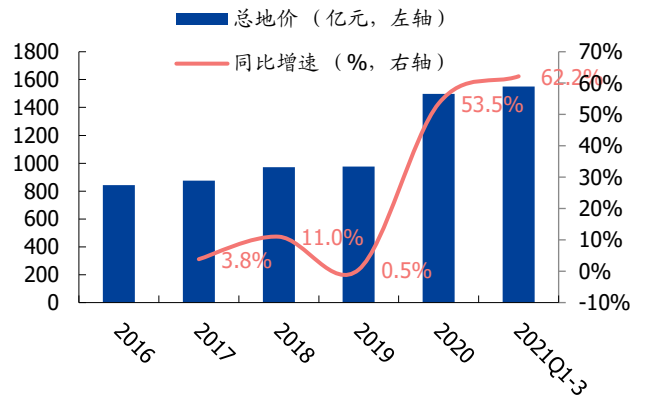
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 公司历年新增土储计容建面



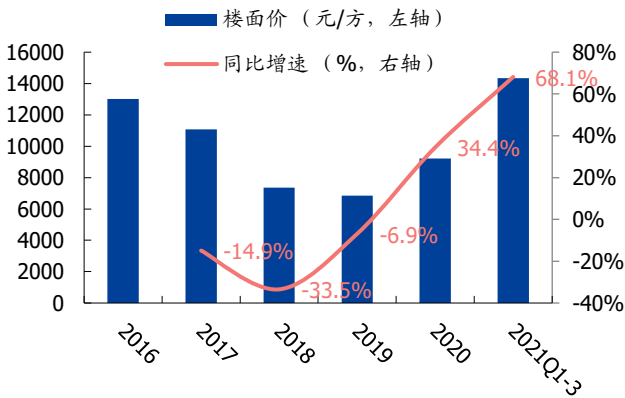
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 公司历年新增土储总地价



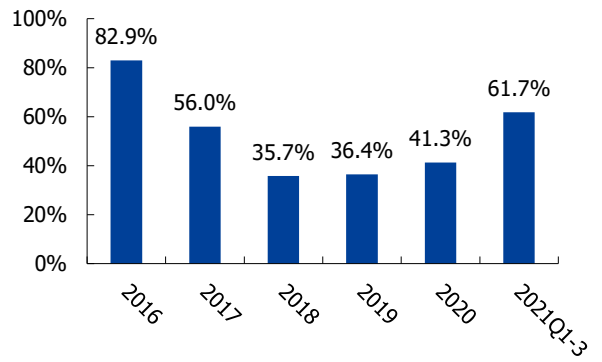
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 公司新增土储楼面价及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

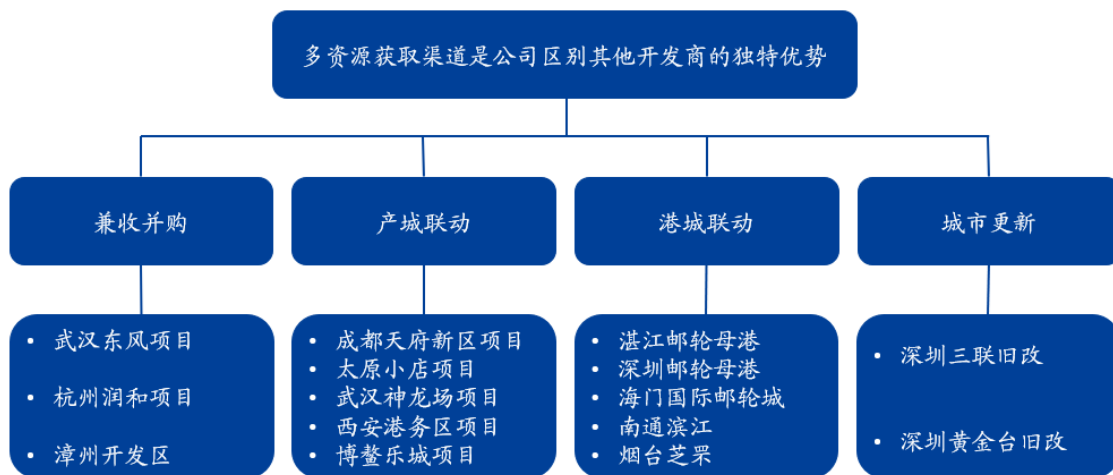
图表 47: 新增土储平均楼面价占当期售价比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**公司拿地方式多元:** (1) **产城联动和港城联动。**港城联动包括深圳、厦门、湛江邮轮母港及海门国际邮轮城项目, 以及 2020 年获取的南通滨江及烟台芝罘项目; 产城联动上, 成都天府新区项目、太原小店项目、武汉神龙厂项目、西安港务区项目、博鳌乐城项目等大型项目的落地都将成为公司中长期项目储备。(2) **兼并收购。**比如 2018 年上半年收购了招商局集团持有的福建漳州公司 78% 的股份, 截至 2021 年中期, 正在进行或已完成的一级开发的漳州开发区土地使用权及海域使用权面积共 477.7 万方, 此外还有漳州双鱼岛土地使用权面积 225.09 万方。(3) **城市更新。**主要布局深圳, 代表性项目包括深圳三联旧改、深圳黄金台旧改等, 2021 年公司新获取大湾区 3 个项目前期服务商资格, 重点推进转化 20 余个旧改项目。

图表 48: 公司多元化拿地方式及代表性项目



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

由于公司积极扩储, 土储总量充足。截至 2021 年中期, 公司未竣工口径的土储面积 (土储总规划建面-累计竣工面积) 5708 万方, 按照 2020 年平均销售均价估算得到预计货值 12742 亿元, 可以覆盖 2020 年销售金额的 4.6 倍, 可以覆盖 2021 年销售目标的 3.9 倍, 土储覆盖倍数在 TOP30 房企中处于中上游。

图表 49: 重点房企截至 2021 年 6 月 30 日土地储备情况 (土储预计货值=2021H1 土储面积\*2020 销售均价)

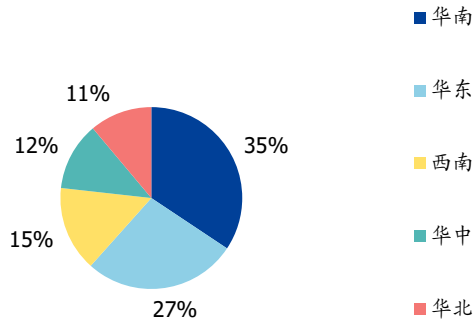
代码	2021年M1-8销售额排名	公司简称	土储面积 1H21 (万方)	土储预计货值 1H21 (亿元)	土储面积 1H21/销售面积2020	土储预计货值1H21/销售额2020	土储预计货值1H21/销售额21E
2007.HK	1	碧桂园	-	-	-	-	-
000002.SZ	2	万科A	16,066	24,237	3.4	3.4	3.1
3333.HK	3	中国恒大	21,400	19,142	2.6	2.6	2.6
1918.HK	4	融创中国	27,820	39,013	6.8	6.8	6.1
600048.SH	5	保利地产	13,952	20,579	4.1	4.1	3.9
0688.HK	6	中国海外发展	9,224	17,354	4.8	4.8	4.4
001979.SZ	7	招商蛇口	5,708	12,742	4.6	4.6	3.9
600606.SH	8	绿地控股	4,161	5,126	1.4	1.4	-
1109.HK	9	华润置地	7,098	14,259	5.0	5.0	4.5
600383.SH	10	金地集团	6,729	13,668	5.6	5.6	4.9
0813.HK	11	世茂集团	7,283	12,771	4.3	4.3	3.9
0960.HK	12	龙湖集团	7,717	12,921	4.8	4.8	4.2
0884.HK	13	旭辉控股集团	5,840	8,768	3.8	3.8	3.3
3900.HK	14	绿城中国	6,034	12,600	4.4	4.4	4.1
0817.HK	15	中国金茂	6,377	13,053	5.6	5.6	5.2
601155.SH	16	新城控股	15,000	16,029	6.4	6.4	6.2
000961.SZ	17	中南建设	4,740	6,294	2.8	2.8	2.5
000671.SZ	18	阳光城	4,372	6,234	2.9	2.9	2.8
000656.SZ	19	金科股份	7,311	7,285	3.3	3.3	2.9
002244.SZ	21	滨江集团	1,426	5,039	3.7	3.7	3.4
3380.HK	22	龙光集团	8,556	13,408	9.1	9.1	7.6
3990.HK	27	美的置业	5,277	5,990	4.7	4.7	4.0
3383.HK	28	雅居乐集团	5,290	7,132	5.2	5.2	4.7
3883.HK	31	中国奥园	5,358	5,532	4.2	4.2	3.7
2777.HK	34	富力地产	5,552	7,023	4.7	4.7	4.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 深耕核心都市圈，土储结构优良

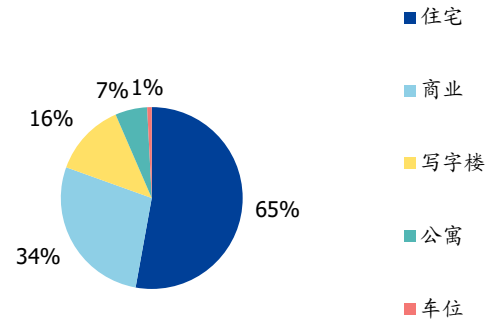
战略深耕五大都市圈，聚焦核心一二线城市。截至2020年末，公司总土储主要集中于华南（建面占比35%）、华东（27%）、西南（15%）、华中（12%）、华北（11%）五大区域，其中有25%的土储集中在粤港澳大湾区，经济、产业、交通发展快，能够提供较为坚实的需求支撑。在一二线城市土储面积占比75%，在主流房企中处于高位，且在三四线城市的地块也大多集中于都市圈城市，能够充分把握核心城市人口、产业外溢带来的住房需求。

图表 50: 公司 2020 年土地储备区域分布情况



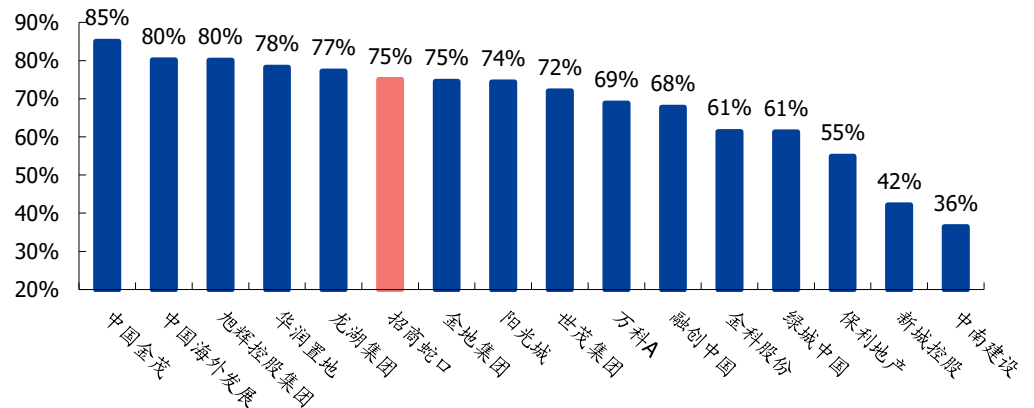
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 公司长短期业务平衡 (2020 年土地储备产品结构)



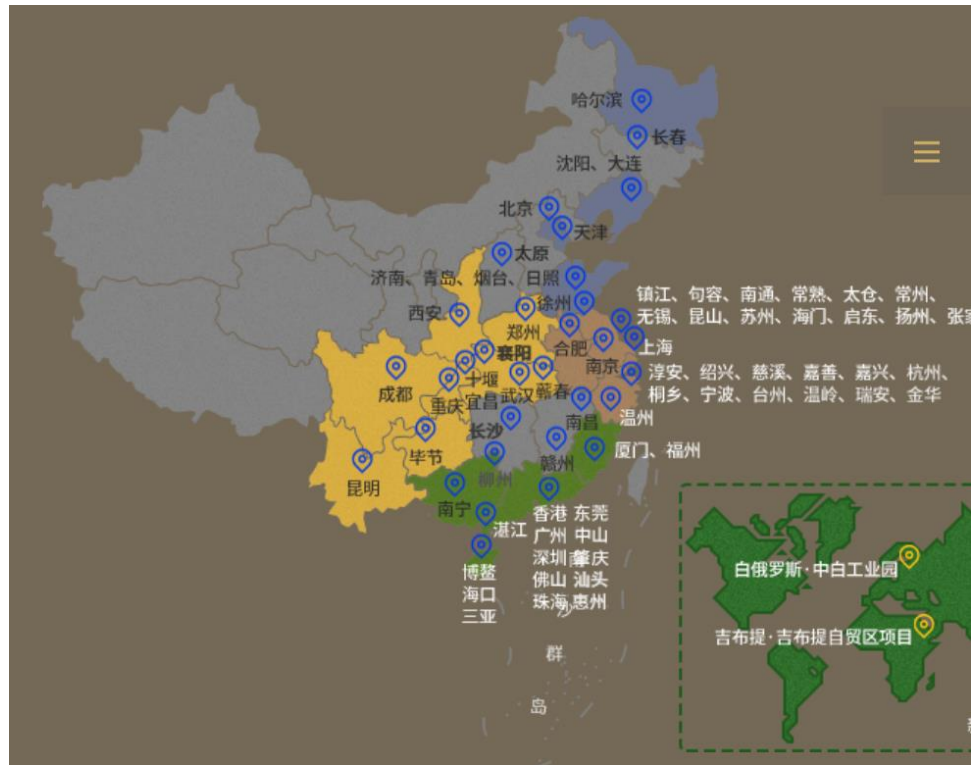
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 截至 2020 年重点房企存量土储一二三线建面占比对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

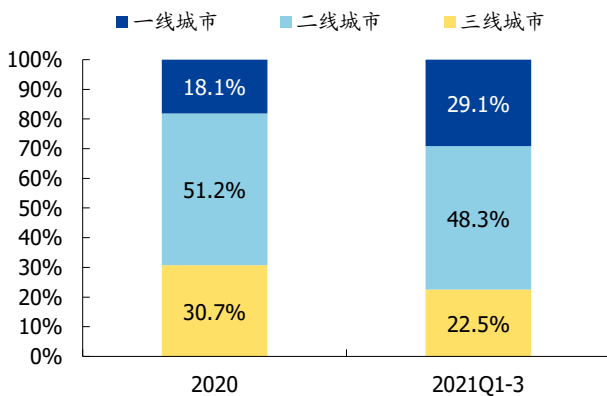
图表 53: 公司社区业务城市布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

