

招商蛇口 (001979.SZ) 央企龙头逆周期扩张，管理工具助提质增效

2022年10月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

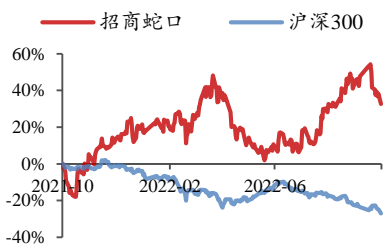
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/10/24
当前股价(元)	14.68
一年最高最低(元)	17.70/9.35
总市值(亿元)	1,136.10
流通市值(亿元)	1,135.95
总股本(亿股)	77.39
流通股本(亿股)	77.38
近3个月换手率(%)	32.46

股价走势图



数据来源：聚源

● 央企龙头逆周期扩张，优质土储助力盈利提升，给予“买入”评级

招商蛇口作为资金实力雄厚的央企，在市场下行期投资力度不减，土储优质丰厚，先进管理工具助力开发运营提质增效，我们认为公司有动力和机会实现销售额增长加速，整体盈利水平得到修复。我们预计公司2022-2024年归母净利润为104.7、158.1和182.1亿元，对应2022-2024年EPS为1.35、2.04、2.35元，当前股价对应PE为10.9、7.2、6.2倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 销售增长迅速，土储优质丰厚

2017年至2021年，公司销售规模快速增长，由1128亿元增长至3268亿元，市占率从0.8%提升至1.8%，且未来有进一步提升潜力。2022H1公司销售金额1188亿元，同比下降32.9%，降幅少于TOP100房企平均降幅。2022H1公司拿地26宗，拿地金额637.0亿元，投销比维持在50%以上，拿地金额保持行业前列。2022年1-9月公司在一线城市拿地金额559.2亿元，占比54.6%，显示了深耕一线城市的决心。截至2022H1，公司未竣工口径的土储面积5482万方，对应货值可覆盖2021年全年销售约4倍，充裕土储为未来销售的持续增长奠定基础。

● 多元化业务同发展，数字化建设提升运营效率

公司近年园区业务营收增速明显高于社区板块，招商积余营业收入、在管面积及数量均持续增长。公司坚持践行“三个一”工程，全面提升集中商业、写字楼、公寓、酒店四大业态的操盘水平，利润释放可期。同时公司通过两率系统动态监控，促进后期精准拿地；通过数字化建设工具覆盖项目全周期，提升运营效率。

● 央企资金实力雄厚，盈利未来增长可期

公司作为具有央企背景的开发商，在资金来源以及融资成本上都具有天然优势。公司三道红线一直处于绿档，2022H1平均融资成本降至4.10%，融资成本始终处于行业低位。伴随前期高价地结转完成和一二线优质土储陆续开发，在市场回暖的预期下，拥有强大资金实力央企的盈利水平未来增长可期。

● **风险提示：**市场恢复不及预期、房价调控超预期、多元化业务运营不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	129,621	160,643	189,499	217,913	243,819
YOY(%)	32.7	23.9	18.0	15.0	11.9
归母净利润(百万元)	12,253	10,372	10,466	15,808	18,208
YOY(%)	-23.6	-15.3	0.9	51.0	15.2
毛利率(%)	28.7	25.5	21.6	24.5	25.6
净利率(%)	9.5	6.5	5.5	7.3	7.5
ROE(%)	6.7	5.5	5.0	7.1	7.7
EPS(摊薄/元)	1.58	1.34	1.35	2.04	2.35
P/E(倍)	9.3	11.0	10.9	7.2	6.2
P/B(倍)	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 中国领先的城市和园区综合开发运营服务商.....	4
1.1、 招商局旗下，独特模式助力扩张发展.....	4
1.2、 资源整合，重归地产龙头行列.....	4
1.3、 招商局集团控股，背景实力雄厚.....	5
1.4、 社区、园区、邮轮业务协同发展，打造片区综合生态圈.....	6
2、 销售增长迅速，土储优质丰厚.....	7
2.1、 销售累计高增，市场份额有望加速提升.....	7
2.2、 拿地扩张迅猛，一二线投资额提升.....	8
2.3、 近年来积极扩储，核心区域土储丰厚.....	10
3、 产业园区、持有业务、物业管理、邮轮业务共发展.....	12
3.1、 园区业务：营收逐年提升，毛利率水平稳定.....	12
3.2、 持有业务：提升商业、写字楼、公寓、酒店四大业态的操盘能力.....	13
3.3、 招商积余：“大物业+大资管”为核心主业.....	15
3.4、 邮轮业务：疫情影响遭遇寒冬，未来市场空间大.....	16
4、 管理工具提升运营效率，数字化建设覆盖全周期.....	18
4.1、 坚持践行“三个一”工程，全面提升各业态操盘水平.....	18
4.2、 两率系统动态监控，促进后期精准拿地.....	19
4.3、 数字化运营覆盖全周期，大数据驱动经营决策.....	19
5、 财务结构稳健，盈利能力增长可期.....	20
5.1、 营收业绩稳步上升，投资收益同比下降.....	20
5.2、 利润承压同比下滑，盈利能力行业领先.....	21
5.3、 负债处于行业低位，融资成本优势明显.....	22
6、 盈利预测与投资建议.....	23
7、 风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1： 招商蛇口历经几十年发展出“前港-中区-后城”的蛇口模式.....	4
图 2： 招商蛇口不断发展成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商.....	5
图 3： 截至 2022H1 招商蛇口实际控制人招商局集团直接持有公司 59.53% 的股份.....	5
图 4： 招商蛇口通过三大业务板块打造综合生态圈.....	6
图 5： 社区业务是公司收入的主要来源.....	6
图 6： 招商蛇口 2022H1 签约销售额同比下滑 33%.....	7
图 7： 招商蛇口 2022H1 签约销售面积同比下滑 37%.....	7
图 8： 招商蛇口 2022H1 销售额市占率保持稳定.....	7
图 9： 招商蛇口 2017-2021 年销售同比增速高于行业平均水平.....	7
图 10： 招商蛇口 2021 年拿地金额大幅增长.....	8
图 11： 招商蛇口 2018-2021 年拿地面积保持稳健.....	8
图 12： 招商蛇口 2022H1 拿地权益比有所提升.....	8
图 13： 招商蛇口 2022H1 拿地/销售强度下降.....	8
图 14： 招商蛇口自 2022 年下半年以来新增地块毛利率有回升态势.....	9

图 15: 招商蛇口在头部房企中保持较高投资强度 (拿地金额/销售金额)	9
图 16: 招商蛇口 2022H1 在一线城市拿地金额占比提升	10
图 17: 招商蛇口 2022 年 1-9 月一线城市拿地权益比提升	10
图 18: 招商蛇口多元化拿地能力突出	10
图 19: 招商蛇口截至 2022H1 各区域未竣工土储面积分布均衡	11
图 20: 招商蛇口截至 2022H1 一二线城市未竣工土储面积达 80%	11
图 21: 招商蛇口截至 2022H1 土储分布以核心一二线城市为主	11
图 22: 招商蛇口 2022H1 园区业务营收下降	12
图 23: 招商蛇口 2022H1 园区业务毛利率下降	12
图 24: 招商蛇口重点产业新城项目以沿海布局为主	13
图 25: 招商蛇口共有 8 个重点布局的产业园区项目	13
图 26: 招商蛇口 2022H1 自持物业四大业态均衡发展	13
图 27: 招商蛇口 2019 年-2022H1 集中商业出租率保持相对稳定	14
图 28: 招商蛇口 2022H1 办公业态出租率有所下降	14
图 29: 招商蛇口 2022H1 长租公寓出租率有所下降	15
图 30: 招商蛇口 2022H1 酒店收入显著下降	15
图 31: 招商积余 2019 年来来物管业务营收及占比稳步提升	16
图 32: 招商蛇口打造了四大邮轮母港项目	17
图 33: 招商蛇口 2020 年以来邮轮业务收入大幅下滑	17
图 34: 招商蛇口三大业务管理框架提升管理效率	18
图 35: 招商蛇口“三个一”工程要求提升操盘水平和经营能力	19
图 36: 招商蛇口数字化运营覆盖各个业务板块	20
图 37: 招商蛇口营业收入持续增长	21
图 38: 招商蛇口 2019 年后归母净利润逐步下滑	21
图 39: 招商蛇口 2022H1 盈利水平承压	21
图 40: 招商蛇口三费占比自 2016 年以来不超过 7%	21
图 41: 招商蛇口 2022H1 三道红线维持绿档	22
图 42: 招商蛇口 2019 年来有息负债规模处于行业低位	22
图 43: 招商蛇口 2022H1 平均融资成本降至 4.10%	22
图 44: 招商蛇口截至 2022H1 银行贷款占比达 64%	22
表 1: 招商蛇口社区、园区、邮轮业务协同发展	6
表 2: 招商蛇口 2022-2024 年业绩预计保持稳健增长	23
表 3: 2022 年可比公司对应 PE 均值 7.7 倍	23

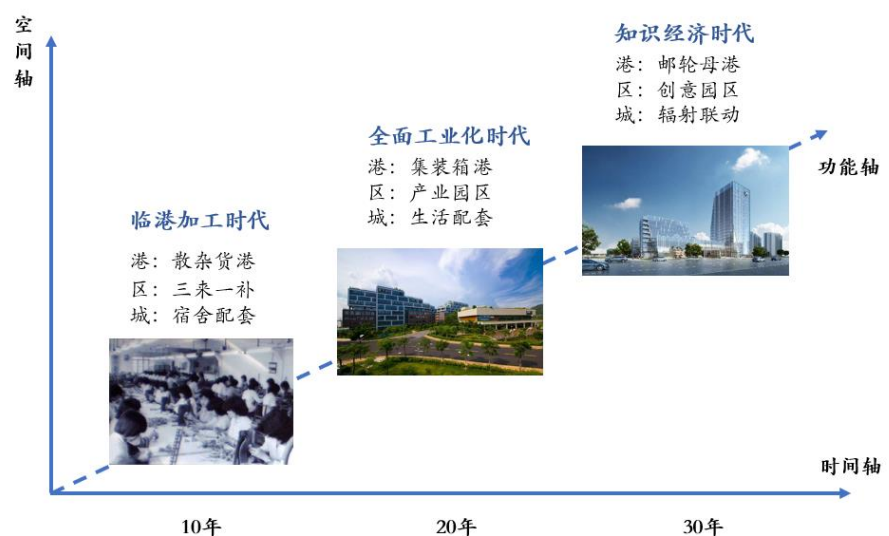
1、中国领先的城市和园区综合开发运营服务商

1.1、招商局旗下，独特模式助力扩张发展

招商局于 1979 年 1 月 31 日经国务院批准在深圳成立，打响改革开放第一炮。1990 年 9 月，招商局蛇口工业区有限公司在原蛇口招商港务有限公司基础上设立了中外合资股份有限公司，即为招商地产前身。1993 年招商港务（招商地产前身）A 股、B 股在深圳证券交易所上市交易，2004 年公司更名为招商地产（证券代码为 000024.SZ）。2015 年 12 月 30 日，招商蛇口以发行股份换股吸收合并的方式吸收合并招商地产，实现资本市场无先例上市，证券代码为 001979.SZ。