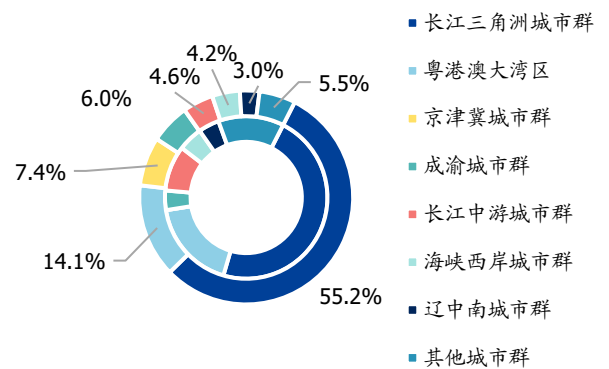
2021 年公司进一步加强了一线城市的布局。2021 年 1-9 月公司拿地金额在一二三线的城市布局分别为 29.14%/48.35%/22.51%，较 2020 年全年分别+11.01pct/-2.8pct/-8.19pct。从城市群来看主要布局在长三角/粤港澳/京津冀/成渝城市群，拿地金额占比分别为 55.2%/14.1%/7.4%/6%，较 2020 年全年分别+8.15%/-3.83%/+7.40%/+2.12%。

图表 54: 公司拿地金额城市能级分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 拿地金额城市群分布 (外环为 2021Q1-3, 内环为 2020)



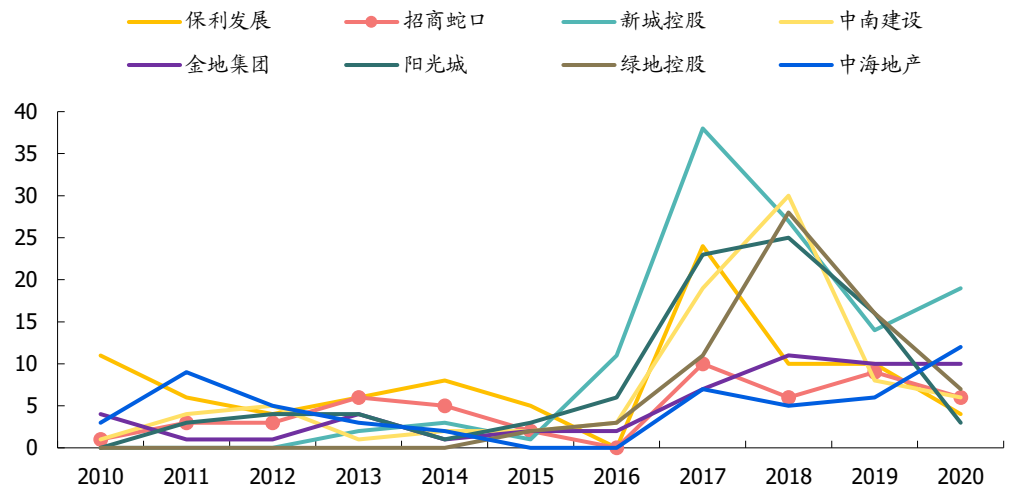
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司坚持“一城一模板”策略，选择核心城市持续深耕，以扩大在当地的市占率。公司目前布局城市数量 79 个，相较于其他头部房企，公司每年新进入城市数量较少，对重点区域投资力度大且具有持续性，其他地区则保持有重点地参与。近五年在武汉、苏州、南京、杭州、上海、广州等重点城市每年都能持续获取资源。2020 年杭州、苏南、上海、深圳、南京、广州、宁波 7 个城市公司突破百亿销售，华东、深圳，在西南、华南、江南 5 个区域销售金额增速超过 20%，销售规模实现当地 TOP10 的城市数占比超过



30%，城市深耕取得阶段性成效。

图表 56: 部分头部房企每年新进入城市数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 近五年每年在各城市的拿地面积情况 (万方)

城市	2016	2017	2018	2019	2020	总计	城市	2016	2017	2018	2019	2020	总计
昆明		176		281	30	486	常熟		22	7	30		58
武汉	98	43	101	33	141	416	湛江			58			58
苏州	106	66	39	71	89	371	太原					57	57
南京	44	44	126	45	54	313	长沙				30	22	52
南通		13	54	141	39	247	烟台				20	26	46
杭州	44	29	93	10	48	224	惠州					45	45
合肥		84		49	84	217	珠海	25	3			17	45
深圳	154		10	26	22	212	汕头					44	44
成都			18	11	178	207	太仓			42			42
天津	43	38	74	33		188	常州		18			19	38
上海	43	48	10	43	40	183	长春				13	23	36
广州	26	41	41	32	34	174	台州				34		34
徐州			104		50	154	赣州		30				30
大连	36	8	44	20	44	152	镇江		12	11	6		28
佛山	17	71	14	14	32	149	漳州		12		5	12	28
西安			4	88	56	148	淳安			23			23
东莞		7	15	25	73	120	香港				9	14	23
郑州		37	33	33	4	106	厦门		21				21
宁波	35		32	15	15	97	福州			9	9		19
重庆		20	40	29	7	96	襄阳				18		18
青岛		52		31	7	89	琼海				6	11	17
北京	35	17	10	28		89	黄冈		8		7		15
绍兴		44	34		9	88	肇庆				14		14
嘉兴		4	43	23	19	88	昆山			14			14

宜昌	87			87	扬州		12	12
温州		52	34	86	张家港		12	12
中山	11	14	27	31	金华		11	11
沈阳	9	13		53	海口		6	6
十堰		73		73	哈尔滨		6	6
济南	10	35		23	柳州		6	6
南宁	18	8	15	24	65			
无锡		21	22	22	64			
三亚			33	28	61			

资料来源：亿翰智库，公司年报，国盛证券研究所

公司在深圳的核心位置——蛇口、太子湾、前海、深圳国际会展中心等区域拥有大量优质土储资源。公司在前海土地整备范围内共拥有计容建面 455.84 万平方米的项目储备（不含人才用房），截至 2021 年 6 月底尚有 387.46 万平方米的项目储备未开工；在蛇口太子湾片区共拥有计容建面 170 万平方米的项目储备，截至 2021 年 6 月底尚有 48.73 万平方米的项目储备未开工。该区域项目目前销售均价在 100000 元/平以上，随着湾区经济不断发展，该部分土储货值相当可观。

图表 58：前海城市新概念中心规划图



资料来源：招商蛇口官方微信公众号，国盛证券研究所

图表 59：公司在前海、太子湾部分项目的平均售价

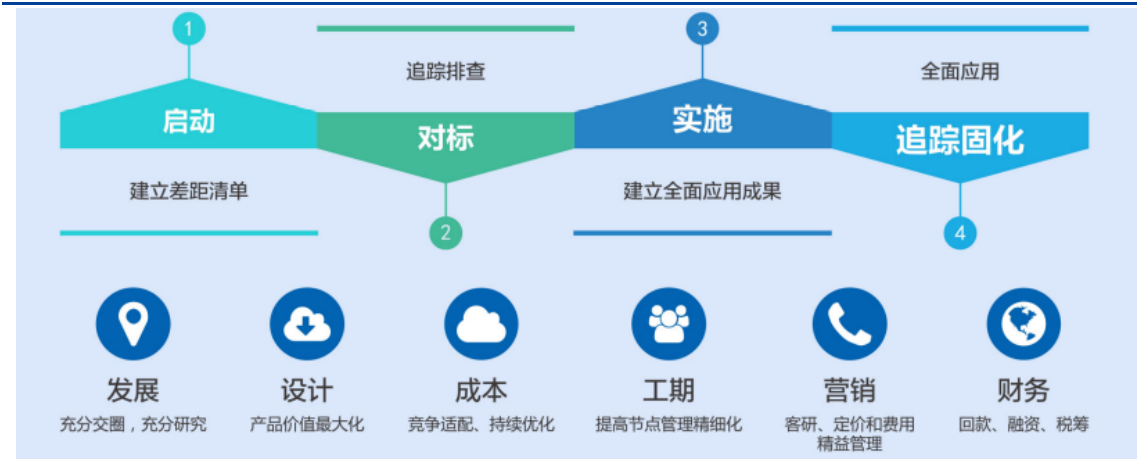


资料来源：中指，谷歌地图，国盛证券研究所

### 3.4 开展一城一模板，强化操盘能力提质增效

针对“一城一策”调控政策，公司 2020 年推出“一城一模板”策略，2021 年进一步开展 2.0 版本，实现目标动态更新，并将管控颗粒度细化至投前投后的每个板块。根据每个城市的政府政策、市场状况不同，从发展、设计、成本、工期、营销、财务等六个维度对标当地领先项目建立差距清单，并形成当地城市公司的可研模板进行全面应用，通过明确提升路径实现操盘能力的提升。

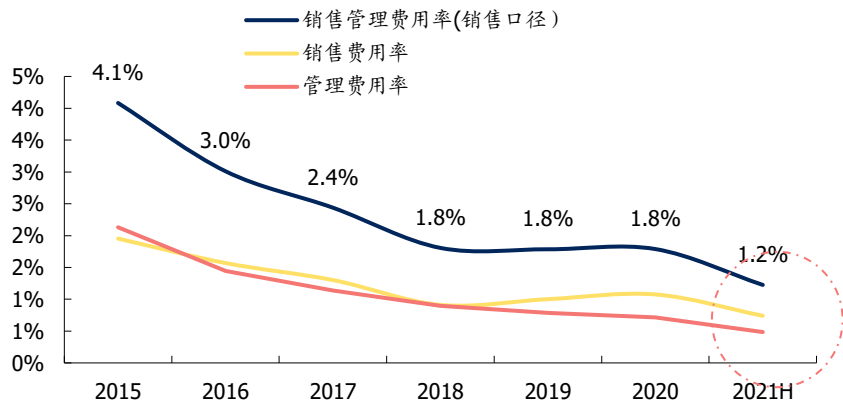
图表 60: “一城一模板”策略



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

一城一模板效果显著, 为后续结转利润改善提供良好基础。2020 年公司拿地承诺兑现度提升 8.4%; 项目工期同比提升 93 天至 216 天; 拿地到方案设计提速 6 天; 销售去化率同比提升 1.5pct 至 61.27%; 单方成本节约降低 5%; 项目权益成本利润率较 2018 年提升 5pct。同时销售口径的销管费也从 2020 年的 1.8% 降低 0.6pct 至 2021 年 H1 的 1.2%。

图表 61: 公司每年销售管理费用率变化 (销售口径)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 多元化业务

### 4.1 园区业务

公司园区业务目前已经布局国内海南自由贸易港、粤港澳大湾区、长三角等战略区域以及海外“一带一路”沿线国家。根据不同的发展阶段和规模, 公司园区业务主要从以下三个维度布局:

- (1) **创新孵化空间**——即招商创库, 目前运营期项目 3 城 5 个, 总建面 1.46 万方;
- (2) **特色产业园区**, 包括三条产品线, 分别是以文创为主的**意库系**、以科创为主的**网谷**和以智能制造为主的**智慧城系**, 总规划建面 475 万方。
- (3) **产业新城/小镇**, 包括三亚深海科技城、博鳌颐养乐城、常熟琴湖小镇和苏州金融小镇等, 项目规模较大, 截至 2021H1 总合作面积 468 万方, 是公司产业园内持有型和销售型项目储备的来源, 未来会逐步释放机会。



图表 62: 公司重点产业新城项目分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 63: 公司重点产业园区项目分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

产业新城/小镇项目主要以政企合作模式获得和开发, 具体包括重资产、轻资产两种方式。(1) 重资产模式: 目前大多数园区项目都是采用这种方式, 通过在片区范围内引入产业资源来跟政府获取土地, 比如苏州金融小镇项目; (2) 轻资产: 比如博鳌和三亚的项目, 前期与管委会建立委托管理关系、划定合作范围, 包括一级土地开发、代建(主要指建设产业园区配套)、代管(招商引资、后期运营、通过产业落地投资额返还或者收取管理费等方式获取收益)等。随着园区孵化成熟, 逐渐进入重资产领域, 即在园区内优先获取销售型或持有型的资产, 利于整合公司资源, 助力公司高质量综合发展。

图表 64: 公司重点园区项目

 <p><b>漳州开发区</b></p>	 <p><b>前海蛇口自贸区</b></p>	 <p><b>海南</b></p>	 <p><b>常熟琴湖小镇</b></p>
<p>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</p>	<p>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</p>	<p>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</p>	<p>与常熟市政府联手打造常熟“城市会客厅”</p>
 <p><b>苏州金融小镇</b></p>	 <p><b>粤东新城</b></p>	 <p><b>中白、吉布提项目</b></p>	
<p>加速已落地项目开发建设及产业引入</p>	<p>加快先行启动区的开发, 做好区域产城联动发展研究</p>	<p>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</p>	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 4.2 持有型业务

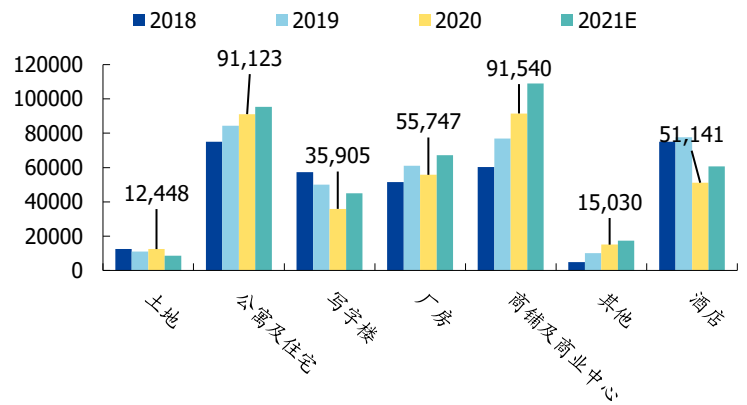
公司持有型业务主要包括集中商业、公寓、酒店、写字楼四大业态。截至 2021H1，公司拥有可出租土地面积 140.62 万平方米，出租率 99%，2021 年上半年出租收入 0.43 亿；出租性物业可出租面积 425.7 万方，报告期内出租收入 16.7 亿元，同比增加 21.77%，总体出租率 85%；酒店经营收入 3.03 亿，同比增长 66.5%。

图表 65: 公司持有型业务四大业态



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 66: 持有型物业租金收入/运营收入 (万元) (2021E=2021H1\*2)

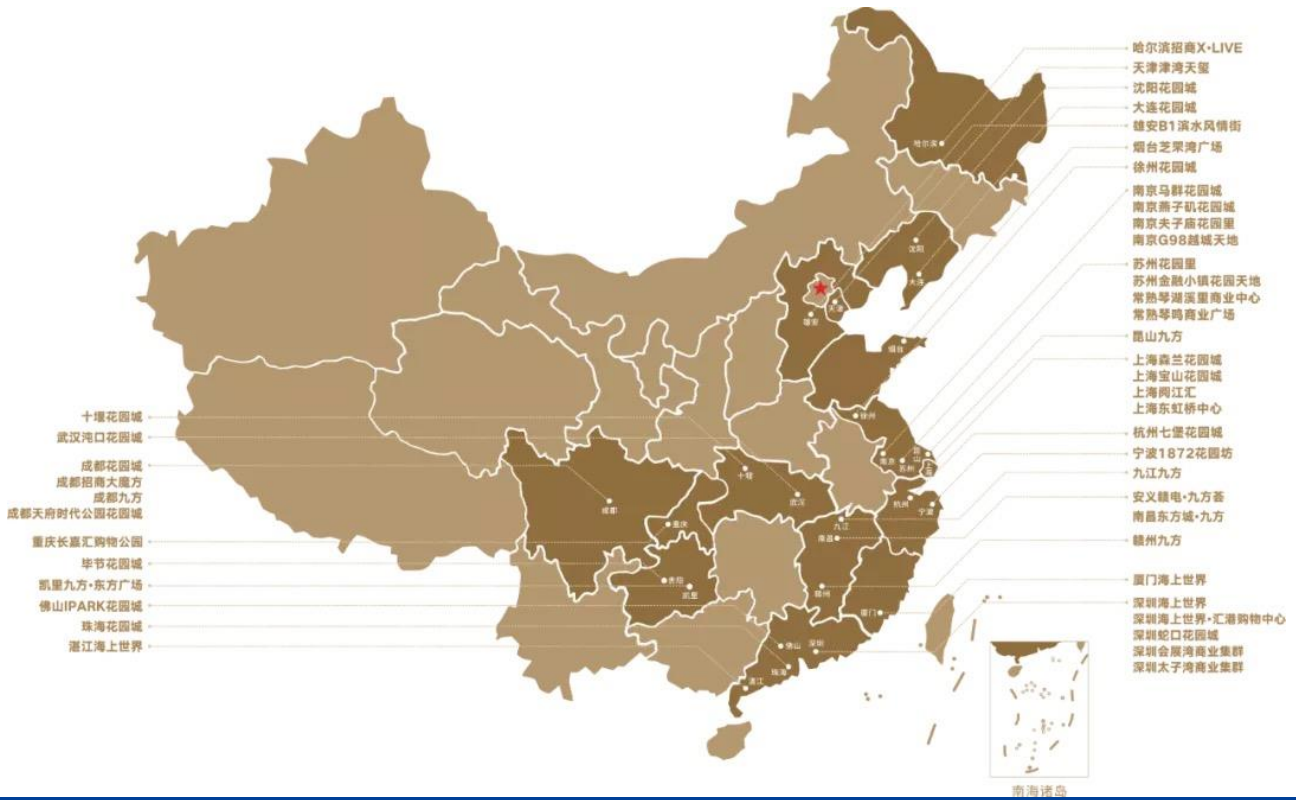


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.2.1 集中商业

**集中商业体量充足，产品线丰富。**公司计划打造园区、集中商业、招商积余、邮轮产业四个 IP，其中集中商业被列于首位。公司早在 2006 年就开始打造第一个商业项目，即蛇口花园项目，近年来逐渐形成四大产品线——城市级滨水文旅综合体“海上世界”、城市级“街区+盒子式”购物中心“招商花园天地”、城市级购物中心“招商花园城”、社区级购物中心“招商花园里”。此外还开发特色主题城市综合体，包括重庆长嘉汇、成都大魔方、深圳会展湾、深圳太子湾等。截止 2021 年 6 月，招商商管商业业务已辐射布局全国超 25 座城市，持有管理商业项目 66 个，商业总体量近 400 万方。

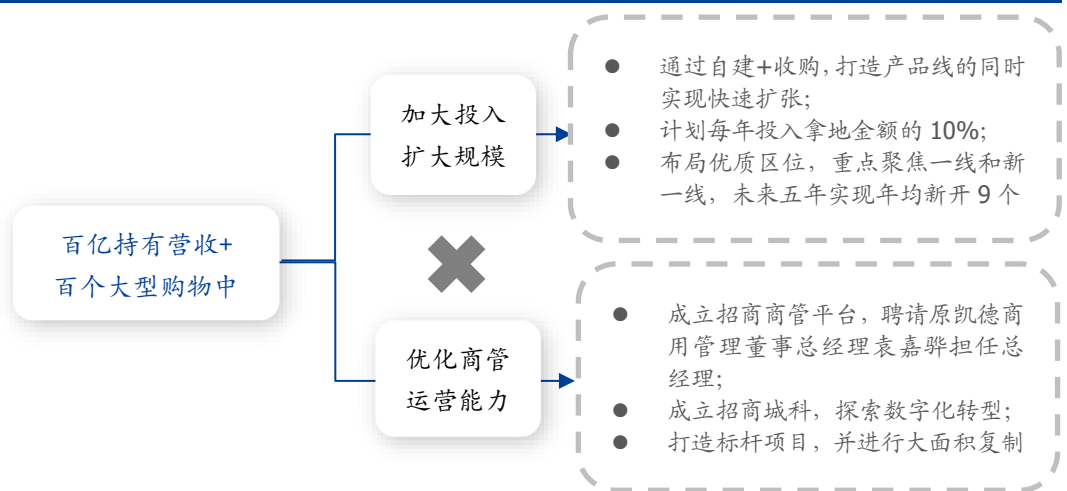
图表 67: 公司商业产品布局



资料来源: 公司官方微信公众号, 国盛证券研究所

公司在 2020 年末提出“双百计划”，即争取至 2025 年实现拥有 100 个购物中心、持有物业营收达到 100 亿元。为了达成规划，一方面公司将通过“自建+收购”的方式扩大商业规模，公司表示将主动布局优质区位，重点聚焦一线和新一线，未来五年实现年均新开 9 个。此外计划未来每年将商业地产的投入保持在拿地金额的 10% 左右，而 2020 年该比例仅为 7%-8%。另一方面公司采取了诸多举措提升商管运营能力。2020 年公司成立“招商商管”作为商业地产投资运营和管理平台，2021 年 3 月聘请原凯德集团（中国）商用管理董事总经理袁嘉骅加入招商商管，担任总经理，以提升公司持有物业，特别是商业和写字楼方面的管理。

图表 68: 公司计划到 2025 年达到“百亿持有营收+百个大型购物中心”



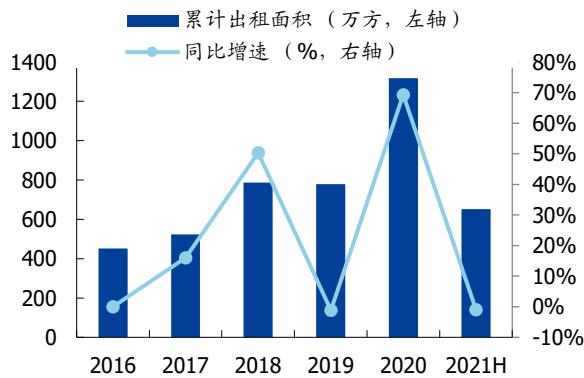
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

商铺及商业中心出租收入和平均单价均有提升。2021H1 公司商铺及商业中心出租收入



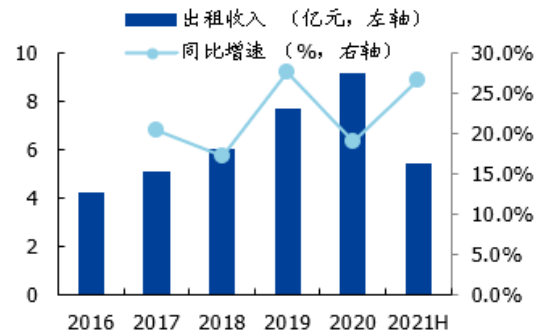
5.5亿元,同比增长26.6%,2016-2020年CAGR为21%;累计已出租面积651.3万方,同比降低1%,2016-2020年CAGR为30.7%;2021H1出租率87%,同比略降1pct;平均单价为83.7元/平/月,同比增长27.8%。

图表 69: 商铺及商业中心累计出租面积



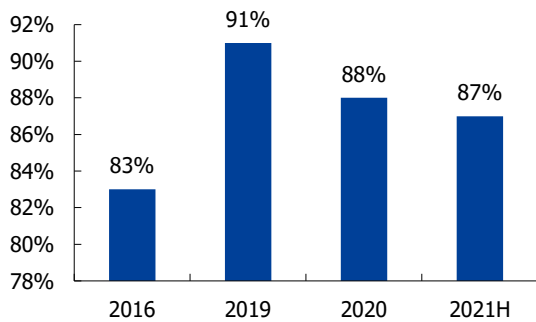
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 商铺及商业中心出租收入



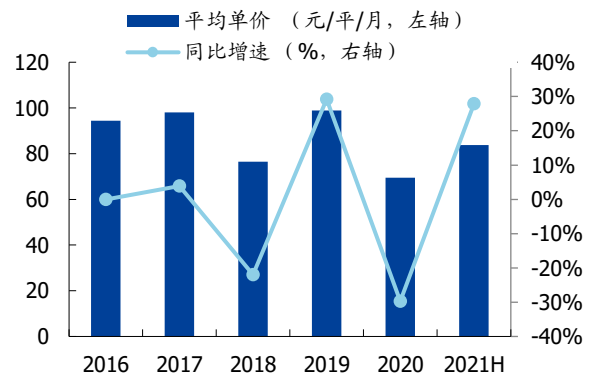
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 71: 商铺及商业中心出租率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 72: 商铺及商业中心平均单价 (出租收入/已出租面积)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 4.2.2 长租公寓

园区配套住房运营经验丰富,已形成标准化产品线和管理体系。公司公寓发展由来已久,是最早涉足长租公寓的房企之一。2010年将蛇口工业区员工的配套宿舍槟榔园小区改造成精品公寓,2012年“壹”系列首个项目开始营业,至今已经深耕该领域十余年,打造了“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠(CM+)”服务式公寓三大核心产品线,全面覆盖青年人才、白领、商务精英等不同租房人群。每条线都已经在产品服务、运营管理以及品牌等方面形成标准化体系,培养了一只专业化的运营管理队伍,有利于产品质量的稳定以及租金溢价率的提升。

图表 73: 三条长租公寓产品线

	壹栈	壹间	壹棠
定位	青年人才公寓	城市精品公寓	中高端服务式公寓
特点	紧凑户型，简单装修	中小户型、精装修	酒店式公寓产品、配套与国际服务标准
区位	城市配套区域 深圳壹栈人才公寓·花间	城市中心地段 广州壹间·金山谷意库	外向型经济聚集区域 深圳泰格壹棠服务公寓
代表产品			
主力客群	毕业5年之内、支付能力有限的青年人才人群	城市白领阶层	跨国企业中高层管理及其家庭成员，以及国内高端商务精英

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司长租公寓的竞争优势主要体现在: (1) 客源: 公司长租公寓基于 PPC (前港一中区一后城) 模式打造, 作为其中“后城”的社区居住环节, 可以成为园区入驻企业员工的首要居住选择, 因此存在大量的 B2B 客源 (企业客户与个人客户占比约为 1: 1), 租约稳定、空置期少、溢价率高。同时公司利用标准化的产品和服务品质, 保证客户居住体验; 利用资源协同满足多维度居住需求, 从而提高客户粘性。(2) 房源: 公司产城项目不断落地, 可以给长租公寓带来足够的存量基础和增量空间。(3) 资金: 长租公寓前期投入大、回报周期长, 因此常常面临较大的资金和成本压力, 而公司通过长租公寓资产证券化产品盘活资产成功化解融资难题。2017 年 12 月联手建行注册国内首单银行间住房租赁资产证券化项目——“飞驰 ABN”, 规模 200 亿, 通过招商局集团和建行的双重信用获得低成本融资, 2018 年公司发行国内首单储架式长租公寓 CMBS 产品——“招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划”, 总规模 60 亿元, 首次发行 20 亿, 为公寓发展获得长期资金保障。

图表 74: 公司发展长租公寓优势

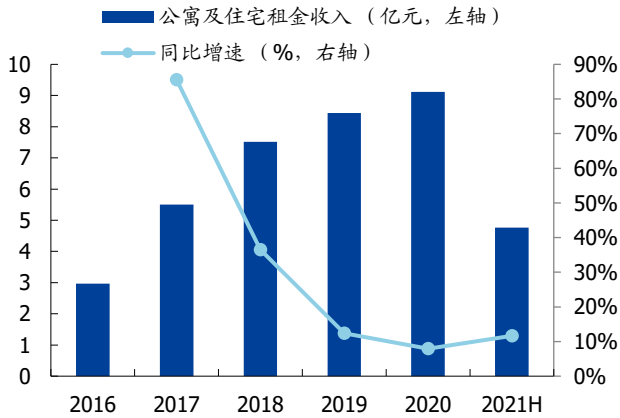


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

截至 2021 年中期, 公司长租公寓总计布局北上广深、重庆、武汉、南京等全国 20 个重点城市, 房源数约 3.4 万间。公司公寓及住宅租金收入从 2016 年的 3 亿元逐步提升至