招商蛇口在吸收合并招商地产上市后，聚合了原招商地产和蛇口工业区两大平台的独特优势，战略定位为未来中国领先的城市及园区综合开发和运营服务商。公司几十年的发展逐渐摸索出“前港-中区-后城”的蛇口模式，“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，这个模式的实质是城市功能升级、生产方式升级、生活方式升级。在此过程中，招商蛇口积淀了丰富的城区和产业园区综合开发运营经验，不仅培养了实践经验丰富的管理团队、锻造了各项资源的综合整合能力，也形成了完整的综合开发体系，获得了应有的商业利益，为片区及城市的发展带来了较大的社会效益。

图1：招商蛇口历经几十年发展出“前港-中区-后城”的蛇口模式



资料来源：公司推介报告

1.2、资源整合，重归地产龙头行列

作为改革开放起源地深圳蛇口片区的开发建设者，公司经过 42 年的不断发展与变革，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。回顾发展历程，招商蛇口的形成历经三个阶段：

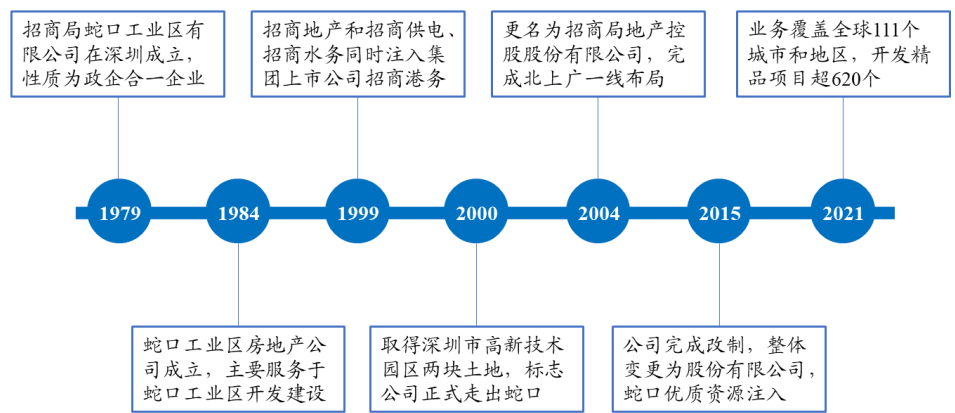
(1) 公司房地产业务前身为 1981 年在蛇口工业区建设指挥部成立的房地产科，1984 年在其基础上蛇口工业区房地产公司成立，当时主要服务于蛇口工业区开发建设。1997 年蛇口房地产公司正式更名为深圳招商地产，并于 1999 年和招商供电、招

商水务同时注入集团旗下上市公司招商港务，至此公司地产业务发展正式拉开序幕。

(2) 2000 年公司取得深圳市高新技术园区两块土地，标志公司正式走出蛇口。2001 年公司陆续剥离港口和石化分销业务，集中资源拓展房地产，在 2004 年完成北京、上海、广州一线城市布局，并逐步向珠三角、长三角、环渤海区域和具有发展前景的次级经济区域的主要城市拓展，进行全国化布局。2014 年，公司初步完成全国化布局，克尔瑞销售规模排名位列 14 名。

(3) 为更大力度支持公司地产业务发展，2015 年集团将其蛇口优质资源注入公司，全面推进快周转策略，拿地、销售规模快速扩张，2017 年整体销售规模突破十亿，2021 年销售额突破 3000 亿，克尔瑞销售规模排名位列 7 名，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2：招商蛇口不断发展成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商

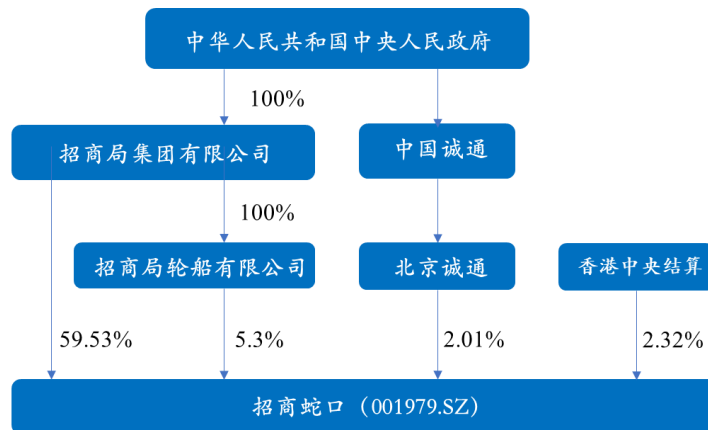


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.3、招商局集团控股，背景实力雄厚

截至 2022H1，公司实际控制人为招商局集团，直接持有公司 59.53% 的股份。此外，通过其子公司招商局轮船有限公司间接持有公司 5.3% 的股权，母公司对子公司的表决权比例达到 64.83%。

图3：截至 2022H1 招商蛇口实际控制人招商局集团直接持有公司 59.53% 的股份



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.4、社区、园区、邮轮业务协同发展，打造片区综合生态圈

招商蛇口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。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。

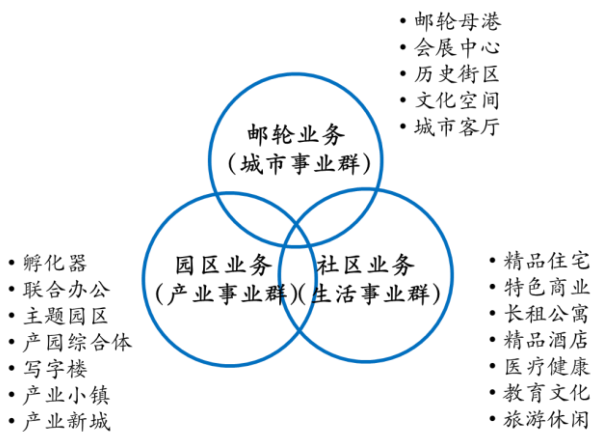
表1：招商蛇口社区、园区、邮轮业务协同发展

生产方式升级	生活方式升级	城市功能升级
厘米： 国家级互联网创业孵化器与天使投资平台	精品住宅： 行业领先的依/雍/臻/玺系列住宅与智慧社区	邮轮母港： 全球领先的游客集散中心与邮轮度假目的地
创库： 秉承“双创”基因的联合办公整体解决方案	花园城： 美好生活的商业配套，花园式优悦生活中心	会展综合体： 全球最大的信息交流中心与高端商务聚集地
网谷： 行业领先的科技创新类中小微企业集聚园区	壹间公寓： 中国领先的全系列集中式品牌长租公寓	海上世界： 包容都市精英心灵，最自在的滨海多元综合体
意库： 行业领先的文化创意类中小微企业集聚园区	精品酒店： 国际水准、专业品牌的度假型和商务型酒店	文化艺术中心： 国际水准的文化艺术展示、互动与交流空间
科技园： 行业领先的科技创新类中大型企业集聚园区	观颐之家： 国际水准的中高端服务式养老公寓及护理院	价值工厂： 挖掘历史底蕴的老旧厂房改造与文化交流
招商局广场： 服务于产业升级创新的高端商务旗舰写字楼	招商力宝医疗（筹划中）： 国际水准的现代酒店式精品专科医院及疗养	历史街区： 溯源寻根、品味历史的都会人文旅游地标

资料来源：公司推介报告，开源证券研究所

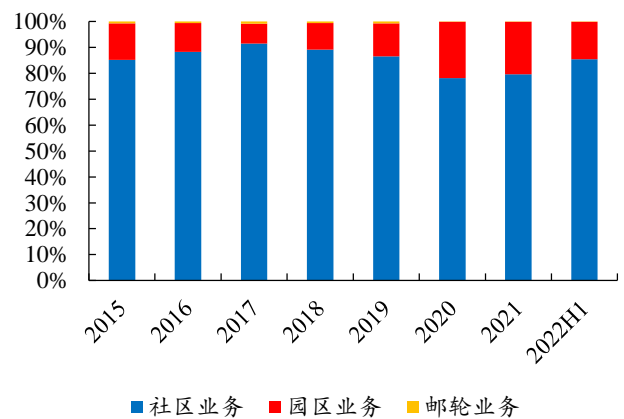
2021年由于结转规模大幅增长，加上蛇口产业园REITs上市，公司结算业绩大增，实现营业收入1606.43亿元，同比增长23.9%。2022H1公司结转规模继续增长，实现营收575.6亿元，同比增长28.9%，社区、园区和邮轮业务占总营业收入比分别为85.5%、14.4%和0.1%。公司收入最大来源是社区的住宅业务，园区业务随着不断扩张逐渐成为新增长极，2020-2021年收入占比均超过20%，2022H1受疫情影响收入占比下滑。

图4：招商蛇口通过三大业务板块打造综合生态圈



资料来源：公司公告，开源证券研究所

图5：社区业务是公司收入的主要来源



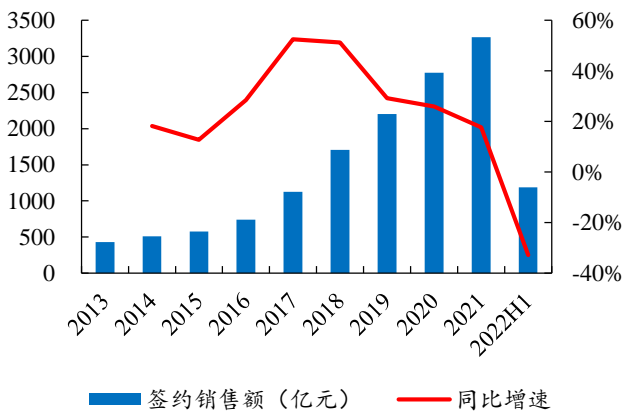
数据来源：Wind，开源证券研究所

2、销售增长迅速，土储优质丰厚

2.1、销售累计高增，市场份额有望加速提升

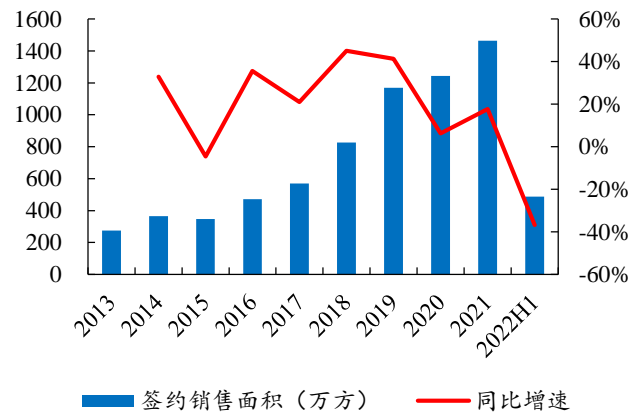
销售规模增长迅速，市场份额加速提升。2013年至2021年，公司销售规模快速增长。销售金额由432亿增长至3268亿，销售面积由274万方增长至1464万方，克而瑞全口径销售金额排名从15名提升至第7名，市占率（签约销售额占全国商品房销售额比重）从2013年的0.5%逐年提升至2021年的1.8%，随着行业集中度提升，公司市占率有望进一步增长。2022H1公司累计签约销售金额1188亿元，同比下降32.9%，降幅高于商品房销售额降幅，但少于TOP100房企平均降幅。