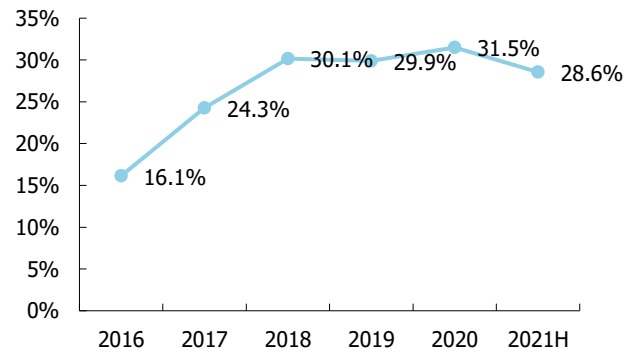
2020年的9.1亿元，五年CAGR为32.4%，占总体出租物业的比重从2016年的16.1%提升至2020年的31.5%，收入贡献程度显著增长。2020年受到疫情以及可租赁面积增加的影响，出租率有所下滑，整体出租率为78%，壹间公寓为73%。

图表 75: 公寓租金收入



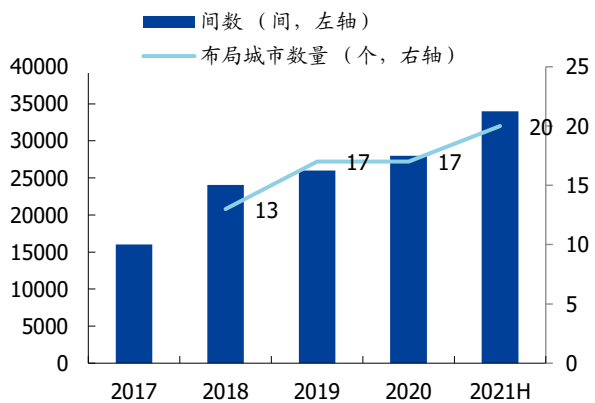
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 76: 公寓租金收入占出租性物业收入比重



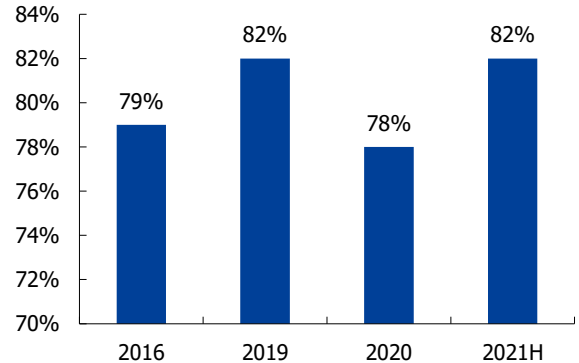
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 77: 长租公寓间数和布局城市数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 78: 长租公寓整体出租率



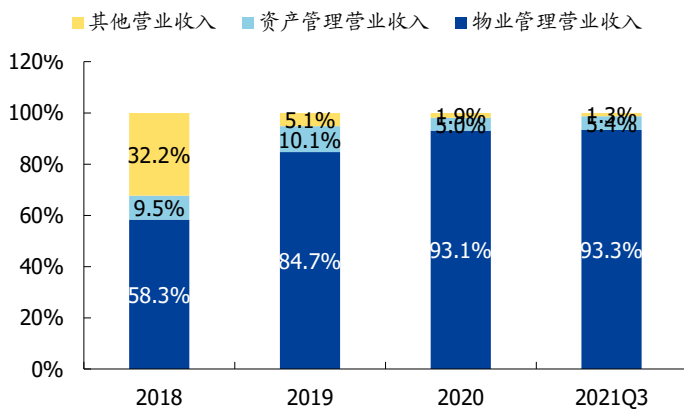
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.3 其他业务

### 4.3.1 物业管理

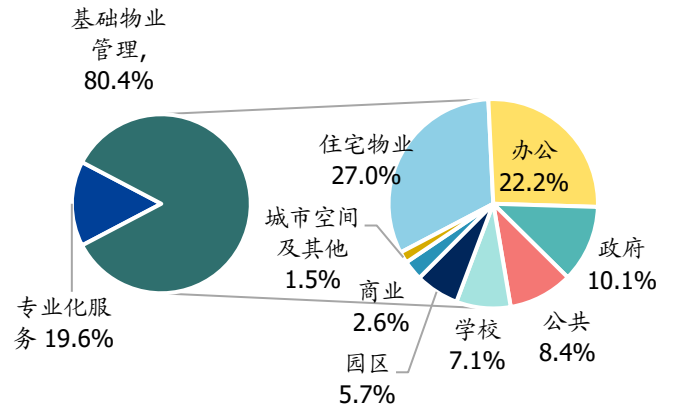
2019年招商积余重大资产重组，招商蛇口成为控股股东（截至2021H1持股47.45%）。重组后，招商积余拥有中航物业和招商物业两个子公司，进一步确立在物管行业的领先地位。截至2020年末，招商积余业务覆盖全国近100个城市，主要业务包括物业管理、资产管理和其他，其中物业管理业务涵盖住宅（2020年收入占物业管理收入比重27%）、办公（22.2%）、政府（10.1%）、公共（8.4%）、学校（7.1%）、园区（5.7%）、商业（2.6%）、城市空间及其他（1.5%）多种业态。

图表 79: 招商积余分部收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

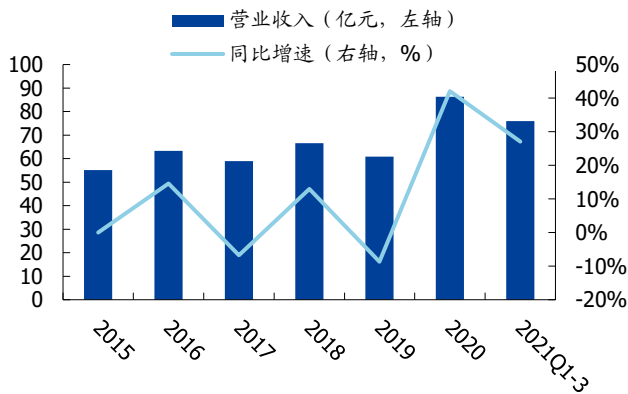
图表 80: 2020 年招商积余物业管理收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

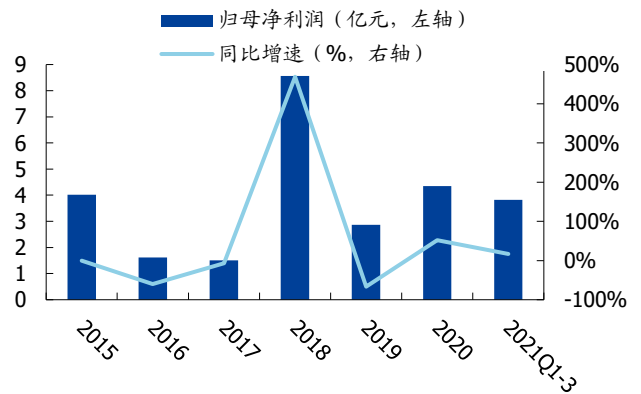
招商积余近五年营业收入 **CAGR8.1%**, 归母净利润 **CAGR28.1%**。2021 年前三季度招商积余实现营业收入 75.9 亿元, 同比增长 27.1%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 16.8%。盈利能力来看, 招商积余 2021 年前三季度毛利率为 12.8%, 其中物业管理、资产管理和其他业务的毛利率分别为 10%、60.1%和 19.1%。

图表 81: 招商积余营业收入及同比



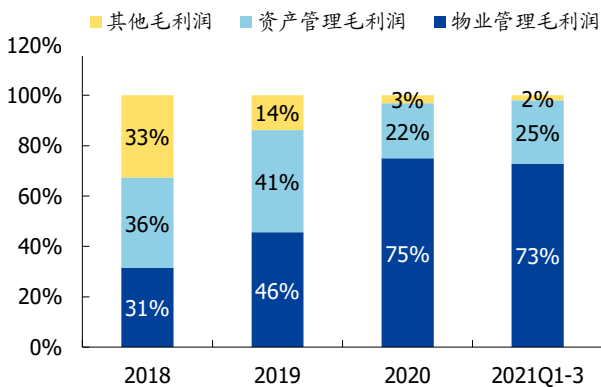
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 82: 招商积余归母净利润及同比



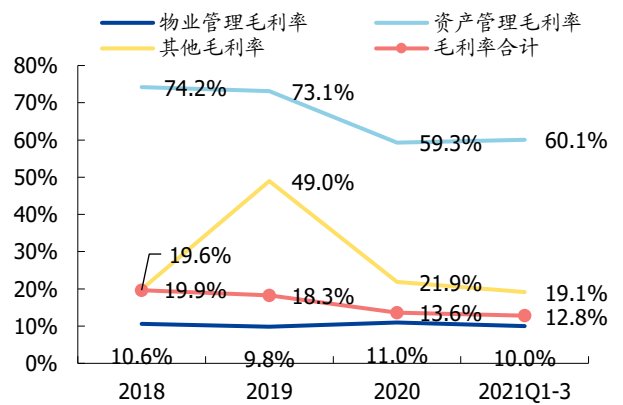
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 83: 招商积余分部毛利率占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

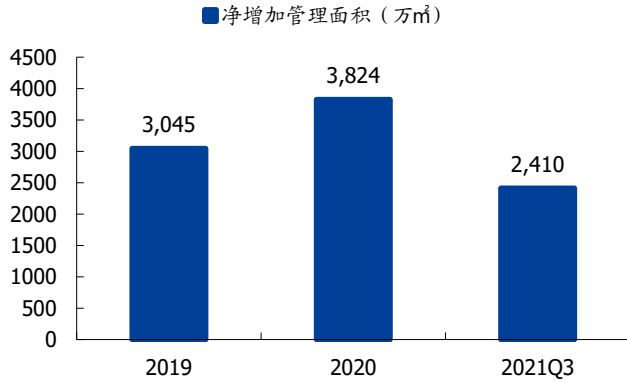
图表 84: 招商积余不同业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

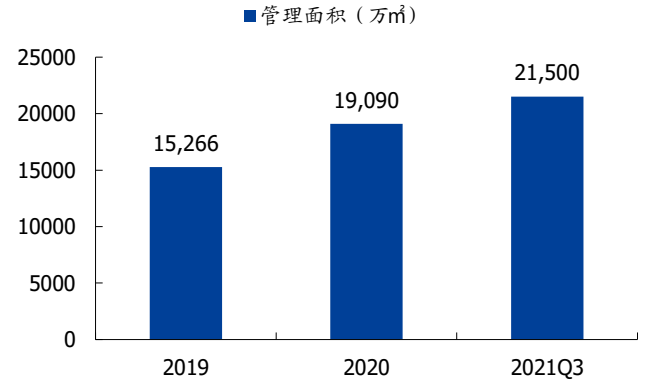
招商积余依靠招商局集团的支持通过内生式增长,实现管理规模快速扩张。2021年上半年实现新签年度合同额 13.59 亿元,同比增长 20.59%,其中来自控股股东之外的占比达到 84.33%。截至 2021 年 6 月末,公司在管项目 1520 个,管理面积 1.99 亿平方米,且 2018-2020CAGR 25%,来自控股股东之外的管理面积占比达 61.98%,招商积余在中国物业服务百强企业综合实力排名中位列第九。

图表 85: 招商积余净增加管理面积



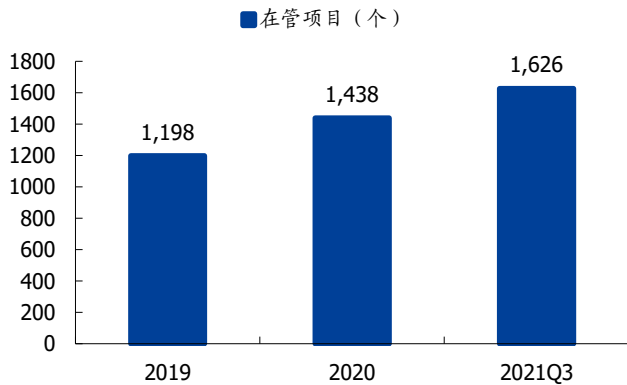
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 86: 招商积余管理面积



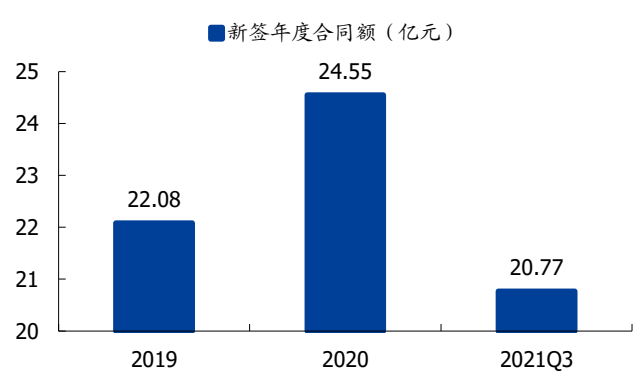
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 87: 招商积余在管项目



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 88: 招商积余新签年度合同额



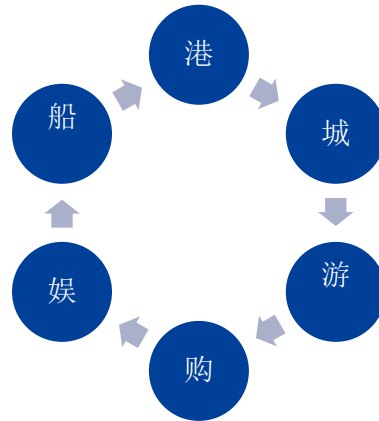
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.3.2 邮轮建设与运营

邮轮业务是公司重组后的新业务,主要包括邮轮母港及配套建设与经营、蛇口码头客运服务以及港口出租服务等。其主要商业模式为以邮轮母港为核心,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全产业链业务,通过“船、港、城、游、购、娱”一体化运营,构建高端旅游服务生态圈。作为 PPC 模式中的“前港”环节,邮轮产业的意义不仅在于港口经济的发展,更在于推动多元业态的叠加发展成为区域经济的重要引擎。此外还可以加强公司各个业务的协同,通过构建特色母港,增强获取城市综合体的能力,为社区板块储备优质的土地资源。



图表 89: “船、港、城、游、购、娱”一体化运营



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 2015 年启动了首个邮轮母港——蛇口太子湾邮轮母港的建设, 项目定位为南中国最大的集“海、陆、空、铁”于一体的现代化国际邮轮母港, 总体量 70 万立方米, 建筑面积 170 万平方米, 设计通关能力 650 万人次/年。2016 年 11 月开港后一年内, 共运营高速客船 5.2 万航次, 服务高速客船旅客 549.4 万人次, 运营邮轮 109 个航次, 服务邮轮旅客 18.9 万人次, 多项数据创下亚太地区邮轮港口开港首年之最。其开发建设进一步提升了蛇口片区的整体价值, 增强了深圳在高端邮轮旅游产业的城市地位。