图6：招商蛇口 2022H1 签约销售额同比下滑 33%



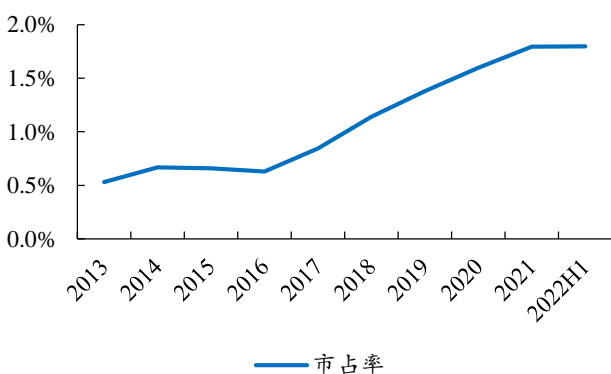
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：招商蛇口 2022H1 签约销售面积同比下滑 37%



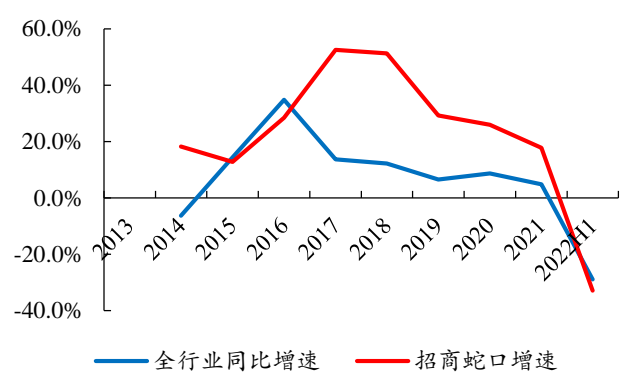
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：招商蛇口 2022H1 销售额市占率保持稳定



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图9：招商蛇口 2017-2021 年销售同比增速高于行业平均水平



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

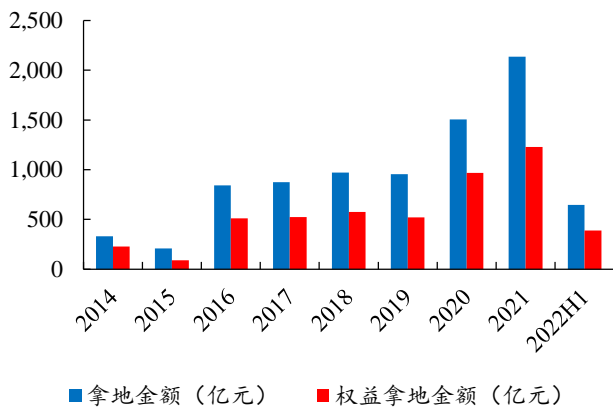
我们认为，公司近十年保持高速增长的主要源于其一城一模的投资方式及对重点城市的持续深耕战略，实现了规模效应，提升了品牌影响力，节省了销售成本。2021年，公司聚焦开发业务操盘能力提升，发力品质与服务，促进运营提质、经营提效，实现开发业务板块主要业绩指标实现有质量的增长。同时公司继续执行区域聚焦、城市深耕，优先布局高能级核心城市的战略，2022H1公司在上海、合肥、苏

州、西安等 14 个城市销售规模居当地前十，城市深耕取得阶段性成效。

2.2、拿地扩张迅猛，一二线投资额提升

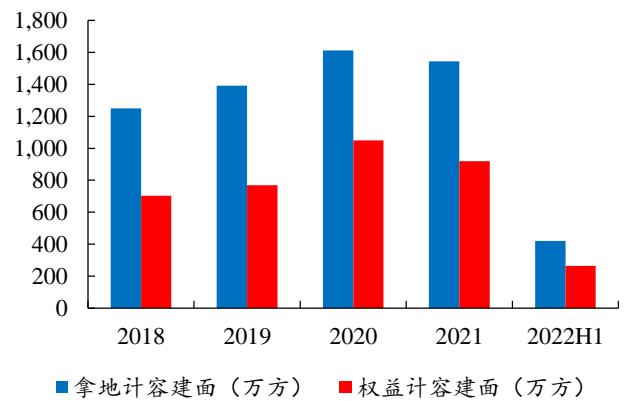
拿地扩张积极，新增土地利润有所改善。在投资拿地层面，公司围绕区域及城市深耕，优先布局能级高的核心城市。2021 年公司累计获取土地 113 宗，较 2020 年增加 15 宗，拿地金额 2135 亿元；2022H1 公司拿地 26 宗，拿地金额 646 亿元，拿地金额保持行业前列。从拿地权益比来看，2021 年由于合作拿地较多土地权益比未及 60%；2022H1 公司调整策略将拿地权益比提升至 60% 以上。从拿地金额/销售金额占比来看，公司 2021 年和 2022H1 投销比分别为 65.3% 和 54.4%，稳定在 50% 以上，拿地扩张有条不紊。从我们预估的拿地货值和毛利率来看，公司自 2022 年以来月度拿地货值不断走高，且自 2022 年下半年以来新增土地测算毛利率改善较明显。

图10：招商蛇口 2021 年拿地金额大幅增长



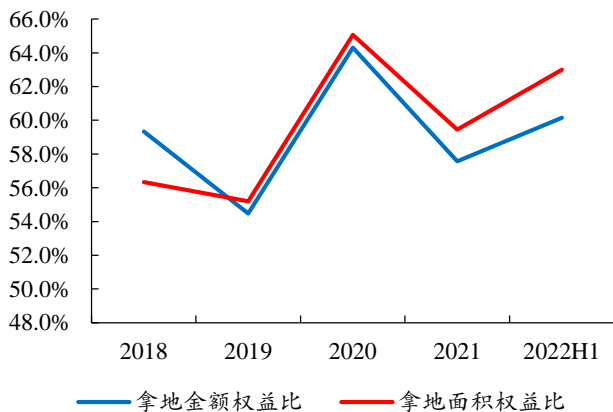
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：招商蛇口 2018 -2021 年拿地面积保持稳健



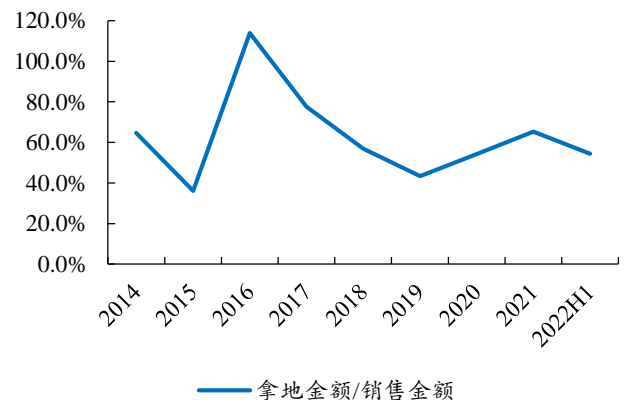
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：招商蛇口 2022H1 拿地权益比有所提升

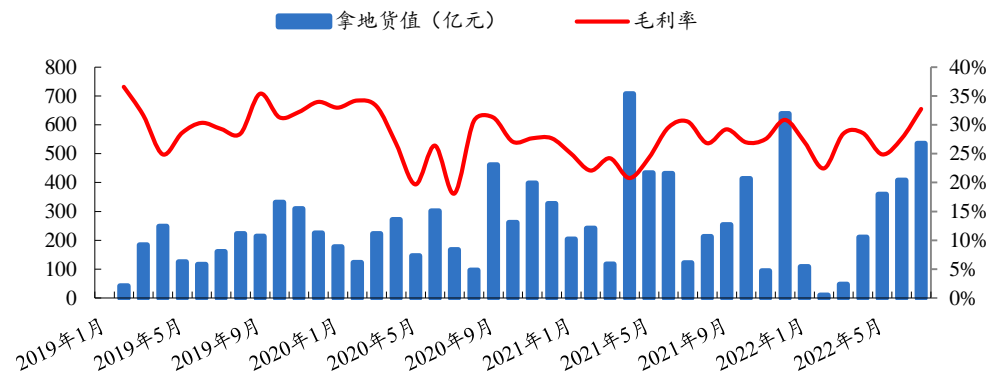


数据来源：公司公告、开源证券研究所

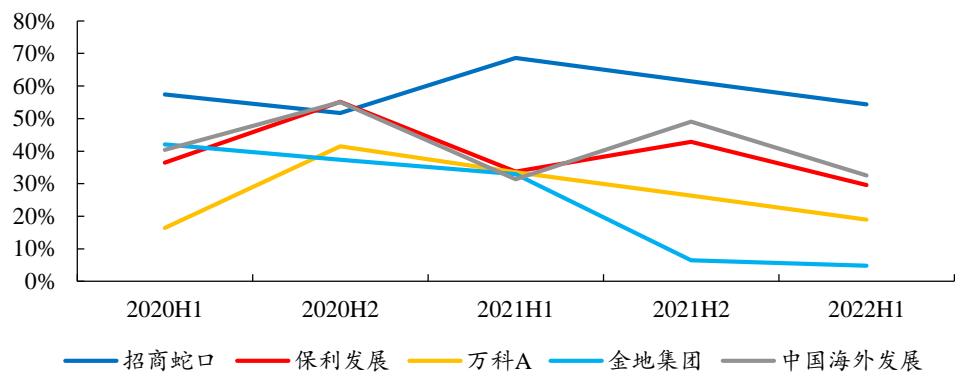
图13：招商蛇口 2022H1 拿地/销售强度下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：招商蛇口自 2022 年下半年以来新增地块毛利率有回升态势


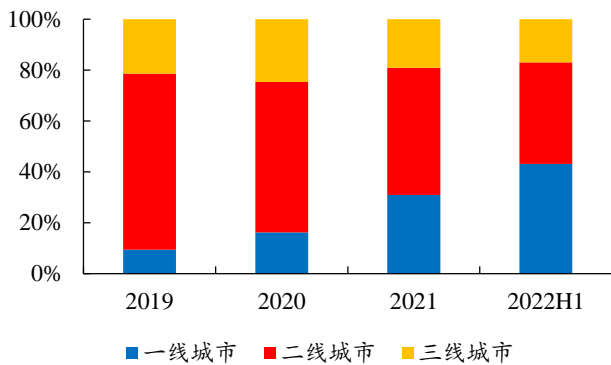
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：招商蛇口在头部房企中保持较高投资强度（拿地金额/销售金额）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

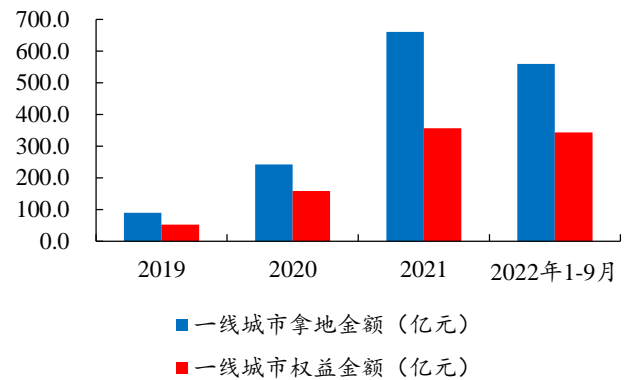
从拿地布局来看，公司围绕区域聚焦、城市深耕，优先布局高能级核心城市。2021年，公司在划定的“强心30城”中权益地价投入占总投资额的比重达90%，前10城投资占比达到62%，单城资源投放近30亿元，重点布局上海、南京、广州、杭州、武汉、重庆等核心城市，位于国家重点城市群长三角和粤港澳的投资比重超70%。2021年，公司在一线城市拿下20宗地块，拿地金额660.6亿元；2022年1-9月，公司在一线城市拿地金额559.2亿元，占比54.6%，在上海前三批次供地拿下10宗地块，显示出公司深耕一线城市的决心和信心。

图16: 招商蛇口 2022H1 在一线城市拿地金额占比提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 招商蛇口 2022 年 1-9 月一线城市拿地权益比提升



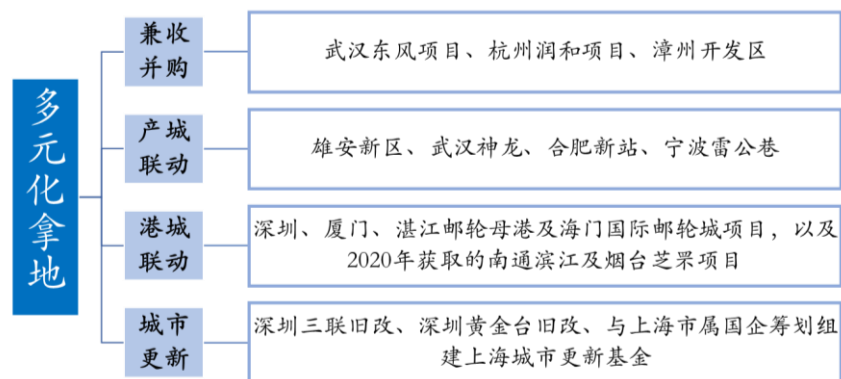
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司拿地方式多元化, 坚持多渠道投资拓展。(1) 兼并收购。公司于 2018 年上半年收购了招商局集团持有的漳州公司 78% 的股份, 双鱼岛土地使用权面积 225.09 万方待开发; 2021 年落地的单项目收并购共 12 宗, 累计补充项目资源 106 万平方米。

(2) 产城和港城联动。2021 年公司在产城联动方面获取项目 9 宗, 包括雄安新区、武汉神龙、合肥新站、宁波雷公巷等, 补充土储约 215 万平方米。

(3) 城市更新。公司主要以深圳作为城市更新核心区域, 代表性项目包括深圳三联旧改、深圳黄金台旧改等, 2021 年新获取大湾区 3 个项目前期服务商资格, 全年斩获 14 个旧改项目排他资格, 预估土地储备面积 510 万平方米、货值超 1200 亿元。此外公司与上海市属国企筹划组建总规模约 800 亿元的上海城市更新基金, 定向用于投资旧区改造和城市更新项目。我们认为, 依托母公司招商局强大的央企背景及深耕区域多年的政企关系, 招商蛇口在未来仍具有实力获取体量大、拿地成本低的各类多元化项目。

图18: 招商蛇口多元化拿地能力突出



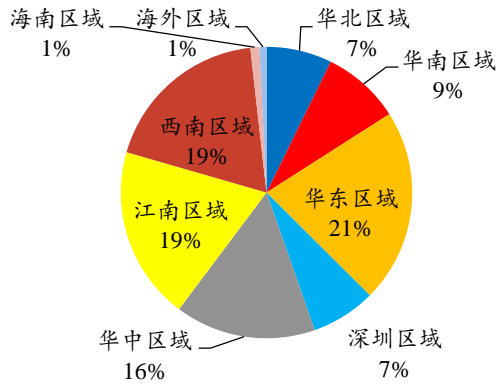
资料来源: 公司公告、证券市场红周刊、开源证券研究所

2.3、近年来积极扩储, 核心区域土储丰厚

土地储备充足, 核心区域占比较高。截至 2022H1 公司未竣工口径的土储面积 5482 万方, 按 2022H1 公司销售均价 2.44 万/平米估算, 对应未结转货值 13376 亿元, 可覆盖 2021 年全年销售 3268 亿元约 4 倍, 公司充裕土储奠定未来销售持续增长基

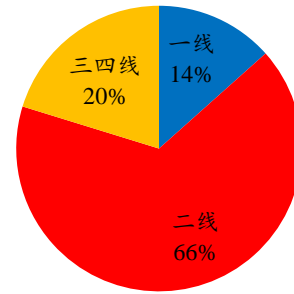
础。按区域划分，华东区域、江南区域、西南区域和华中区域土储占比较高，均超过15%，深圳区域占比7%，土储结构较优质。从城市能级来看，公司在一二线城市土储面积达到了80%，未来土储去化安全垫较高。

图19：招商蛇口截至 2022H1 各区域未竣工土储面积分布均衡



数据来源：公司公告、开源证券研究所

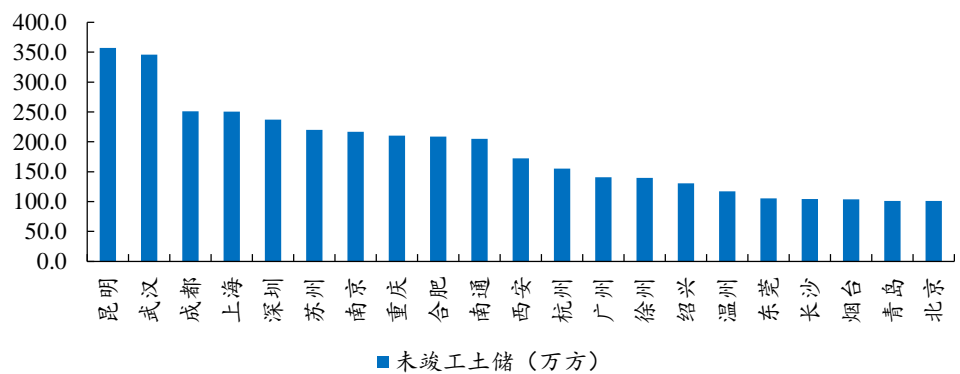
图20：招商蛇口截至 2022H1 一二线城市未竣工土储面积达 80%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从各城市土储面积分布来看，公司在 10 个城市土储面积超过 200 万方，21 个城市土储面积超过 100 万方，其中 2019 年在昆明合作拿下 1690 亩空港经济区的超级大盘，在昆明土储超过 350 万方，武汉、成都、南京、深圳、上海、苏州等都是公司多年深耕的核心城市，每年均能持续性新增土储。公司土储分布以沿海核心一二线城市及中西南省会城市为主，能够充分把握核心城市人口、产业外溢带来的住房需求。

图21：招商蛇口截至 2022H1 土储分布以核心一二线城市为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为，未来两年内公司社区业务将持续保持高速增长。区域选择层面，公司一直深耕重点区域，布局华东华南区域一二线城市及中西部核心省会城市，2021 年及 2022H1 新增土储中一二线城市占比均超过 80%，对这些区域的投资不仅力度较大，而且有很长的持续性，借助核心城市的发展红利和人口红利，未来销售去化有很大保障。具体战略层面，公司针对国家的“一城一策”提出了“一城一模板”，从发展、设计、成本、工程、营销和财务等六个维度入手，按照当地城市的政府政策、

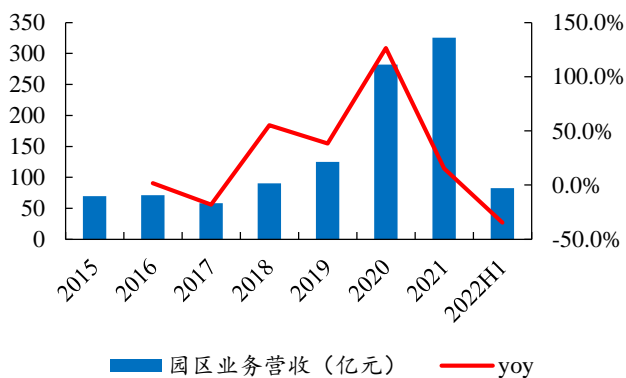
市场状况建立差距清单，进行对标管理、实施运用，全面提升了操盘能力，并通过规模效应提升了品牌影响力，节省了各项成本管控费用。土地储备层面，公司目前土地储备充足，可满足未来约四年的开发需求，核心区域的优质资产也保证了项目的高去化速度及利润回报，同时从公司 2020 年以来投销比维持在 50% 以上，投资力度较强，依托母公司的资金实力及低融资成本，我们预计公司销售额将稳步增长，市占率进一步提升。

3、产业园区、持有业务、物业管理、邮轮业务共发展

招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，以“成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为目标，通过独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。园区开发与运营主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等业态涉及的开发销售及运营管理业务以及物业管理业务。

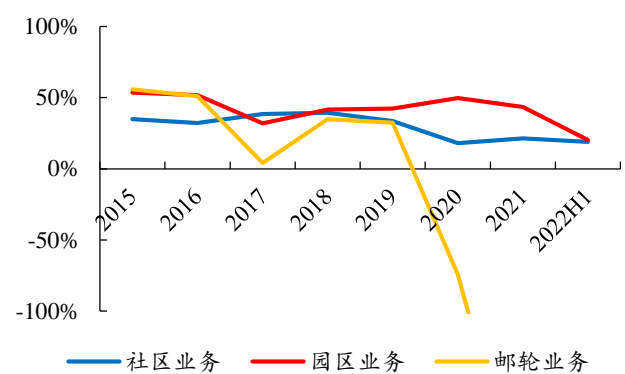
近年来园区开发与运营业务板块的营收增速明显高于社区开发与运营板块。2021 年由于深圳前海启动区一期大额结转，园区业务累计收入增长至 325.33 亿元，营收占比 20.3%，贡献毛利润 141.0 亿元，毛利润占比 34.5%，毛利率 43.3%。相较于社区业务，园区业务用 20.3% 的营业收入贡献了 34.5% 的毛利润，业绩贡献作用显著。但 2022H1 由于疫情影响租金减免，园区业务收入减少，毛利率承压下降。