之后公司以太子湾邮轮母港为样板, 开始在全国邮轮港口进行异地复制和网络化布局。目前招商系公司以独资、参股或者联合开发的形式, 初步完成在天津、上海、南通、厦门、湛江、深圳等沿海和内河城市的邮轮母港布局, 已成为中国最大的邮轮港口运营商, 2016 年-2020 年邮轮靠泊累计 3088 艘次, 出入境邮轮旅客累计 1620 万人次, 累计旅客容量全国占比 86%。

图表 90: 公司部分邮轮母港项目



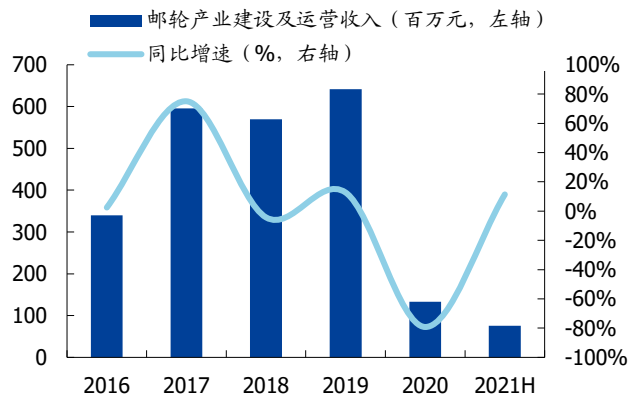
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2020 年由于新冠疫情全球邮轮行业遭遇寒冬, 全年国内邮轮客流量降低至 24.5 万人次, 仅为 2019 年的 6%, 公司邮轮业务收入同比降低 46.4% 至 2.3 亿元, 但随着疫情好转, 航线将逐步恢复。此外公司趁着行业底部时期, 继续加大对邮轮产业的投入: 新增“蛇口-横琴”、“蛇口-中山”航线, 积极拓展新航线提升客流量; 2021 年先与深免集团签订



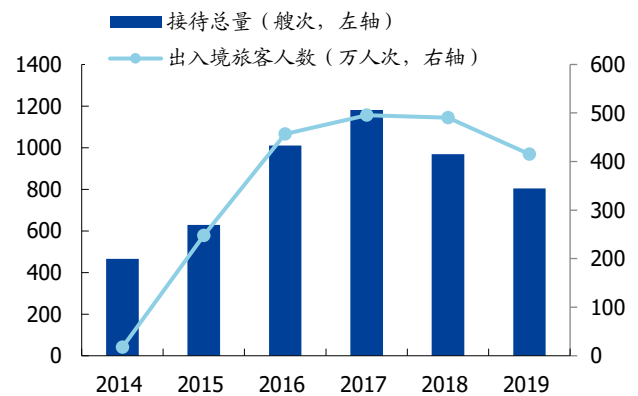
深化合作意向书，推动“邮轮+免税”产业模式；其后旗下控股子公司收购“维京太阳号”游轮，成为招商蛇口首艘五星红旗高端邮轮。随着我国居民收入提升、旅游消费升级，邮轮产业有更大的市场空间尚待挖掘，公司作为行业领军者将迎来新的发展机遇。

图表 91: 邮轮业务收入及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 92: 中国邮轮接待数及出入境旅客人数



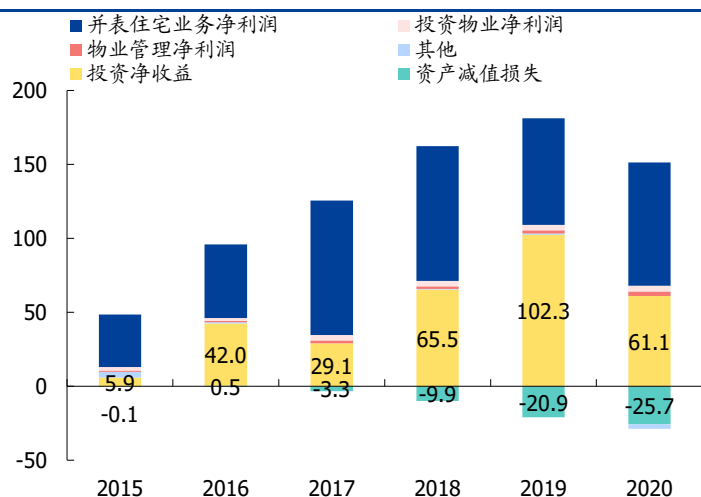
资料来源: 中国交通协会邮轮游艇分会, 国盛证券研究所

## 5. 财务分析

### 5.1 利润率存在改善空间

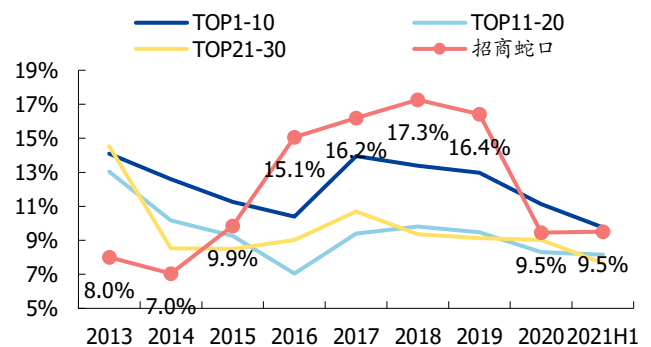
2020 年公司实现归母净利润 122.5 亿元，同比降低 23.6%，净利率水平自 2018 年高点 17.3% 持续下滑至 2020 年的 9.5%。我们将公司历史归母净利润进行分拆，可以看到并表住宅业务净利润和投资净收益为公司主要的利润来源，而净利率快速降低的原因主要有三：一是住宅业务的毛利率快速下行导致住宅业务的净利率水平下降；二是近两年资产减值损失项目大幅增加对净利润造成拖累；三是投资净收益占归母净利润比重较大且 2020 年出现大幅减少。

图表 93: 公司归母净利润拆分 (亿元) (住宅业务、投资物业、物管业务的净利润为估算值)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 94: 公司归母净利率及行业均值对比



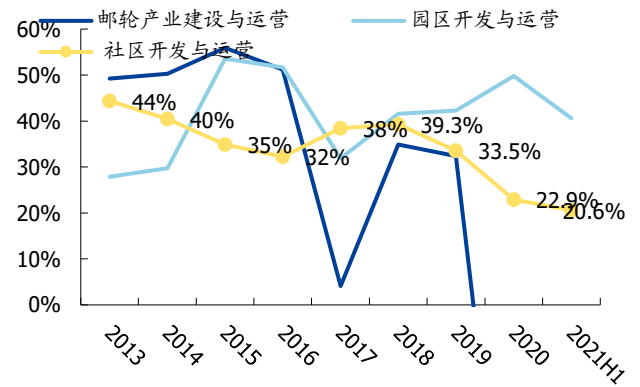
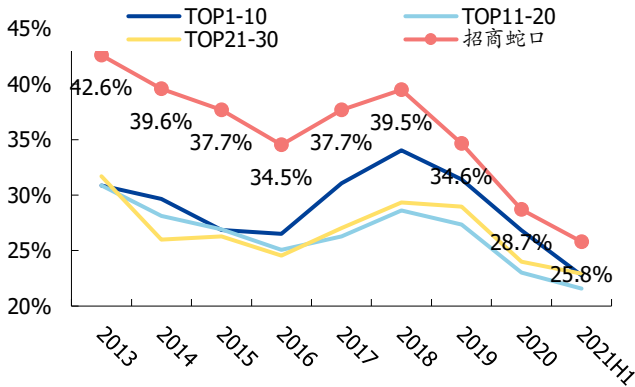
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

低毛利项目集中结算导致毛利率下滑速度快于行业，预计后续毛利率下滑压力将有所缓解。由于 2017、2018 年拿的地迎来限价政策，地价占售价比例提升，行业结算毛利率自 2019 年起开始普遍下滑，招商蛇口的下滑幅度更是显著大于行业。两年内从 2018 年的 39.5% 下降近 11 个百分点至 2021H1 的 25.8%，其中以纯住宅销售为主的社区业务

毛利率下滑了 18.7 个百分点至 2021H1 的 20.6%，而 TOP30 房企整体毛利率仅下降了 6 个百分点至 24.6%，行业平均毛利率与公司差距缩小。

图表 95: 招商蛇口综合毛利率及行业对比

图表 96: 公司不同业务毛利率水平



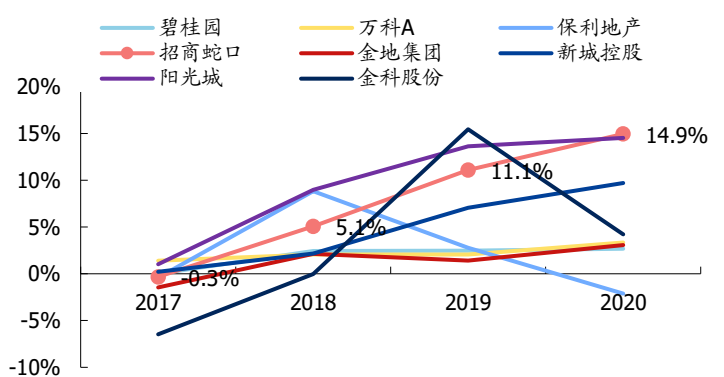
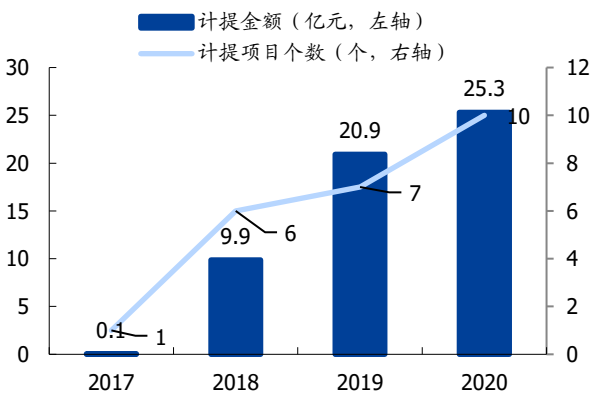
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司前期主动计提了大量存货跌价准备, 转销时可一定程度上平滑毛利率。为了消化近年拿的高价地, 2018、2019 和 2020 年公司分别计提了 9.9、20.9、25.3 亿元的存货跌价准备, 2020 年的存货跌价损失占总利润 14.9%, 在主要房企中处于高位。截至 2021 年中期, 公司累计存货跌价准备 45.08 亿元, 主要涉及 21 个项目, 其中已知 9 个项目预计下一批竣工时间在 2021 年, 当这些项目结转时冲减主营业务成本, 该部分利润将得到释放。

图表 97: 公司每年计提存货跌价准备情况

图表 98: 主要 A 股上市房企存货跌价损失占总利润比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 99: 公司计提存货跌价准备的项目

序号	项目	2020年					2021H			拿地时间	开盘日期	截至2021H预计
		年初数	年计提	年转回	年转销	年末数	转销	其他	期末数			下批竣工时间
1	新西兰项目	0.05				0.05	-	0.00	0.05			未定
2	天津雍海园	0.03			0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	2013/9/11	2017/3/1	
3	佛山公园1872	0.22			0.20	0.02	-	-	0.02	2013/4/16	2017/7/1	
4	佛山招商越园	2.43			1.46	0.97	0.11	0.00	0.86	2017/6/14	2018/9/20	2021/7
5	绍兴润和天地	0.02			0.02	-	-	-	-			
6	杭州信雅达国际创意中心	0.32				0.32	0.00	0.00	0.32			
7	绍兴润和南岸花城	0.02			0.02	-	-	-	-			
8	杭州亿城嘉园	0.02			0.02	0.00	0.00	0.00	0.00			
9	烟台招商东岸	1.06			0.20	0.86	-	-	0.86	2014/1/3		2021/7
10	珠海招商雍华府	1.86			1.78	0.08	0.05	0.00	0.03		2019/7/24	
11	厦门臻园	9.79				9.79	-	-	9.79			2021/7
12	福州雍景湾	5.84			2.61	3.23	0.23	0.00	3.00	2018/2/2	2019/8/26	2021/11
13	衡阳中航城市花园项目	0.24				0.24	-	-	0.24			
14	龙岩紫金中航房地产开发	2.68		0.03	1.55	1.10	0.00	0.00	1.10			
15	天津九方城市广场	2.56				2.56	-	-	2.56			未定
16	北京都会中心		8.15			8.15	0.00	0.00	8.15	2016/5/5	2018/5/30	2021/9
17	佛山招商岸芷汀兰		3.01			3.01	0.18	-	2.83	2018/3/22	2019/6/28	2021/12
18	佛山招商悦府	4.09	2.70		1.86	4.92	0.14	0.00	4.78	2017/5/26	2018/6/29	2021/9
19	肇庆依云水岸花园		2.53			2.53	-	-	2.53	2019/5/8	2020/4/18	2021/8
20	合肥雍华府		2.40			2.40	0.02	0.00	2.38	2017/1/17	2017/11/28	2021/7
21	佛山招商曦岸		1.72			1.72	0.29	-	1.43	2016/10/13	2017/12/24	
22	珠海依云华府	4.82	1.42		4.02	2.22	0.09	0.00	2.12		2019/2/20	2023/7
23	郑州招商依云上城		1.23			1.23	0.34	-	0.89			2022/6
24	重庆雍璟城		1.07			1.07	0.00	0.00	1.07	2018/2/27	2018/12/7	2023/5
25	济南雍和府		1.06			1.06	0.18	-	0.88	2017/6/30	2019/6/1	
	其他	0.01	0.01		0.00	0.01	0.00	0.00	0.01			
	合计	36.06	25.30	0.03	13.78	47.55	2.47	-	45.08			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们对公司存量土储的毛利率情况进行测算, 得到 2021 年上半年结转部分对应税后毛利率为 21.4%, 截至 2021 年中期未竣工部分对应的毛利率为 **23.9%**, 较上半年结算毛利率有所提升。我们将未竣工土储划分为不同毛利率区间, 得到毛利率在 10%以内/10%~20%/20%~30%/大于 30% 四个区间内的未竣工土储建面占比分别为 11.1%/20.2%/26.7%/42.0%, 较上半年结转项目分别-5.4pct/-3pct/+9.4pct/-1pct, 未竣工部分低毛利项目占比降低。因此我们预计未来几年在行业毛利率继续下行的背景下, 公司毛利率下行的空间相对有限, 毛利率企稳后有望带来业绩向上的弹性。(毛利率测算值与实际报表情况存在偏差)。

图表 100: 2021 年上半年结转项目对应的税后毛利率情况测算

测算税后毛利率区间	结转面积占比	结算收入占比	测算平均毛利率
<10%	24.3%	16.5%	-2.5%
10%~20%	27.8%	23.2%	16.5%
20%~30%	19.6%	17.3%	23.0%
>30%	28.2%	43.0%	32.4%
总计	100.0%	100.0%	21.4%

资料来源: 公司公告, 中指, 国盛证券研究所

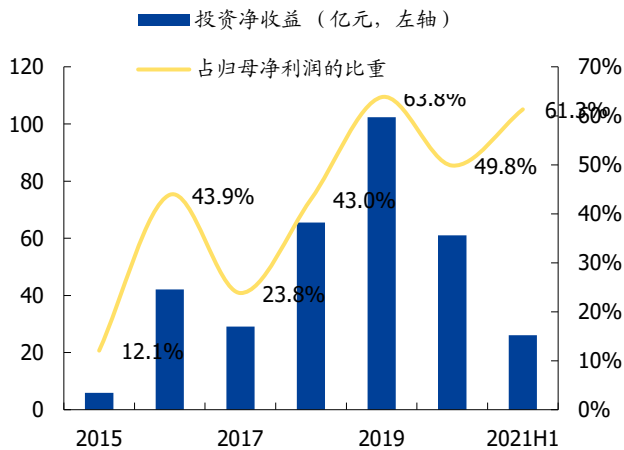
图表 101: 截至 2021 中期未竣工土储预计税后毛利率测算

测算税后毛利率区间	结转面积占比	结算收入占比	测算平均毛利率
<10%	20.2%	11.1%	-1.2%
10%~20%	25.2%	20.2%	13.3%
20%~30%	28.7%	26.7%	23.8%
>30%	25.9%	42.0%	35.7%
总计	100.0%	100.0%	23.9%

资料来源: 公司公告, 中指, 国盛证券研究所

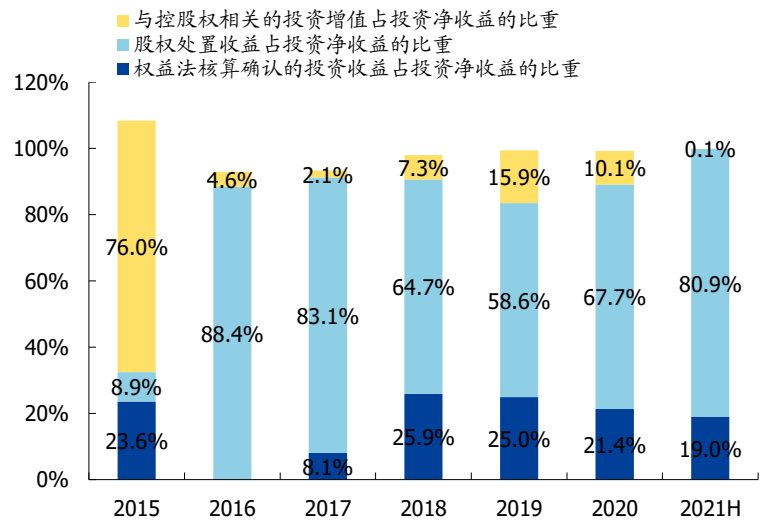
此外, 投资收益占比大且波动大是造成公司净利率水平较不稳定的重要因素。近三年公司投资净收益占营业利润比重都在 24% 以上, 且投资收益中不仅包括权益法确认的投资收益, 还包括大量股权处置收益和与控股权相关的投资增值, 而这部分占投资收益比重超 70%。我们认为随着公司管理能力提升, 未来投资收益变动将更加平缓, 从而带动净利率水平改善。

图表 102: 公司投资净收益及占营业利润比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 103: 公司权益法确认的投资收益、股权处置收益和控股权相关的投资增值占投资净收益比重

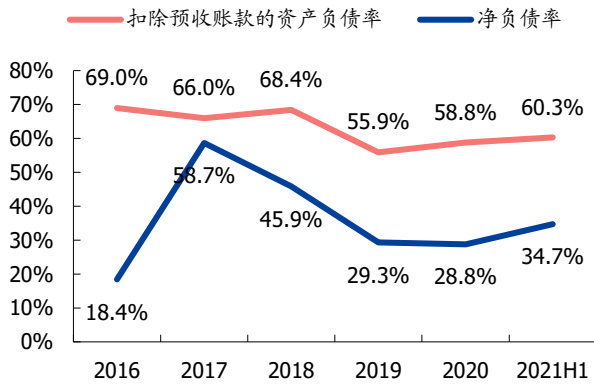


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5.2 负债长期稳健, 融资成本行业低位

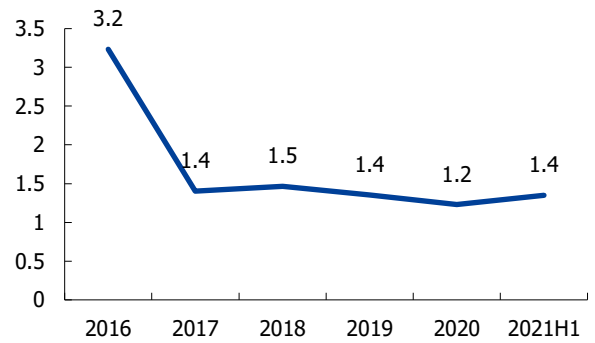
公司负债指标控制严格, 三道红线指标均长期位于绿档, 截至 2021 年中期, 公司净负债率为 34.7%, 剔除预收账款的资产负债率为 60.3%, 现金短债比 1.4, 净负债率和剔除预收账款的净负债率在主流房企中处于绝对低位。在行业政策全面收紧, 三道红线、贷款集中管理、两集中供地等政策陆续出台的背景下, 像招商蛇口这样现金流充裕、财务稳健的房企将有机会获得更多优质资源。

图表 104: 公司负债率情况



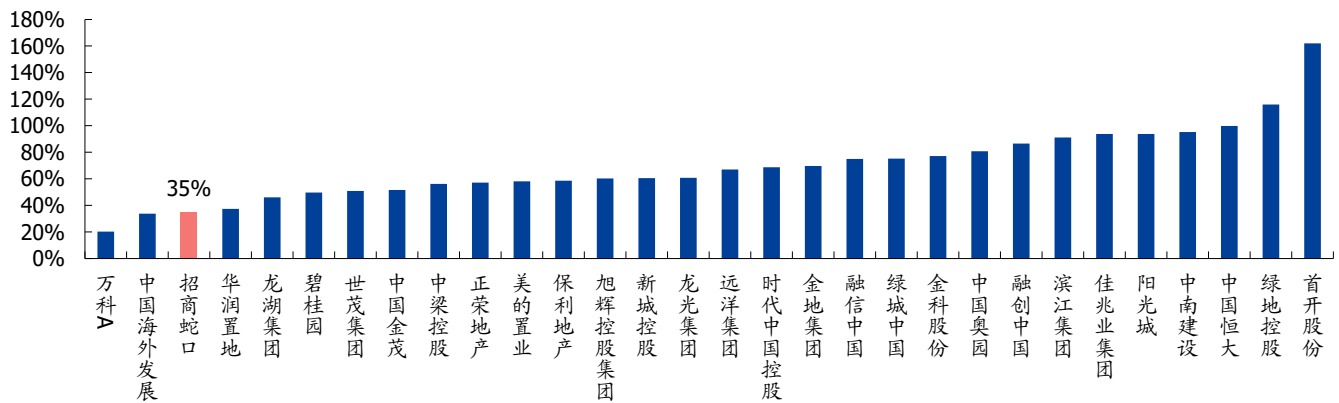
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 105: 公司现金短债比



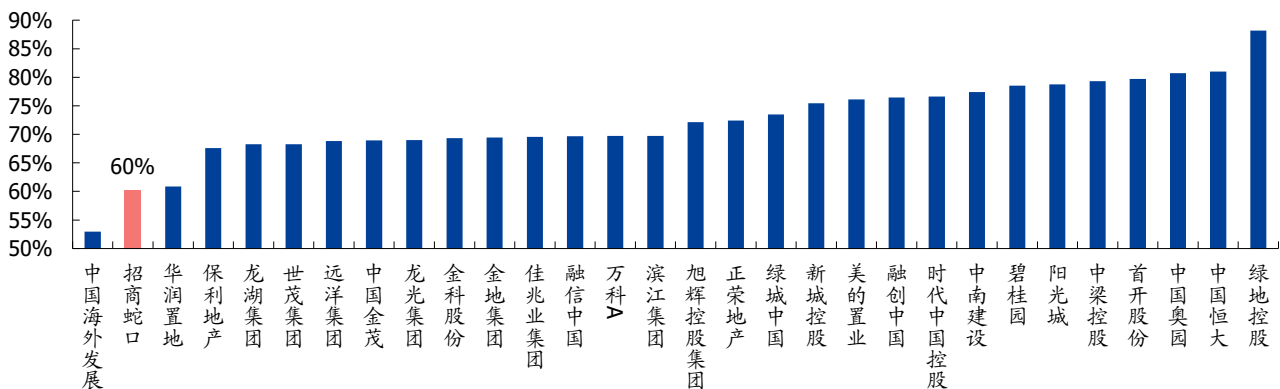
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 106: 2021HTOP40 房企净负债率对比



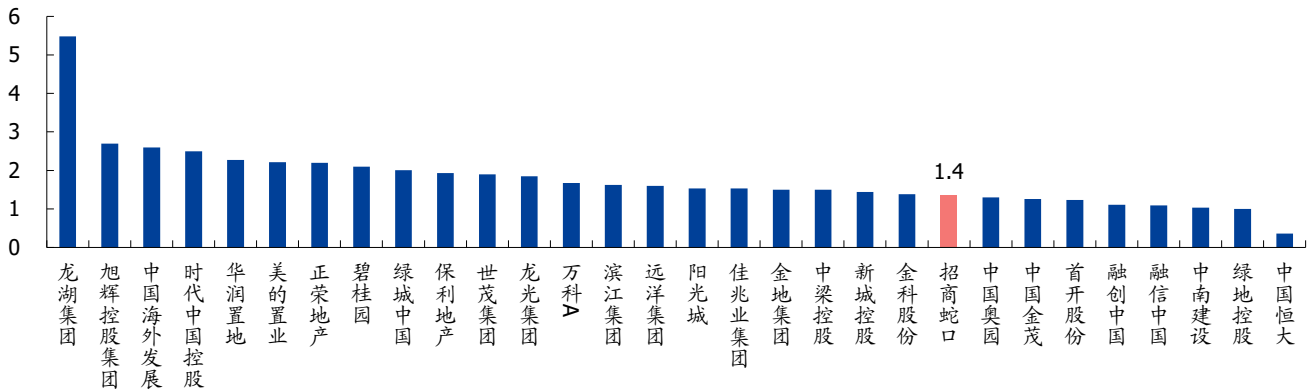
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 107: 2021HTOP40 房企剔除预收账款的资产负债率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

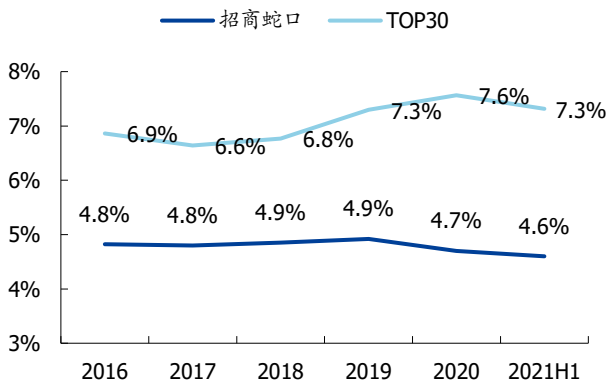
图表 108: 2021HTOP40 房企现金短债比对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

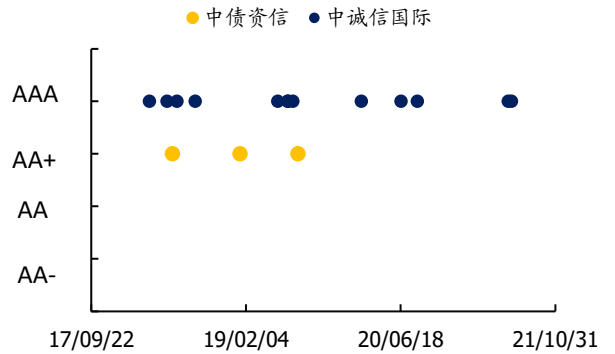
综合融资成本持续降低, 身为具有央企背景的开发商, 公司在资金来源以及融资成本上都具有先天优势。在多渠道融资能力上, 公司 2020 年先后滚动发行超短期融资券、中期票据等产品, 金额合计 206.5 亿元, 且均为同期市场较优利率。2021 年上半年公司综合资金成本实现同比下降 0.2 个百分点至 4.6%, 在主流房企中维持低位。在表内融资上公司一直保持自律, 截至 2021 年上半年公司融资余额 1702.9 亿元, 信托等非标融资占比仅 3.5%, 银行贷款占比 51%, 融资结构优良。

图表 109: 综合融资成本及行业对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

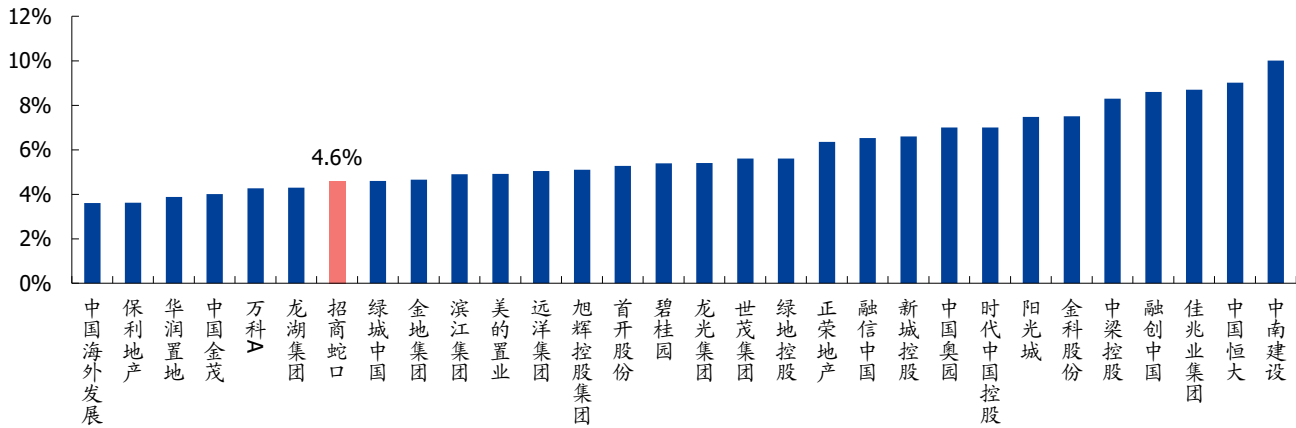
图表 110: 公司评级情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

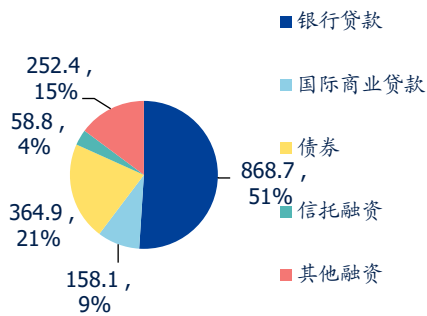


图表 111: 公司综合融资成本



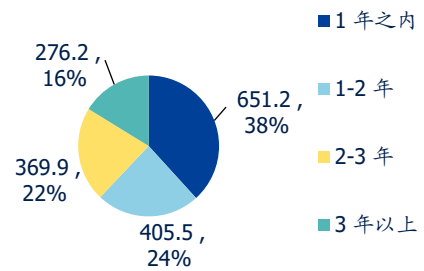
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 112: 截至 2021H1 公司融资途径



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

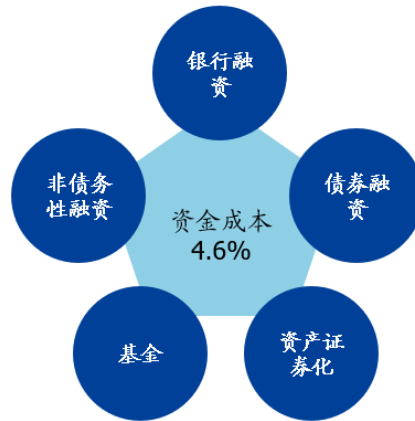
图表 113: 截至 2021H1 公司有息负债期限结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司在持有物业的产融退出方面也做了众多尝试: (1) 长租公寓资产证券化产品: 成立国内首单储架式长租公寓 CMBS 产品——“招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划 (CMBS)” 储架额度 60 亿元。联合建行注册首单银行间长租公寓 ABN——“飞驰-建融招商长租公寓系列资产支持票据 (ABN)” 获得 200 亿元融资。(2) 设立招商常鑫基金和完成招商澎湃基金的协议签署, 为公司引入稳定的基金合作伙伴。(3) 探索“房东+股东”的园区运营模式, 联合招商启航等多家公司设立招商局蕲春蕲艾产业投资基金; (4) 基础设施公募 REITs 试点起步, 蛇口产业园 reits 上市, 园区业务投融资机制进一步被激活。

图表 114: 公司多元化融资方式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

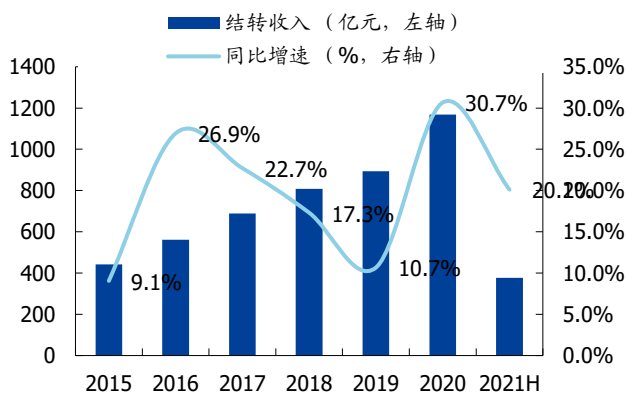
## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

#### 1. 收入预测

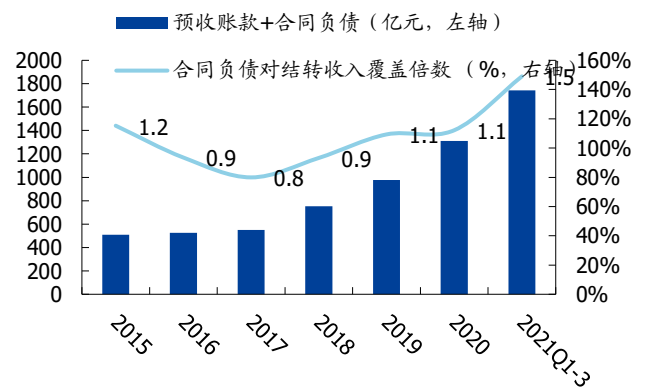
公司销售高增驱动预收账款大幅增加, 截至 2021 年三季度末, 公司预收账款+合同负债 1741.8 亿元, 同比增长 13.4%, 覆盖 2020 年结转收入的 1.5 倍, 可支撑未来业绩释放。我们预测公司 2021 年社区开发与运营收入可以实现 17.9% 的增长达到 1193.7 亿元, 园区开发与运营收入可以实现 19.4% 的增长达到 337 亿元, 其中物业销售收入(社区销售+园区销售)可以实现 17.1% 的增长达到 1368.9 亿元。其它业态收入预测如下表所示:

图表 115: 公司结转收入及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 116: 公司预收账款+合同负债覆盖结转收入倍数 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 117: 收入分拆预测 (单位: 百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>社区开发与运营</b>	<b>101,257.5</b>	<b>119,374.1</b>	<b>138,806.1</b>	<b>157,540.3</b>
yoy	19.8%	17.9%	16.3%	13.5%
<b>园区开发与运营</b>	<b>28,230.0</b>	<b>33,702.8</b>	<b>39,329.8</b>	<b>46,602.5</b>
yoy	126.3%	19.4%	16.7%	18.5%
<b>园区物业销售收入</b>	<b>15,604.5</b>	<b>17,514.6</b>	<b>18,874.9</b>	<b>20,939.3</b>
yoy	219.7%	12.2%	7.8%	10.9%
<b>土地出租收入</b>	<b>124.5</b>	<b>130.7</b>	<b>130.7</b>	<b>130.7</b>
yoy	13.8%	5.0%	0.0%	0.0%
<b>出租性物业租赁收入</b>	<b>2,893.4</b>	<b>3,276.2</b>	<b>4,095.5</b>	<b>5,535.2</b>
yoy	2.4%	13.2%	25.0%	35.2%
公寓及住宅	<b>911.2</b>	<b>1,002.4</b>	<b>1,102.6</b>	<b>1,221.4</b>
yoy	7.9%	10.0%	10.0%	10.8%
写字楼	<b>359.1</b>	<b>395.0</b>	<b>486.2</b>	<b>710.9</b>
yoy	-28.2%	10.0%	23.1%	46.2%
厂房	<b>557.5</b>	<b>590.9</b>	<b>647.6</b>	<b>738.3</b>
yoy	-8.7%	6.0%	9.6%	14.0%
商铺及商业中心	<b>915.4</b>	<b>1,107.6</b>	<b>1,642.6</b>	<b>2,604.8</b>
yoy	19.0%	21.0%	48.3%	58.6%
其他	<b>150.3</b>	<b>180.4</b>	<b>216.4</b>	<b>259.7</b>
yoy	48.9%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>酒店业务收入</b>	<b>511.4</b>	<b>601.3</b>	<b>714.3</b>	<b>831.2</b>
yoy	-34.1%	17.6%	18.8%	16.4%
<b>物业管理收入</b>	<b>8,635.1</b>	<b>11,695.9</b>	<b>15,006.1</b>	<b>18,632.5</b>
yoy	42.1%	35.4%	28.3%	24.2%
<b>其他业务收入</b>	<b>461.0</b>	<b>484.1</b>	<b>508.3</b>	<b>533.7</b>
yoy	-	5.0%	5.0%	5.0%
<b>邮轮产业建设与运营</b>	<b>133.3</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>120.0</b>
yoy	-79.2%	-25.0%	0.0%	20.0%
<b>总营业收入</b>	<b>129,620.8</b>	<b>153,176.8</b>	<b>178,235.9</b>	<b>204,262.8</b>
yoy	32.7%	18.2%	16.4%	14.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 毛利率

如前文分析, 我们测算得到公司未结算部分毛利率较上半年结算部分有小幅提升, 后续毛利率下滑压力较小, 因此判断 2021/2022/2023 年社区开发与运营业务毛利率为 21.1%/21.7%/22.5%。其它业态毛利率预测如下表:

图表 118: 公司毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
社区开发与运营	33.5%	22.9%	21.1%	21.7%	22.5%
园区开发与运营	42.3%	49.8%	45.0%	40.0%	35.0%
邮轮产业建设与运营	32.3%	-74.5%	-20.0%	0.0%	30.0%
综合毛利率	34.6%	28.7%	26.3%	25.7%	25.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 3. 业绩

我们预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 133.4/151.7/174 亿元, 增速分别为 8.9%/13.7%/14.7%, EPS 为 1.68/1.91/2.2 元。

## 6.2 估值

### 6.2.1 NAV 法

#### (1) 开发物业 NAV:

我们对公司开发性物业总土储进行资产价值重估，根据以下假设，测算得到 2022 年开发性物业的权益现金流折现总额为 1962 亿元。

图表 119: NAV 关键假设

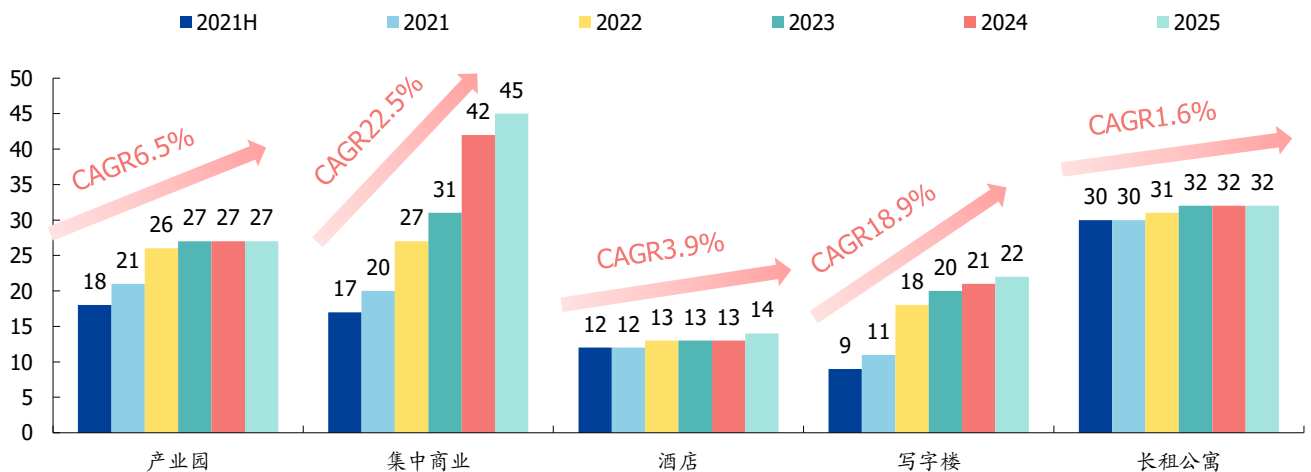
假设项	假设参数	说明
未来三年售价涨幅	5%, 4%, 3%	售价增速趋缓。
一二三线城市单方建安成本	6000, 5000, 4000 元/m <sup>2</sup>	行业经验值。
结算进度	按照项目大小分 2.5-3.5 年结算	行业经验值，根据项目区位和市场景气度调整。
销售、管理费用率	2.3%, 1.5%	根据公司历史费效比算出。
债务成本	4.60%	公司 2021H 综合融资成本。
WACC	9.15%	计算得到的加权资本成本。

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

#### (2) 持有物业 NAV:

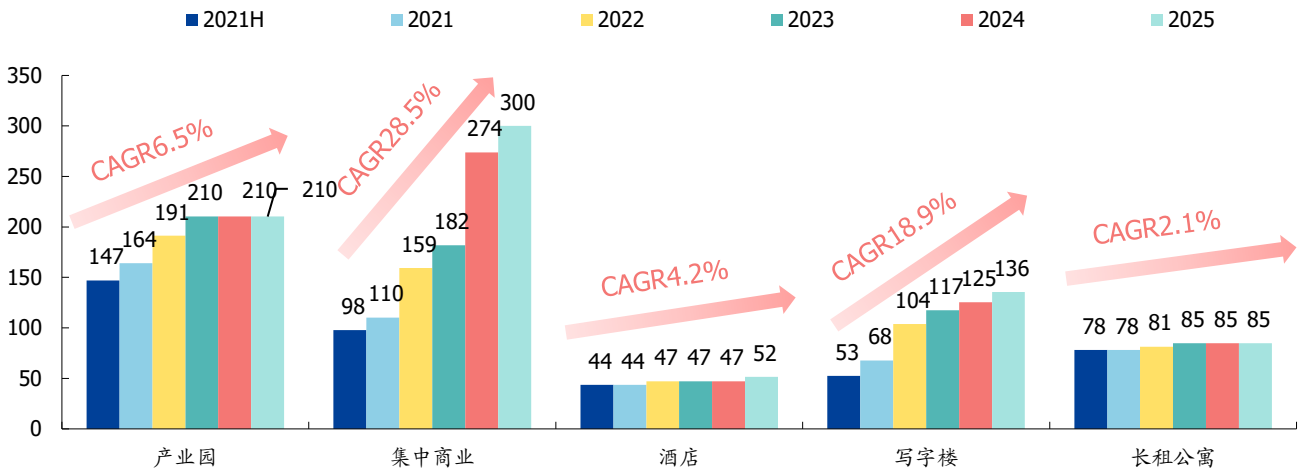
公司未来五年内的待开业项目以集中商业、写字楼和产业园为主，其中集中商业和写字楼扩张速度最快，产业园、酒店和长租公寓扩张速度较慢。截至 2021H1 公司披露的主要持有物业有（包括非并表项目）：产业园已开业项目 18 个（总建面 147 万方，下同），待开业项目 9 个（63 万方），相当于未来 5 年已开业项目数 CAGR 为 6.5%（建面 CAGR6.4%）；集中商业已开业 17 个（98 万方），待开业 28 个（202 万方），CAGR22.5%（28.5%），且待开业项目平均计容建面积为 7.2 万方，较已开业项目的 5.7 万方有显著提升；酒店已开业 12 个（44 万方），待开业 2 个（8 万方），CAGR3.9%（4.2%）；写字楼已开业 9 个（53 万方），待开业 13 个（83 万方），CAGR18.9%（18.9%）；长租公寓已开业 30 个（78 万方），待开业 2 个（7 万方），CAGR1.6%（2.1%）。

图表 120: 截至 2021 年中期公司披露的主要持有物业已开业项目数量以及预计 2021-2025 年每年已开业项目数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

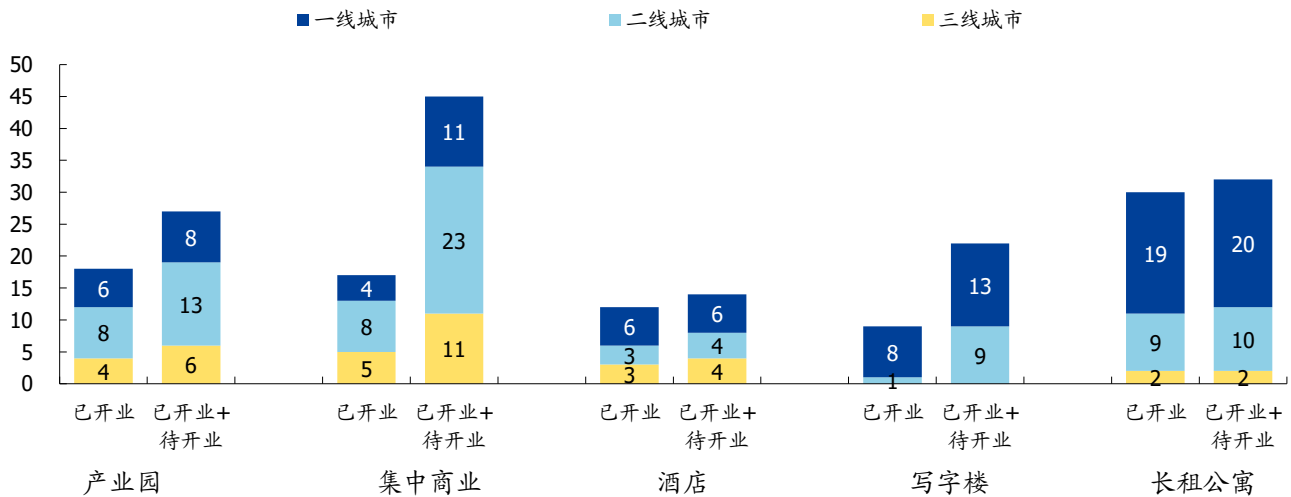
图表 121: 截至 2021 年中期披露的主要持有物业已开业项目总建面以及预计 2021-2025 年每年已开业项目总建面 (单位: 万方)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

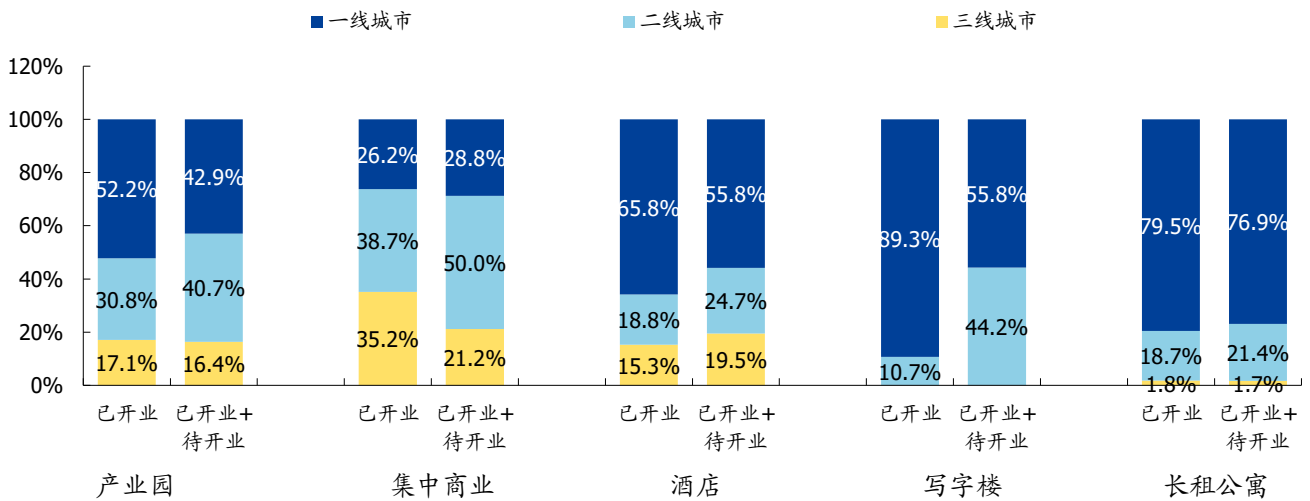
公司主要的持有物业项目集中于一二线城市, 除酒店外未来开业项目总建面在一二线城市占比将进一步增加。截至 2021 年中期, 公司已开业集中商业项目在一二三线分别有 4/8/5 个, 建面占比为 26%/39%/35%, 运营收入占比分别为 34%/33%/33%。目前在手的 5 年内待开业项目在一二三线分别有 7/15/6 个, 建面占比分别为 30.1%/55.5%/14.4%。公司未来在三线城市的集中商业布局将显著降低。

图表 122: 截至 2021 年中期, 公司主要的持有物业 (已开业/待开业) 在不同城市能级的数量分布



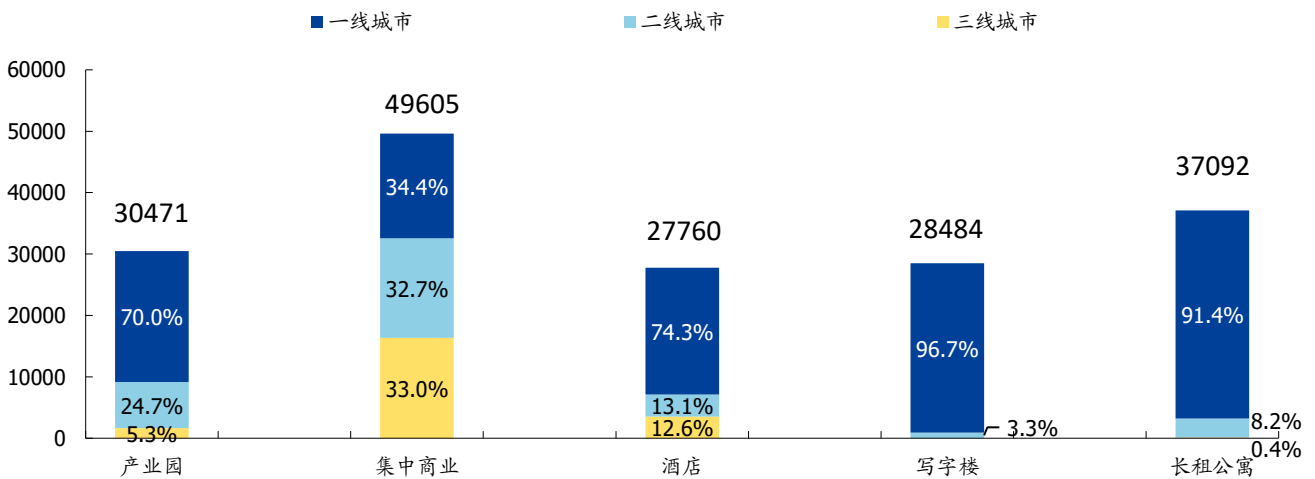
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 123: 截至 2021 年中期, 公司主要的持有物业 (已开业/待开业) 在不同城市能级计容建面占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 124: 截至 2021 年中期, 公司主要持有物业运营收入以及在不同城市能级分布 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们使用 EBITDA/资本化率的方法对持有物业进行估值, 根据下表的各项假设, 测算得到 2022 年公司持有物业的 NAV 为 969 亿元。



图表 125: 持有物业 NAV 主要假设

假设项	假设参数
平均运营收入(元/月/平)	假设增速为 0%，待开业项目首年平均运营收入假设为所有已开业项目平均值
出租率	成熟期项目假设不变，成长期项目每年增长 2%-10%
EBITDA Margin	产业园 75%，酒店 70%，写字楼 75%，集中商业 65%，长租公寓 90%
Cap rate (参考戴德梁行报告)	产业园：一线城市 5.3%-5.5%，二线城市 6.1%，三线城市 7% 酒店/长租公寓：一线城市 5.2%-5.4%，二线城市 6.1%，三线城市 7% 写字楼：一线城市 4.7%-5.1%，二线城市 5.9% 集中商业：一线城市 5%-5.2%，二线城市 5.7%，三线城市 6.3%
WACC	9.15%，计算得到的加权资本成本，跟前文一致

资料来源：公司公告，戴德梁行《不动产资本化率调研报告》，国盛证券研究所

综上，2022 年开发性物业的资产价值预计为 1962 亿元，持有性物业的资产价值为 969 亿元，偿付净负债 870.8 亿后，重估后的净资产价值为 2060.2 亿元，每股折扣前 NAV 价值为 26 元，当前股价 11.1 元，对应折价幅度为 57.3%。按照 35% 的折价率计算，得到 2022 年公司合理市值为 1339.1 亿元，每股 16.9 元。

图表 126: 招商蛇口 NAV 计算

NAV 计算 (亿元)	2021E	2022E
开发性物业资产价值	1797.6	1962.0
持有物业资产价值	887.8	969.0
<b>总资产价值</b>	<b>2685.3</b>	<b>2931.0</b>
2020 年净负债	870.8	870.8
<b>净资产价值</b>	<b>1814.6</b>	<b>2060.2</b>
股数 (亿股)	79.2	79.2
<b>NAV/sh (元/股)</b>	<b>22.9</b>	<b>26.0</b>
最新股价	11.1	11.1
NAV 折让幅度	-51.5%	-57.3%

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

## 6.2.2PE 法

根据前文，我们预测 2022 年公司归母净利润为 151.7 亿元，其中：

(1) 销售物业归母净利润 137.7 亿元。考虑到公司央企背景受益于行业集中度提升，销售增速快营收增长确定性高，前期低毛利项目集中结算使得利润率下行空间相对较小，盈利向上弹性较大，且土储资源丰富能够支撑中长期发展，因此相对可比公司给予一定溢价，按照 2022 年 6xPE，对应估值测算为 820.7 亿元。

(2) 预计出租性物业归母净利润 11.1 亿元。公司正大力发展持有物业，计划到 2025 年达到“百个购物中心+百亿持有营收”，考虑到公司目前在手项目较多，且通过收并购+自建的方式快速扩店，预计运营收入增速 CAGR 可达 24% 左右，给予 20xPE，对应估值测算为 221.3 亿元。

(3) 预计物业管理业务净利润为 3.8 亿元，按照可比公司 2022 年 PE 均值 18x 进行测算，得到物业管理业务价值 70 亿元。

综上，预测公司 2022 年整体价值为 1111.9 亿元。

图表 127: 销售物业可比公司

公司	股票代码	总营收 (百万 元)		归母净利润 (百万元)		股价(人民 币元/股)	EPS (元每股)			PE (倍)		
		2020	2020	2021E	2022E		2021/11/22	2020	2021E	2022E	2020	2021E
万科 A	000002.SZ	3,854.7	404.9	445.8	512.6	19.2	3.49	3.84	4.41	5.51	5.01	4.36
保利地产	600048.SH	2,415.4	283.3	324.1	383.1	14.1	2.37	2.71	3.20	5.96	5.21	4.41
金地集团	600383.SH	610.2	96.4	112.9	132.3	10.3	2.14	2.50	2.93	4.83	4.12	3.52
华润置地	1109.HK	1,467.6	274.9	317.7	354.0	28.7	3.85	4.45	4.96	7.45	6.45	5.79
龙湖集团	0960.HK	1,636.0	183.7	254.0	298.7	32.9	3.34	4.18	4.92	9.85	7.87	6.69
均值										6.72	5.73	4.95

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2021E/2022E 的归母净利润/EPS 为 Wind 一致预期)

图表 128: 物业管理业务可比公司

公司	股票代码	总营收 (百万元)	归母净利润 (百万元)	股价(港元 /每股)	股价(人民 币元/股)	EPS (元每股)			PE (倍)		
						2020	2021E	2022E	2020	2021E	
中海物业	2669.HK	5,514.1	589	7.9	6.5	0.21	0.28	0.37	30.75	23.06	17.45
保利物业	6049.HK	8,038.0	674	53.0	43.5	1.22	1.60	2.12	35.64	27.18	20.51
绿城服务	2869.HK	10,113.9	710	7.3	6.0	0.23	0.29	0.39	25.90	20.54	15.27
融创服务	1516.HK	4,624.4	601	13.1	10.8	0.25	0.41	0.65	43.13	26.30	16.59
均值									35.91	25.89	18.22

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2021E/2022E 的 EPS 为 Wind 一致预期)

最后我们对两种方法取平均，得到公司整体价值为 1225.5 亿元，对应 15.5 元/股。

## 风险提示

**(1) 持有物业收入不及预期**，资产转化落地速度不及预期。由于越来越多的房企开始着力发展购物中心，该赛道竞争愈加激烈，可能对公司持有物业扩张速度造成影响，导致持有物业收入增速不及预期。

**(2) 物业销售增长不及预期**。今年下半年开始行业销售增速快速下滑，如果行业景气度持续下行，也可能对公司的销售增速造成影响，导致开发物业收入增长不及预期；

**(3) 毛利率下滑速度超预期**。如果房价下行会导致公司毛地货比提升带来毛利率下行压力。

**(4) 关键假设可能存在误差**。报告的诸多分析均基于一定的关键假设，可能与真实情况存在误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com