图22：招商蛇口 2022H1 园区业务营收下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：招商蛇口 2022H1 园区业务毛利率下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、园区业务：营收逐年提升，毛利率水平稳定

公司园区业务目前已经布局国内长三角、粤港澳大湾区、长江经济带及一带一路沿线国家，主要从创新孵化空间、特色产业园区和产业新城三个维度进行布局。公司目前共有 8 个重点布局的产业新城，分布在广东、福建、江苏、武汉、北京五个区域；产业园区布局 15 个城市，主要以沿海城市群为主。截至 2021 年底，招商蛇口产业新城项目总合作面积约 468 平方公里，运营管理的产业园区项目（网谷/意库/智慧城）规划建面约 475 万平方米。园区内还具备创新孵化基地——招商创库，布局 9 个城市，目前运营期项目 7 个，建筑面积 4.7 万平方米。

2021 年，公司以“找差距、定目标、抓落实、重牵引、再提升”为总体思路，

推行“一园一策”专项工作，做精存量每个园区，提升园区经营水平。在园区发展方面，公司持续完善产业组织构建，储备产业资源及生态合作伙伴，发挥产业基金联动作用，吸引优质企业落地。公司立足于服务国家战略，为新发展格局增添新动力，有序推进中白工业园、吉布提项目，漳州开发区、海南自贸港、前海蛇口自贸区以及雄安新区等重点区域重点项目的开发建设。

2021年公司原持有的万融、万海大厦为基础资产的博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金（基金简称“蛇口产园”，基金代码“SZ.180101”）在深圳证券交易所上市，成为国内首批9单基础设施REITs之一，开辟了产业园区“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式与投融资机制，为新兴、创新产业的发展提供有力支撑。

图24：招商蛇口重点产业新城项目以沿海布局为主



资料来源：公司官网

图25：招商蛇口共有8个重点布局的产业园区项目

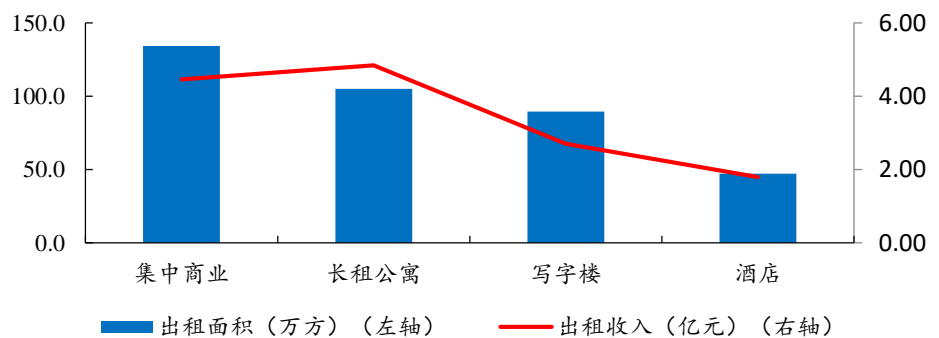


资料来源：公司官网

3.2、持有业务：提升商业、写字楼、公寓、酒店四大业态的操盘能力

面对行业寒冬，公司秉持持有业务“双百”战略，梳理城市商业潜在价值机会，明确以“一二线核心商业为主、二三线区域绝对核心为辅”的商业拓展思路，以“一业态一模板”为抓手提升集中商业、公寓、写字楼、酒店四大业态的操盘能力，逐步补齐持有业态经营短板。截至2022H1，公司实现出租收入15.93亿元，同比减少4.61%，总体出租率80%。

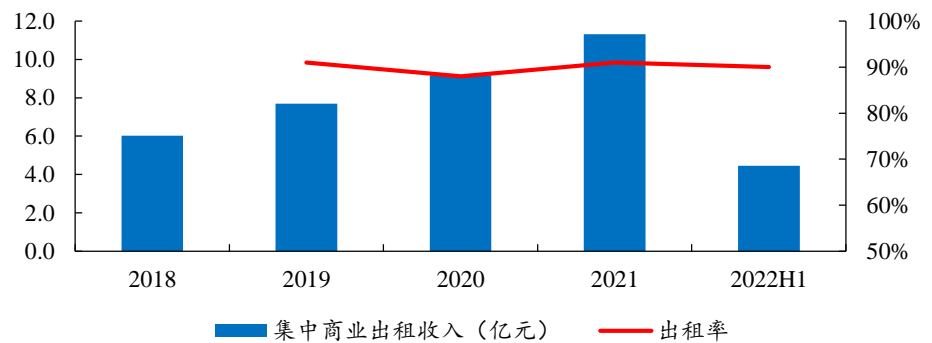
图26：招商蛇口2022H1自持物业四大业态均衡发展



数据来源：公司公告、开源证券研究所

集中商业：公司于 2020 年提出集中商业的“双百计划”——2025 年实现 100 个购物中心、100 亿持有物业收入。作为公司十四五战略四大核心 IP 之一，集中商业“一业态一模板”以提升 EBITDA 回报率为目标，重塑全产业链标准，全面提升资源获取、开发建设和运营管理能力。2022H1 公司商业文商旅体综合体常熟琴湖溪里正式开业，招商率达 100%，开业率达 91%，开业首日客流破 15 万人次。截至 2022H1，公司主要在营集中商业项目共计 29 个，布局在上海、深圳、南京、苏州、成都和重庆等 16 个城市。公司集中商业项目目前已具备一定商业基础，同时具备优质资源和运营支持，未来发展值得期待。

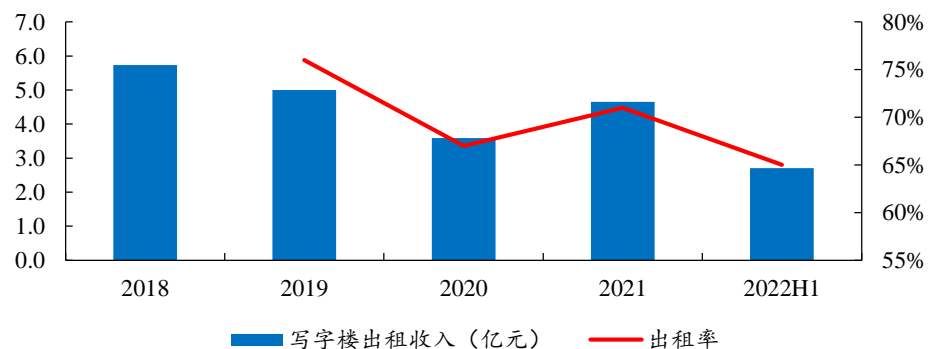
图27：招商蛇口 2019 年-2022H1 集中商业出租率保持相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

写字楼：公司基于写字楼发展趋势研判以及对不同行业客户偏好的理解，深度挖掘写字楼建设运营各业务模块的提升机会，目前运营管理的写字楼项目主要布局在北京、深圳、上海、武汉等城市。招商局商业房托（1503.HK）收购由公司持有的北京招商局航华科贸中心项目，首次布局大湾区外的核心写字楼资产。2022H1 公司写字楼出租收入 2.7 亿元，平均出租率 65%，受疫情影响有所下降。

图28：招商蛇口 2022H1 办公业态出租率有所下降

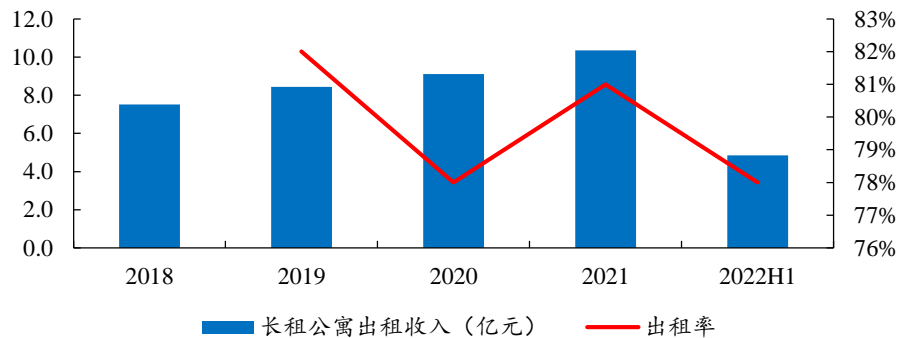


数据来源：公司公告、开源证券研究所

长租公寓：公司长租公寓发展已久，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。2022H1 国内长租公寓市场迎来了多项利好政策，扶持住房租赁企业的发展。公司打造了“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠/CM+”

服务式公寓等产品体系，不断提升核心运营管理能力及品牌价值。截至 2022H1，公司长租公寓合计布局全国 21 城，约 3.7 万间，累计租金收入 4.8 亿元，受疫情影响平均出租率下滑至 78%。

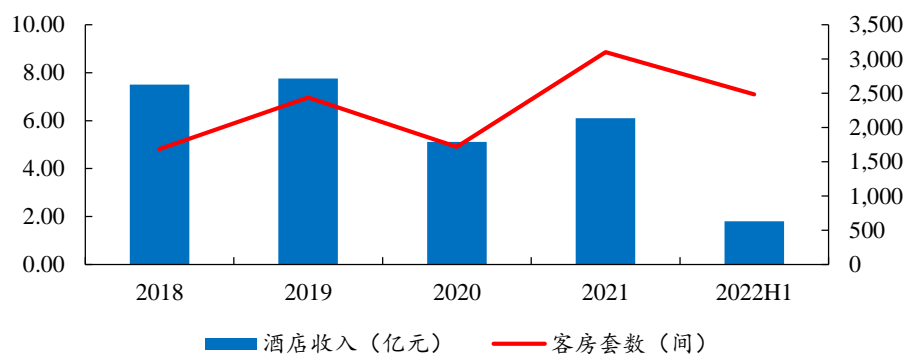
图29：招商蛇口 2022H1 长租公寓出租率有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

酒店：2021 年，酒店业务不断提升业务全周期操盘管理能力，迭代升级酒店投研体系和完善运营管理标准，同时积极打造自有酒店品牌。公司目前拥有“伊敦”和“伊敦睿选”两个自有品牌，2022H1 公司首家海外自主品牌酒店——吉布提伊敦睿选国际酒店已举行揭牌仪式，预计年内正式对外营业。截至 2022H1 公司运营管理酒店共 14 家，包括国内 12 家，国外 2 家，计容建面约 47.12 万方，受酒店转让及疫情反复影响，累计收入下滑至 1.8 亿元。

图30：招商蛇口 2022H1 酒店收入显著下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

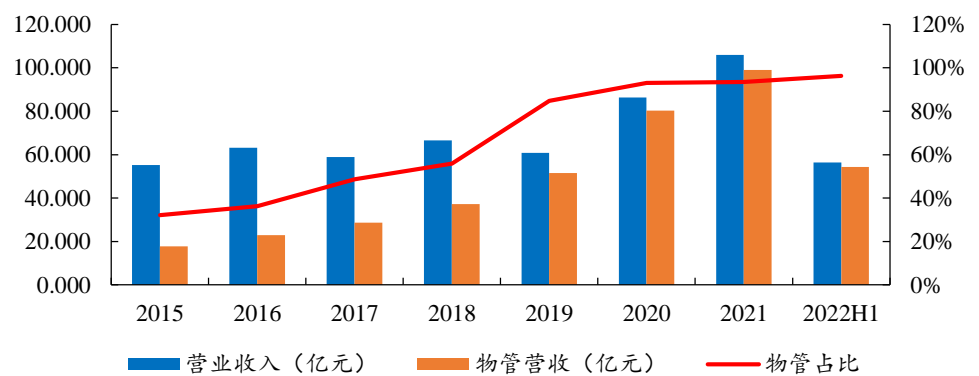
3.3、招商积余：“大物业+大资管”为核心主业

招商积余作为招商蛇口旗下轻资产运营服务平台，以“大物业+大资管”为核心主业。招商积余前身“中航善达”是中国航空工业集团下属中航国际的上市公司，2019 年 12 月，中航善达实施重大资产重组，招商蛇口受让中航国际持有的 22.35% 的股份，同时收购招商物业 100% 股份，并改名为“招商积余”。截至 2022Q1，招商蛇口直接持有招商积余 47.45% 股权，通过深圳招商地产间接持有 3.71% 股权，累计

持股比例达 51.16%，为招商积余第一大股东；第二大股东为中航深圳，持股比例为 11.32%。

招商积余营业收入及在管面积稳步提升。招商积余通过资产重组、业务整合，目前已初步形成业务管理一体化。2021 年招商积余实现营业收入 105.91 亿元，同比增长 22.4%；2022H1 实现营收 56.46 亿元，同比增长 18.16%，其中物业管理业务稳步增长，实现营业收入 54.37 亿元，占比 96.3%，源于原有物业管理项目增长以及新拓展市场化物业管理项目增加。截至 2022 年 6 月底，招商积余在管项目 1803 个，管理面积 3.01 亿方，物业管理业务实现新签年度合同额 15.95 亿元，同比增长 17%，业绩释放可期。

图31：招商积余 2019 年以来物管业务营收及占比稳步提升



数据来源：招商积余公司公告、开源证券研究所

2021 年 12 月，招商积余以合计受让价格 2.84 亿元收购上航物业 100% 股权（在管面积 222 万平方米）及南航物业 95% 股权（在管面积 60 万平方米），为公司后续切入更多国资后勤服务打通样板，持续提升区域密度和行业影响力。2022 年 1 月 26 日晚招商积余发布公告，拟转让旗下包括深圳市中航城投资、昆山市中航地产、赣州中航九方商业在内的 3 家子公司 100% 股权予控股股东招商蛇口，合计转让价格约 7.78 亿元。我们认为，本次拟转让是招商蛇口重资产剥离计划迈出的重要一步，招商积余作为招商蛇口持有资产运营的承载平台，主要以物业管理及资产管理为核心业务，重资产出售也对公司聚焦主业、优化资产结构、提升运营效率和盈利能力有明显帮助。

3.4、邮轮业务：疫情影响遭遇寒冬，未来市场空间大

公司的邮轮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，是重组后发展的全新业务。公司通过“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。

公司于 2011 年正式启动第一个邮轮项目蛇口邮轮母港项目的建设，主营业务分为传统高速客船业务与新兴邮轮业务，设计通关能力 650 万人次/年。2016 年 11 月 12 日，蛇口邮轮母港盛大开港。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。目前招商系公司已在深圳、上海、天津、厦门、

湛江、大连、南通等沿海和沿江城市以全资、控股、参股以及联合开发的方式布局邮轮港口，已成为中国最大的邮轮港口运营商。

图32：招商蛇口打造了四大邮轮母港项目

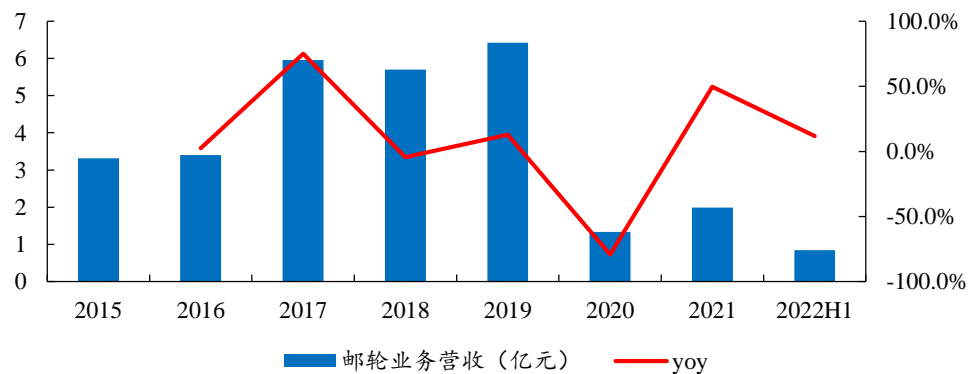


资料来源：公司官网、开源证券研究所

2021年，国际邮轮市场逐渐开放限制，主要邮轮公司稳步加大复航规模，但疫情事件仍然时有发生。国内出入境邮轮业务恢复时间暂未明朗，部分邮轮港口利用停航期进行设备升级或内部重整。2021年公司率先组建国内第一家五星旗游轮公司招商维京游轮，首艘五星旗游轮“招商伊敦号”正式投入沿海航线运营。同时公司大湾区二号投入运营，“海上看湾区”项目进入双船运营模式，航线丰富度不断提升，游客人数达到27万人次。

营收及盈利下滑，未来市场恢复空间大。邮轮产业建设与运营主要收入来源为深圳蛇口邮轮母港、厦门邮轮母港的邮轮运营、客运及港口出租等业务。2022H1邮轮业务受疫情影响持续，营业收入0.85亿元，占公司营业收入仅0.1%，相较于2021年同期略有回升，但总体业绩及毛利率不如疫情开始前。我们认为，伴随国家利好政策频出、后疫情时期高端滨海旅游业的发展需求增长及公司邮轮设备高端化升级改造，预计未来邮轮业务营收将逐步复苏，毛利率也有望回升。

图33：招商蛇口2020年以来邮轮业务收入大幅下滑

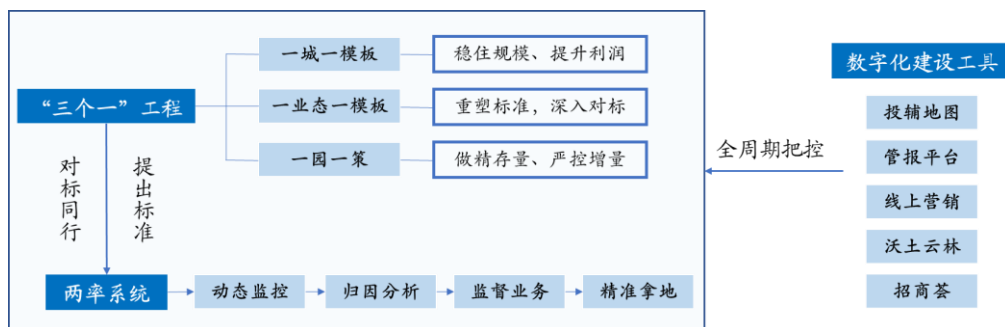


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、管理工具提升运营效率，数字化建设覆盖全周期

在房地产行业下行期，开发销售规模见顶，毛利率下滑，企业须提升综合运营和管理能力才能应对内外部大环境的改变。招商蛇口在整体业务端的管理框架包括“三个一”工程、两率系统和数字化建设工具，不同业务板块先通过“三个一”工程对标同行，然后提出管理举措和投资运营要求，达到市场领先水准，而运营的整个过程都是通过数字化建设工具实现的。

图34：招商蛇口三大业务管理框架提升管理效率



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.1、坚持践行“三个一”工程，全面提升各业态操盘水平

公司“三个一”工程可以概括为开发业务“一城一模板”，持有业务“一业态一模板”和园区业务“一园一策”三个战略。对存量资产做好运营管理，围绕客户需求提供增值服务，将成为公司未来综合发展和利润增长的着力点。通过三大具有针对性的指引，公司在应对内外部环境变化和行业下行趋势时拥有较强的应对机制，是保障公司未来运营增长重要的抓手。

传统开发业务是公司主要的业绩和利润来源，公司继续深挖“一城一模板”管理效益，从发展、设计、成本、工期、营销、财务、客服、组织等各个维度精细化管理，坚定聚焦都市圈，深耕一二线核心城市，开发业务要稳住规模、提升利润。

持有业务是公司未来重要的增长点，公司以“一业态一模板”为抓手，全面重塑持有物业的全产业链操盘标准，在“投、融、建、管、退”等全业务价值链进行深入对标，在集中商业进行先行打样的基础上，酒店、公寓、写字楼业态同步制定并实施相应战略。

园区业务的原则是“做精存量、严控增量”，公司以轻园区开发为主要发展思路，把不同区域的各个园区进行“一园一策”差异化运营，提升产业原有的整体效能和长期竞争力，同时通过经验沉淀和复制推广，加大各业务的协同，提升整体的综合操盘业务。

图35：招商蛇口“三个一”工程要求提升操盘水平和经营能力


资料来源：公司业绩展示报告

4.2、两率系统动态监控，促进后期精准拿地

在行业下行和竞争加剧的背景下，房企利润进入下行期，精细化管理诉求越来越迫切。公司上线两率系统，从投前测算到项目最终交付的全周期对成本利润率和内部收益率进行数字化动态监控，同时对区域公司动态评价，项目获取就更为谨慎、更为精准，确保最终利润兑现。两率系统主要拥有四个方面功能：

动态监控：项目获取后，两率系统根据项目编号，跟踪项目月度数据，包括成本变更、设计变更、售价变化和货值变化等，紧盯每个节点，对项目各个阶段的运营水平和动态利润进行监控。

归因分析：两率系统可以针对项目运营过程中的偏差进行分析，寻找两率动态变化的原因，包括项目进度、设计变更、成本投入、定价去化等多重矩阵分析，便于公司对项目后续开发运营进行总结复盘。

业务监督：通过两率系统锁定变动，监督业务动作。例如成本管理层面，在考核项目的成本变更率这件事情上，没有系统监控的情况下总部很难掌握各项目的成本变更率，数字化系统使得成本变更率的考核更加精准。

精准拿地：通过两率系统的监控可以实现区域考核排名，把后续资源投向更有效率的区域。公司推行区域聚焦、城市深耕策略，内部有个“五好”投资原则，即“城市好、市场好、团队好、项目好、存销比低”，其中“团队好”的关键就是两率兑现要好。

4.3、数字化运营覆盖全周期，大数据驱动经营决策

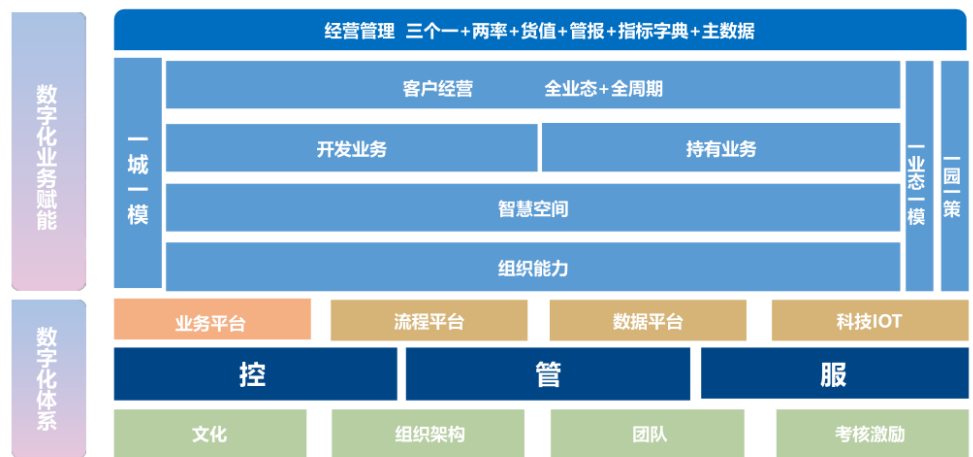
在现代化企业综合运营管理过程中，数字化科技构建成为一个无形而又具有长期凝聚力的关键指标。公司经过 40 多年的综合开发与运营，打造的“美好生活圈”渐已成型，在旗下多元化业务蓬勃发展，公司积极拥抱“互联网+”，推动业务数字化智能化转型，用科技驱动品质服务，打造“智慧社区”全场景升级改造，以加强经营管理效率和提升客户体验为出发点，结合业务需求与管理痛点，围绕公司投资

管理、运营管理和营销管理全面数据化开展工作。

开发业务：在投资端，公司深化投辅地图应用，推进投资管理提效；在运营端，通过两率系统等实现全周期运营管理及监控分析线上化，以科技创新提升操盘能力；在营销端，优化线上营销平台“招商好房”，通过数字化营销手段，赋能营销管理、提升客户体验感。

持有业务：通过搭建数字化持有物业的经营分析体系，实现经营数据可视化，实时掌握经营现状和洞察经营发力点；通过旗下轻资产运营服务平台招商积余，大力推动大物业+大资管生态圈建设、积极打造“沃土云林”综合性云科技平台型商业模式；通过园区一体化数智平台 InPark，整合园区资源，让园区客户体验更为便捷和智能的线上生活服务；通过招商荟平台打通各业态全渠道数据信息，智慧空间联动稳步推进，实现一体化服务和客户一致性体验。

图36：招商蛇口数字化运营覆盖各个业务板块

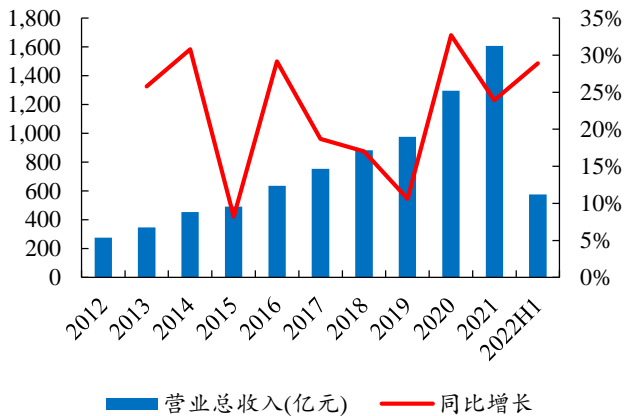


资料来源：公司业绩展示报告

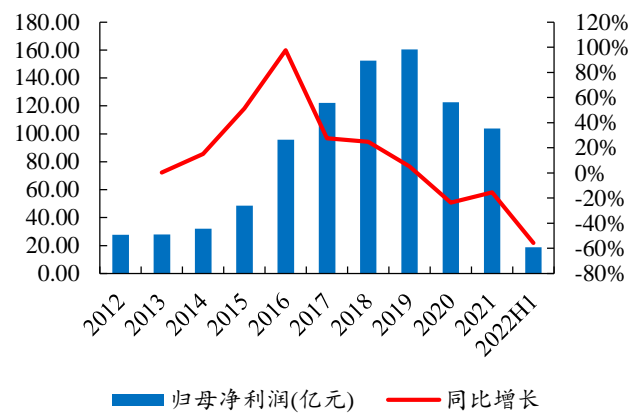
5、财务结构稳健，盈利能力增长可期

5.1、营收业绩稳步上升，投资收益同比下降

2012年至2021年，公司总营收由276.5亿增至1606亿，一直处于增长趋势。2012至2015年，公司业绩稳步提升，营业总收入维持在500亿以内，归母净利润及少数股东损益保持在50亿以内，投资收益较低；2015年至2019年，伴随房地产市场的发展，招商蛇口借助较低的资金成本及一二线城市房价的快速上涨，实现规模的快速扩张，营业总收入增至1000亿左右。2019年至2022H1，由于2016至2018年高价地陆续结转，且一二线城市陆续限价压制了利润空间，导致归母净利润持续下滑。

图37：招商蛇口营业收入持续增长


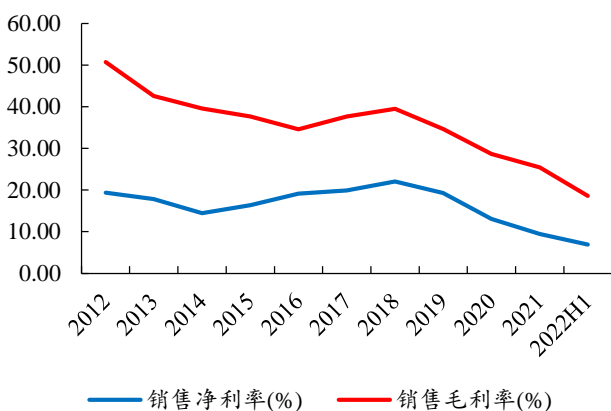
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：招商蛇口 2019 年后归母净利润逐步下滑


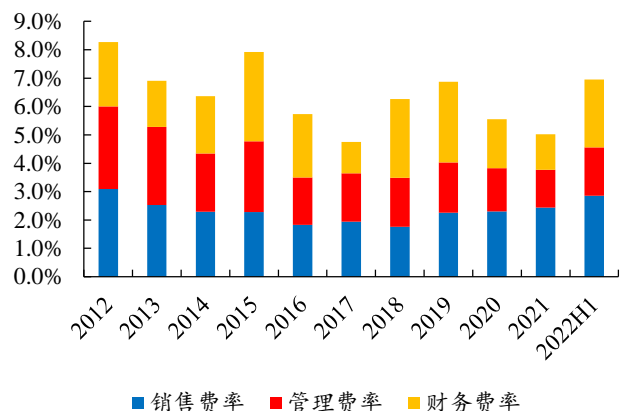
数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、利润承压同比下滑，盈利能力行业领先

盈利近两年同比下降，未来将恢复至合理水平。公司 2012 年至 2019 年，依托规模的扩张及一二线城市房价的快速上涨，公司的盈利水平处于稳中有升的发展趋势。2022H1，公司毛利率和净利率分别降至 18.59% 和 6.96%，盈利水平明显下降，主要系结转毛利率下降、投资收益减少以及计提资产减值影响。2016-2018 年公司高价拿地后，政府出台限价政策，利润空间大幅压缩，这一批高价地陆续入市的时间恰逢行业转入寒冬期，去化放缓、溢价难度增加压缩了企业的利润空间。但与此同时，公司成本管控水平逐渐提升，随着规模不断扩张，三费占比不增反降，自 2016 年以来均不超过 7%，2021 年降至 5.1%，2022H1 由于财务成本提升导致三费率提升，但仍在可控范围内，成本压缩也将为利润释放提供保障。我们认为，（1）2017 和 2018 年的高价地低利润项目逐步去化完毕；（2）市场降温后土地市场价格预期趋稳，房地价差空间扩大；（3）国企低融资成本和一二线优质土储的陆续开发，公司未来两年盈利水平在触底之后或将略有回升。

图39：招商蛇口 2022H1 盈利水平承压


数据来源：公司公告、开源证券研究所

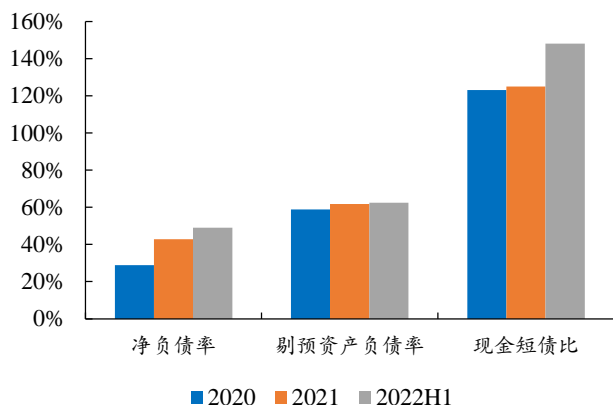
图40：招商蛇口三费占比自 2016 年以来不超过 7%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.3、负债处于行业低位，融资成本优势明显

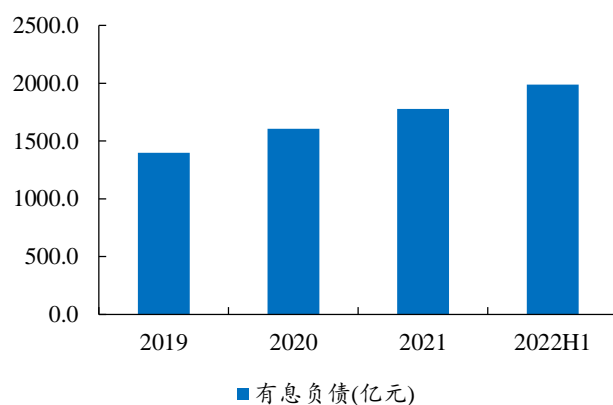
负债指标控制严格, 国企优势进一步显现。截至 2022H1, 公司净负债率为 49.0%, 剔除预收账款的资产负债率为 62.4%, 现金短债比 1.48, 自“三道红线”出台以来, 一直属于“绿档企业”, 负债结构健康。公司 2022H1 有息负债规模 1987 亿元, 保持在相对合理区间。在行业政策全面收紧, 三道红线、两集中供地等政策陆续出台的背景下, 像招商蛇口这样现金流充裕、财务稳健的房企将有机会获得更多优质资源。

图41: 招商蛇口 2022H1 三道红线维持绿档



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

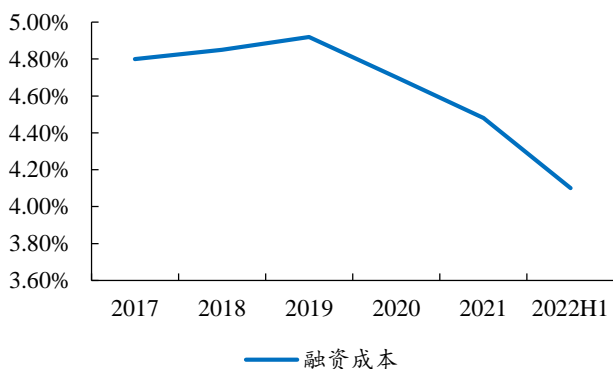
图42: 招商蛇口 2019 年来有息负债规模处于行业低位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

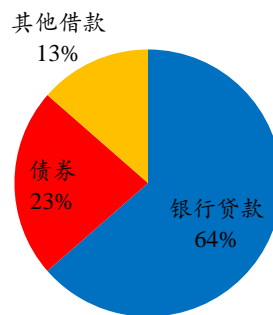
融资成本行业低位, 多元化融资渠道丰富。公司作为具有央企背景的开发商, 在资金来源以及融资成本上都具有天然优势。2022 年 1-9 月公司共发行债券(中票、公司债、ABS、超短期融资券)规模 213.3 亿元, 融资成本始终处于行业低位。2022H1 公司综合融资成本 4.10%, 较 2021 年末下降 0.38 个百分点。截至 2022H1 公司银行贷款占比 64%, 债券占比 23%, 融资结构健康。

图43: 招商蛇口 2022H1 平均融资成本降至 4.10%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图44: 招商蛇口截至 2022H1 银行贷款占比达 64%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

多渠道盘活资产, 持有物业产融退出。公司通过出售部分资产换取投资收益, REITs 融资, 收并购提升资产价值及引入基金合作伙伴等方式多渠道盘活资产。2022H1 蛇口产业园 REITs 作为首批基础设施公募 REITs 之一成功上市, 产生税后收

益 14.58 亿元，使得公司业绩大幅提升。而蛇口产业园 REIT 及招商局商业房托双平台的建立更打通了“投融管退”一体化通道，进一步推动公司持有物业规模化发展，向大资管转型。

6、盈利预测与投资建议

我们从房地产开发业务、园区业务和邮轮业务三个板块对公司经营做出以下假设，并给出盈利预测：

(1) 房地产业务：公司已售未结资源较充足，整体考虑公司项目结算周期，假设公司 2022-2024 年开发业务收入增速分别为 20%、15%、10%。同时在行业下行期预计 2022-2024 年结算毛利率将持续承压，分别为 20%、21%、22%。

(2) 园区业务：受疫情散发租金减免影响，2022H1 公司园区业务收入同比下降 34.6%，我们预计下半年园区经营将持续稳健，假设 2022-2024 年园区业务收入增速分别为 10%、15%、20%。2022 年园区业务毛利率预计将受到波及，2023-2024 年回归稳定，未来三年毛利率分别为 30%、40%、40%。

(3) 邮轮业务：疫情影响下旅游业受创，公司邮轮业务遭遇寒冬，伴随政策利好及疫情好转，预计未来邮轮业务将逐渐企稳。假设 2022-2024 年邮轮业务收入增速分别为 10%、10%、10%。

表2：招商蛇口 2022-2024 年业绩预计保持稳健增长

单位：亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	1296.2	1606.4	1895.0	2179.1	2438.2
YOY	32.71%	23.93%	17.96%	14.99%	11.89%
毛利率	28.69%	25.47%	21.63%	24.45%	25.62%
房地产业务	1012.6	1279.1	1534.9	1765.2	1941.7
YOY	19.75%	26.32%	20.00%	15.00%	10.00%
园区业务	282.3	325.3	357.9	411.5	493.8
YOY	126.28%	15.24%	10.00%	15.00%	20.00%
邮轮业务	1.3	2.0	2.2	2.4	2.7
YOY	-79.23%	49.59%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选择同样为房地产行业头部上市房企万科 A、保利发展和住宅开发及园区运营并重的陆家嘴、浦东金桥进行估值比较。相较于可比公司，招商蛇口拿地能力较强，多元业务扩张稳健，未来业绩有更大增长空间。公司 2022 年业绩对应 PE 估值 11.3 倍，高于可比公司平均水平。

表3：2022 年可比公司对应 PE 均值 7.7 倍

代码	公司	评级	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	买入	225.2	244.4	269.0	297.5	9.2	8.5	7.7	7.0
600048.SH	保利发展	买入	273.9	264.8	281.4	324.7	7.9	8.2	7.7	6.7

代码	公司	评级	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600639.SH	浦东金桥	未评级	16.2	19.7	24.3	28.6	6.6	5.5	4.4	3.8
600663.SH	陆家嘴	未评级	43.1	40.4	43.3	65.0	8.0	8.5	7.9	5.3
均值							7.9	7.7	6.9	5.7
001979.SH	招商蛇口	买入	103.7	104.7	158.1	182.1	11.0	10.9	7.2	6.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：未评级公司预测使用Wind一致预期，日期截至2022年10月24日）

在“房住不炒”、行业降杠杆的政策主基调下，资金实力雄厚的央企在融资和监管层面更加具有优势，我们认为公司有动力和机会实现销售额增长加速，整体盈利水平得到修复。(1) 公司拥有强大的资金实力、稳健的负债结构和较低的融资成本，能够稳定进行投资，盈利容错空间大；(2) 央企背景和资源整合优势，可通过政企合作低价拿地；(3) 公司总土储可满足约四年的开发周期，在一二线城市土储占比超过八成，在市场下行背景下销售去化有一定保障；(4) 公司在深耕区域的操盘优势大，结合高效的三费控制手段，成本释放一定利润空间；(5) 园区业务的稳步扩张，资产价值和毛利率高，可带来稳定持续的利润；(6) 未来加大持有业务的投资，相较于社区业务，收益更稳定，利润更高。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 104.7、158.1 和 182.1 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.35、2.04、2.35 元，当前股价对应 PE 为 10.9、7.2、6.2 倍。公司已售未结资源充足，土地储备充裕，资金优势明显，预计未来业绩将持续释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险提示

市场恢复不及预期、核心城市房价调控超预期、多元化业务运营情况不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	575527	653058	704328	706193	729735
现金	89306	79533	39209	-46338	-101855
应收票据及应收账款	2790	3299	1791	5228	2712
其他应收款	94201	119567	128867	146204	161919
预付账款	10289	11867	8847	10105	12787
存货	360793	417636	503400	567669	629682
其他流动资产	18148	21156	22214	23325	24491
非流动资产	161631	203145	232165	263226	292934
长期投资	40124	61561	80533	101574	121580
固定资产	4365	9234	10264	11584	12858
无形资产	604	1430	1554	1711	1889
其他非流动资产	116537	130921	139814	148357	156607
资产总计	737157	856203	936492	969419	1022670
流动负债	373787	428079	492201	515043	566973
短期借款	17717	3628	3991	4390	4829
应付票据及应付账款	46563	57909	72801	71472	87802
其他流动负债	309507	366541	415409	439181	474342
非流动负债	110013	151370	157477	151452	133199
长期借款	100356	133884	139119	132179	112964
其他非流动负债	9658	17485	18358	19273	20235
负债合计	483800	579448	649678	666495	700172
少数股东权益	151987	168084	171955	177802	184536
股本	7923	7923	7923	7923	7923
资本公积	14068	14189	14189	14189	14189
留存收益	62318	66071	74495	87217	101871
归属母公司股东权益	101370	108671	114859	125121	137961
负债和股东权益	737157	856203	936492	969419	1022670

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	27622	25977	-13489	-49117	-6312
净利润	16913	15202	14338	21655	24942
折旧摊销	227	240	1323	1582	1882
财务费用	2224	2006	3781	4115	4799
投资损失	-6107	-3728	-3133	-3718	-3886
营运资金变动	7167	7305	-29039	-71924	-33195
其他经营现金流	7198	4952	-759	-827	-854
投资活动现金流	-4818	-24277	-26373	-28017	-26765
资本支出	4233	10007	3415	3171	2511
长期投资	-7027	-10223	-18973	-20523	-20007
其他投资现金流	-7612	-24492	-41931	-45370	-44260
筹资活动现金流	-7894	-11161	-462	-8413	-22441
短期借款	-4453	-14089	363	399	439
长期借款	13245	33528	5235	-6941	-19215
普通股增加	7	0	0	0	0
资本公积增加	258	120	0	0	0
其他筹资现金流	-16951	-30721	-6060	-1872	-3665
现金净增加额	14793	-9612	-40324	-85547	-55517

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	129621	160643	189499	217913	243819
营业成本	92435	119723	148503	164624	181348
营业税金及附加	9054	9681	12328	13654	15569
营业费用	2986	3914	4491	5237	5819
管理费用	1979	2145	2712	3014	3431
研发费用	71	116	121	148	160
财务费用	2224	2006	3781	4115	4799
资产减值损失	-2570	3391	-425	-1220	-400
其他收益	202	252	268	285	303
公允价值变动收益	8	157	54	83	76
投资净收益	6107	3728	3133	3718	3886
资产处置收益	-6	7	0	4	2
营业利润	24080	22753	21446	32431	37360
营业外收入	149	204	225	247	272
营业外支出	119	115	126	139	153
利润总额	24109	22843	21544	32540	37479
所得税	7196	7641	7207	10885	12537
净利润	16913	15202	14338	21655	24942
少数股东损益	4660	4829	3871	5847	6734
归属母公司净利润	12253	10372	10466	15808	18208
EBITDA	27417	27282	24626	37451	44179
EPS(元)	1.58	1.34	1.35	2.04	2.35

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	32.7	23.9	18.0	15.0	11.9
营业利润(%)	-8.5	-5.5	-5.7	51.2	15.2
归属于母公司净利润(%)	-23.6	-15.3	0.9	51.0	15.2
获利能力					
毛利率(%)	28.7	25.5	21.6	24.5	25.6
净利率(%)	9.5	6.5	5.5	7.3	7.5
ROE(%)	6.7	5.5	5.0	7.1	7.7
ROIC(%)	7.2	6.1	5.0	7.4	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	65.6	67.7	69.4	68.8	68.5
净负债比率(%)	28.9	38.8	54.1	79.9	88.5
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	56.3	52.8	74.5	62.1	61.4
应付账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	1.34	1.35	2.04	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	3.57	3.36	-1.74	-6.35	-0.82
每股净资产(最新摊薄)	10.45	10.93	11.73	13.05	14.71
估值比率					
P/E	9.3	11.0	10.9	7.2	6.2
P/B	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.5	14.4	18.0	14.3	13.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn