

招商蛇口 (001979.SZ)

增厚前海权益，提升开发实力

核心观点：

- **重启再融资方案，增加前海权益，提升开发实力。**公司发布交易预案公告，计划发行股份收购深投控持有的南油集团 24% 股权、招商局投资发展持有的招商前海实业 2.89% 股权。交易完成后，公司对于前海项目（前海蛇口自贸投资发展）的持股比例将从 36.17% 提升至 43.00%（提升 6.82pct）。按照 19 年前海项目 1373.16 亿元评估值计算，预计本次交易对价为 93.7 亿元。与此同时，公司拟非公开发行股份募集配套资金，不超过交易对价的 100%，可用于涉房项目建设、补流、偿债等。交易预案体现出公司快速扩充资本实力、抓住市场机遇、做大做强的决心。对公司而言，第一，可以提升前海权益，前海资源加速兑现，引入深投控战投，协同空间大。第二，本次运作带来的资金，将提升公司整体开发能力，对于公司开发业务的稳定发展，将起到积极的作用。
- **经营表现优异，利润率持续改善。**根据公司经营公告，22 年前 11 月，公司累计销售金额 2500 亿元，同比下降 11.6%，领先百强房企 32pct。拿地方面，22 年前 11 月，招商蛇口累计拿地金额 1194 亿元，全口径第二，拿地力度 48%，排名第二，展现出极强的扩表能力与扩表意愿。根据我们测算，招商蛇口 22 年前 11 月累计拿地毛利率为 26.4%，较 21 年提升 6.8pct，利润率持续改善，22 年 10-11 月毛利率升至 30%。
- **盈利预测与投资建议。**招商蛇口 22Q3 归母净资产扣除其他权益工具及公允价值影响后为 820.6 亿元，考虑前海及太子湾 406 亿元重估值后为 1226.9 亿元，当前市值对应 PB 为 0.92x，在强信用房企处于相对低位，经营 ROE 持续改善，估值水平具备修复空间。考虑到交易未完成，我们暂维持公司合理价值 19.19 元/股不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**再融资方案的不确定性；行业景气度存在不确定性；未来行业利润率的波动；前海、太子湾项目开发进度存在不确定性。

盈利预测：

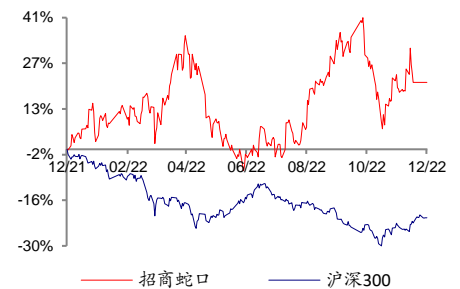
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	129621	160643	169325	179645	206027
增长率（%）	32.7%	23.9%	5.4%	6.1%	14.7%
EBITDA（百万元）	24554	26913	23282	25447	30201
归母净利润（百万元）	12253	10372	6906	7878	9817
增长率（%）	-24%	-15%	-33%	14%	25%
EPS（元/股）	1.46	1.31	0.89	1.02	1.27
市盈率（x）	10.0	11.2	16.4	14.4	11.5
ROE（%）	12%	10%	6%	6%	7%
EV/EBITDA（x）	7.0	7.3	8.4	7.7	6.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	14.62 元
合理价值	19.19 元
前次评级	买入
报告日期	2022-12-18

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

招商蛇口 (001979.SZ) : 百年蝶变，踔厉奋发	2022-12-04
招商蛇口 (001979.SZ) : 结算毛利率回升，销投融发挥央企优势	2022-10-31
招商蛇口 (001979.SZ) : 利润率承压下行，经营优势扩大	2022-09-01

请务必阅读末页的免责声明

一、重启再融资方案，增加前海权益，提升开发实力

招商蛇口发布交易预案公告，计划发行股份购买资产，以提升前海项目权益比例，同时配套募资。

具体方案为，发行股份收购深圳国资委全资子公司深投控持有的南油集团24%股权，收购招商局集团全资子公司招商局投资发展持有的招商前海实业2.89%股权。在收购前，招商蛇口对于前海项目（深圳前海蛇口自贸投资发展有限公司）的持股比例为36.17%，收购完成后，前海项目持股比例达到43.00%，上升了6.82pct。

根据19年公司《关于前海土地整备及合资合作暨关联交易的公告》，前海控股持有267.15万方的土地，评估值729.08亿元（3.0万/平），招商驰迪持有212.9万方的资源，评估值644.08亿元（3.0万/平），前海项目整体评估值为1373.16亿元，本次购买资产的总对价，若按照19年评估值的6.82%计算为93.7亿元。

根据本次交易预案的公告，发行股份购买资产的股份发行价格为上市公司重组定价基准日前60个交易日的交易均价15.06元/股，若按照93.7亿元计算，对应6.22亿股，占22Q3公司总股本的8.04%。

表1：招商蛇口股权融资方案信息汇总

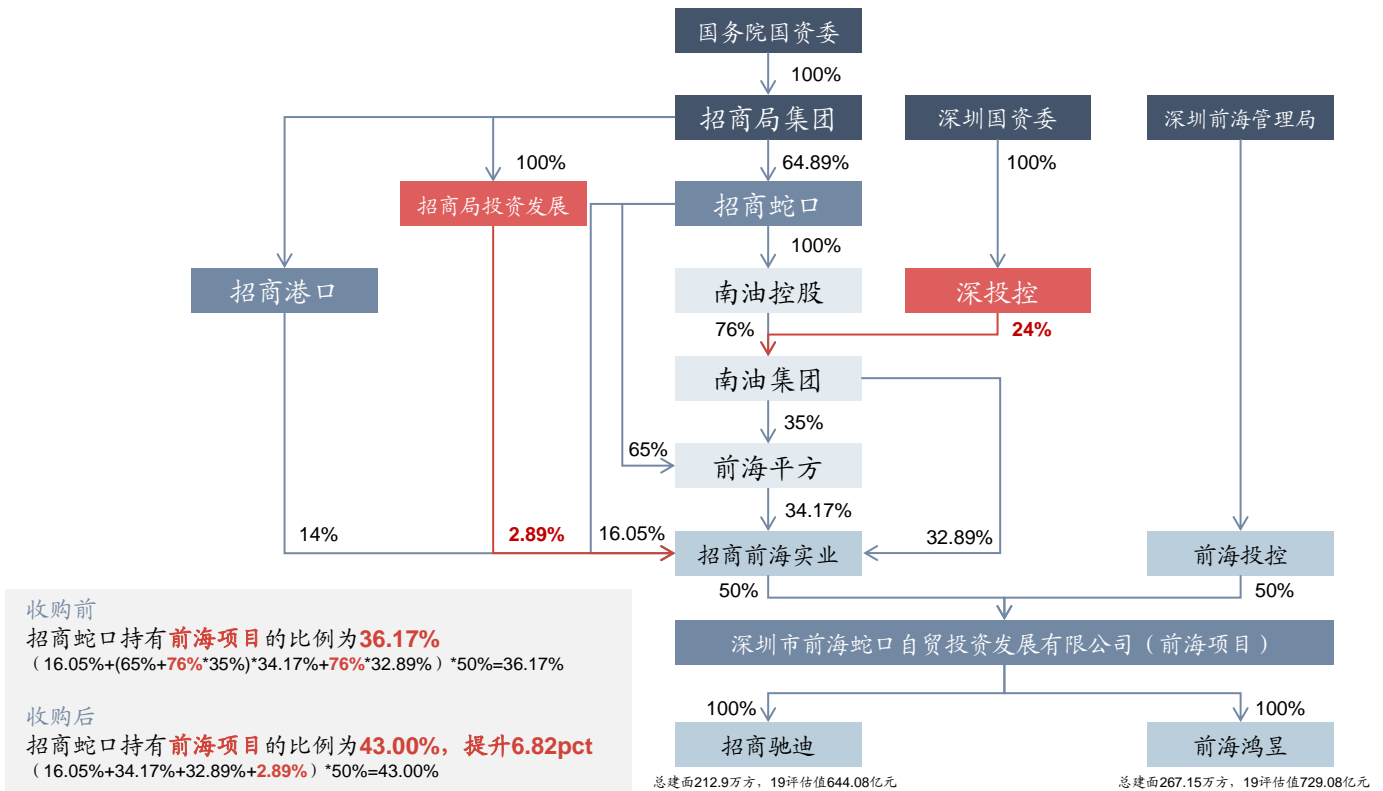
招商蛇口股权融资方案信息汇总	
预案披露时间	2022/12/17
股权融资方式	发行股份收购资产+配套融资
收购标的	深投控（深圳国资委 100%控股）持有的南油集团 24%股权+招商局投资发展（招商局集团 100%控股）持有的招商前海实业 2.89%股权
对公司影响	招商蛇口对前海项目持股比例从 36.17%提升至 43.00%，提升 6.82pct
购买资产发行价格	购买资产的股份发行价格为前 60 个交易日的交易均价，15.06 元/股
非公开发行股份	向不超 35 名特定投资者，发行股份数量不超交易前总股本的 30%，金额不超向交易对方发行股份支付对价的 100%
募集资金用途	涉房项目建设、补流、偿债等，用于补流、偿债的比例不超过交易作价的 25%，或者不超过募集配套资金总额的 50%
尚需获得的备案和核准	交易对方审议；国有资产监管部门备案；标的审计、评估确定价格后，正式方案的通过；国有资产监管部门批准；股东大会审议通过；证监会核准

数据来源：22 年 12 月 17 日《招商蛇口发行股份购买资产并募集资金预案》，广发证券发展研究中心

与此同时，本次方案中，公司拟向不超35名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，股份数不超过此前总股本的30%，金额不超过交易对价的100%。若按照93.7亿元的交易对价计算，合计体量将达到187.4亿元。

募集资金扣除税费后，将用于涉房项目建设、补流、偿债等，其中用于补流、偿债的比例不超交易作价的25%，或者募集配套资金的50%。

图1: 招商蛇口及前海蛇口自贸投资股权关系 (22年12月17日交易前)



数据来源: 22年12月17日《招商蛇口发行股份购买资产并募集资金预案》，广发证券发展研究中心

这并非第一次蛇口有意增加前海权益。20年6月，招商蛇口曾筹划收购南油集团24%股权，交易对价70.3537亿元，分别向深投控通过发行股份、可转债及现金方式支付1.76亿元、33.42亿元、35.18亿元，其中现金方式支付的35.18亿元通过向平安资管非公开发行股票募集，9月取消募集配套资金的安排，平安资管退出，并获证监会无条件通过，11月因宏观环境的变化终止了交易。

本次方案同20年6月对比，有两点不同，一是行业环境的差异，20年8月市场高景气度，央行启动“三道红线”试点，对房地产行业进行供给侧改革，方案推进并不顺利，并最终终止，22年12月市场景气度处于底部，行业重启股权融资，政策意图明确，支持优质资产负债表计划，增加企业权益规模，蛇口积极响应，抓住政策窗口期；二是22年12月方案更优，收购的资产除了24%南油集团股权，还包括了招商局所持有的前海实业2.89%股权，另外可非公开发行股票，募集资金可用于补流和偿债，获得了增量资金。

表2: 招商蛇口2020年股权融资方案情况

日期	进展	内容
2020/6/1	停牌公告	公司筹划发行股份、可转债、支付现金购买资产（南油集团24%股权）并募集配套资金，非公开发行认购对象为平安资管，平安资管以接受平安人寿的委托，以平安人寿保险资金全额认购，发行完成后平安人寿将成为招商蛇口股东

2020/6/8	交易预案	发行股份、可转换公司债、现金支付的对价分别占 2.5%、47.5%、50%，发行价格确定为 16.58 元/股
2020/6/8	交易预案（草案）	交易对价确定为 70.3537 亿元（对应前海项目 5.382% 的权益，即对应前海项目 1307 亿元，与 19 年 1373 亿元的评估值差异不大），招商蛇口分别向深投控通过发行股份、可转债及现金方式支付 1.76 亿元、33.42 亿元、35.18 亿元，其中现金方式支付的 35.18 亿元通过向平安资管非公开发行股票募集
2020/7/28	获得有权国资管理单位批复	招商局集团原则同意本次交易总体方案
2020/9/14	交易预案（草案修订稿）	鉴于资本市场环境的变化，取消募集配套资金安排，现金对价部分转为发行股份支付，平安资管退出，公司向深投控发行普通股、可转债方式支付 36.9 亿元、33.4 亿元。
2020/9/24	获得证监会无条件通过	公司发行股份、可转换公司债券购买资产事项获得中国证监会无条件通过
2020/11/13	终止方案	公司尚未收到中国证监会出具的正式核准文件，基于目前宏观环境变化等原因，现阶段继续推进后续程序的条件具有不确定性，经审慎研究，公司与深投控均决定终止本次交易事项

数据来源：公司发行股份购买资产公告，广发证券发展研究中心

本次交易预案体现出公司快速扩充资本实力、抓住市场机遇、做大做强的决心。对公司而言，第一，可以提升前海权益，前海资源的开发及结转或将提速，引入深投控战投，协同空间大。第二，本次运作带来的资金，将提升公司整体开发能力，对于公司开发业务的稳定发展，将起到积极的作用。

表3：招商蛇口前海土地规划进展

时间	事件
2004/12/17	招商局集团及平方公司（蛇口控股子公司）与原深圳国土资源房管局签订的《关于招商局前海湾物流园区用地问题的协议书》，确定了招商局前海湾物流园区用地范围及手续原则程序
2006/12/30	招商局集团与原深圳国土资源房管局签订的《关于招商局前海湾物流园区用地问题的协议书之补充协议书》，确定了招商局前海湾物流园区新增用地范围及手续原则程序
2015/4/27	深圳市人民政府与招商局集团签署《关于深化合作加快推进中国（广东）自由贸易试验区前海蛇口片区发展建设的框架协议》，加快解决招商局集团原前海湾物流园区约 3.9 平方公里用地的相关问题。
2016/7/29	招商蛇口与安通捷码头仓储招商局物流集团共同设立“前海实业”（蛇口控股 82.5%）。
2016/9/14	前海实业（蛇口控股）与前海投资（前海管理局控股）共同设立“前海自贸”，各占合资公司 50%，共同开发合作范围的 2.9 平方公里的前海土地。
2016/10/27	招商局集团与深圳规土委、前海管理局签署《关于招商局集团前海湾物流园区土地整备框架协议》，新规划下土地价值增值收益扣掉 5% 政策刚性支出后，由前海管理局 60%、招商局集团 40% 按比例分享。按照以上原则确定补偿价值为招商局集团置换等价土地使用权。
2017/7/13	深圳规土委公示了《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区综合规划》（草案），包括了前海蛇口自贸区 28.2 平方公里及前海蛇口之间片区，共计 37.9 平方公里，公司在前海蛇口自贸区的土地资源亦包含在上述规划范围内。
2018/12/24	签署《前海土地整备协议》，前海管理局将收回原 19 家招商局持地公司的土地使用权，补偿对价 432.1 亿元，再由前海管理局向蛇口控股子公司“招商驰迪”置换等价土地使用权（212.9 万方）。

2019/1/11	招商驰迪与原 19 家持地公司签署了《补偿债权确认协议》，公司召开董事会审议了《关于前海土地整备及合资合作暨关联交易的公告》：在招商驰迪取得置换土地使用权后，前海管理局前海出资部分土地作价入股至前海投控，再由前海投控将该等土地使用权作价入股至前海鸿昱。招商及前海管理局设立的合资公司“前海自贸”以增资扩股的方式分别向前海实业（蛇口控股）、前海控股（前海管理局控股）收购招商驰迪 100% 股权（总建面 212.9 万方，评估值 644.08 亿元）、前海鸿昱 100 股权（总建面 267.15 万方，评估值 729.08 亿元），前海实业需要现金增资 85 亿元补足 50% 股权，交易完成后，前海实业、前海控股仍持有前海自贸 50% 股权，合资公司由蛇口并表。
2021/12/31	公司 21 年报：截至 21 年末，公司在前海范围内共拥有 455.84 万平方米的项目储备，390 万方未开工。
2022/12/17	招商蛇口发布公告，计划发行股份购买资产，以提升前海项目权益比例，同时配套募资，若交易完成，招商蛇口对前海项目的持股比例有望从 36.17% 上升至 43.00%，提升 6.82pct

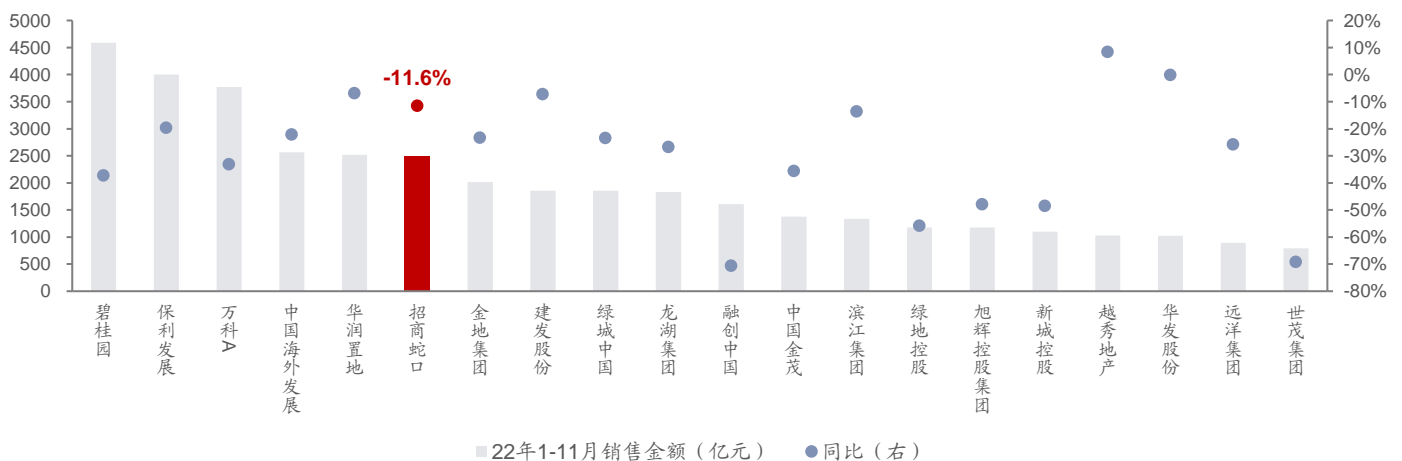
数据来源：公司年报，公司协议公告（《协议书》、《补充协议书》、《整备框架协议书》等），广发证券发展研究中心

二、经营表现优异，利润率持续改善

根据公司经营公告，22年前11月，公司累计销售金额2500亿元，同比下降11.6%，销售面积958.5万方，同比下降22.9%，销售均价2.6万/平，同比下降14.6%。根据我们统计，公司前11月销售规模在所有房企中排名第6，同比增速在TOP10房企中排名前三，领先百强房企32pct。

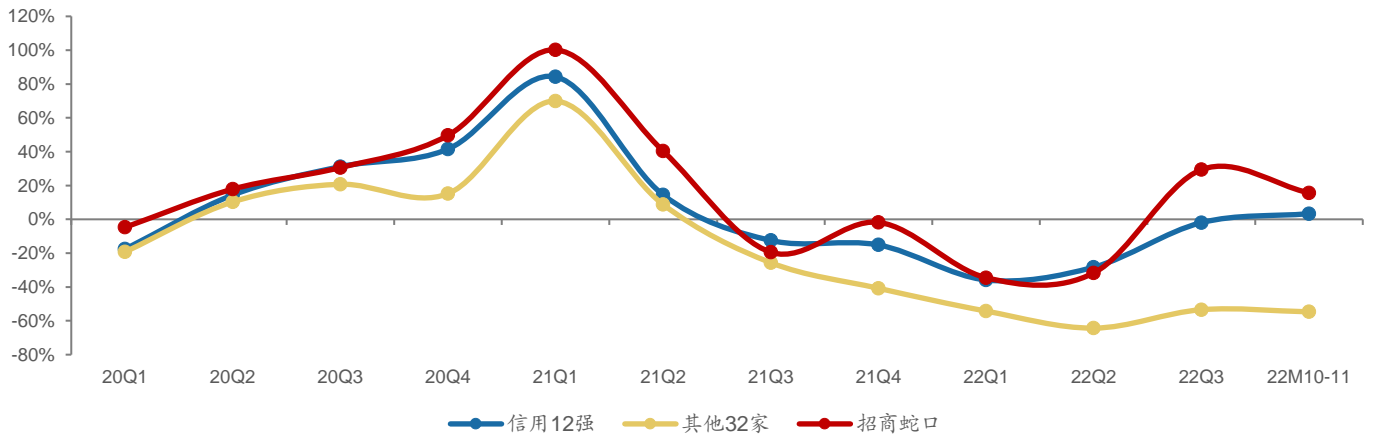
分季度来看，招商蛇口22Q3在加大推盘以及低基数的情况下，实现了单季度29%的增长（12家强信用房企-2%），22年10-11月累计同比增长16%（强信用房企+3%），前期投资能力的领先体现在销售层面，尤其在22年下半年，销售表现持续领先强信用房企。

图2：招商蛇口22年前11月销售金额及同比



数据来源：公司经营公告，克而瑞，广发证券发展研究中心

图3: 招商蛇口22年前11月销售金额及同比

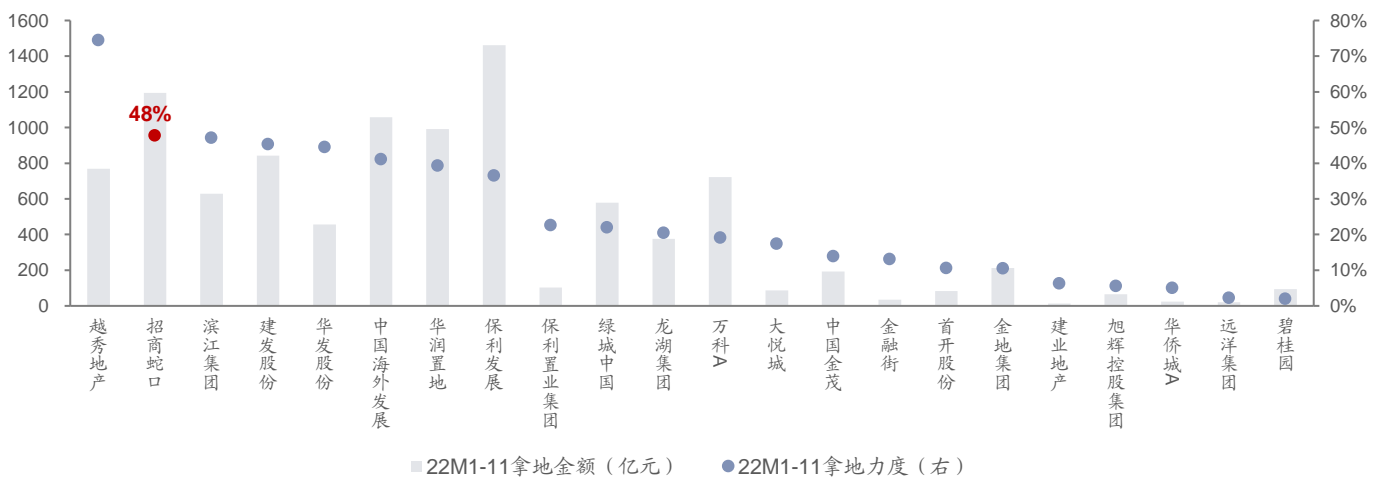


数据来源: 公司经营公告, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

拿地方面, 22年前11月, 招商蛇口累计拿地金额1194亿元, 全口径第二, 拿地力度48%, 排名第二, 展现出极强的扩表能力与扩表意愿。累计拿地权益比例为60%, 较21年提升3pct, 累计拿地均价1.75万/平, 较21年提升26%。

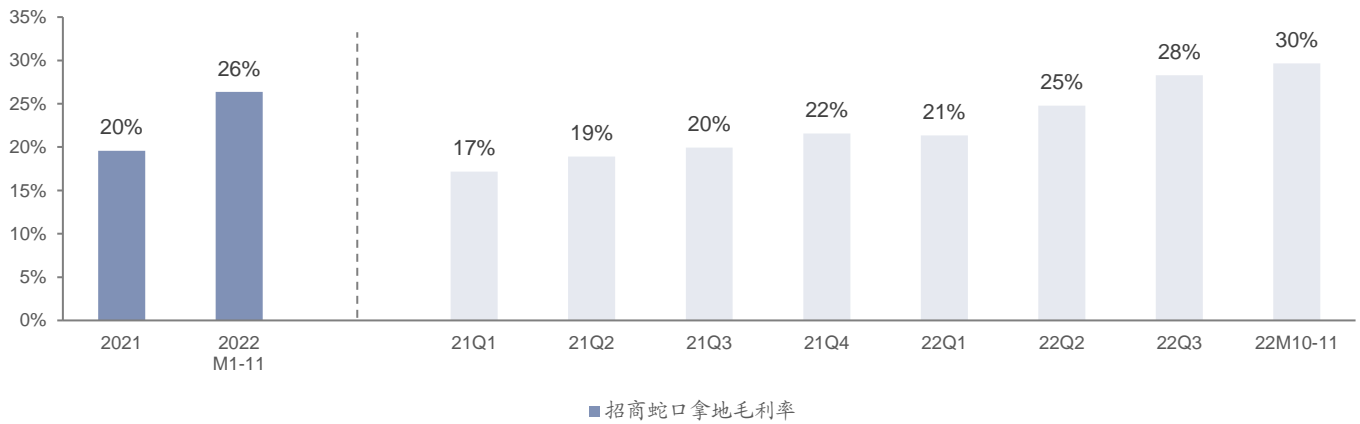
22年行业景气度持续低迷, 投资利润率改善, 即使在聚焦核心城市的情况下, 依然可以获得较好的利润率水平。根据我们测算, 招商蛇口22年前11月累计拿地毛利率为26.4%, 较21年提升6.8pct, 如果按百分比计算毛利率提升了35%。从趋势来看, 从21年一季度的底部以来, 蛇口利润率持续改善, 22年10-11月的四季度, 公司拿地毛利率达到30%, 行业格局优化, 我们认为这种改善的趋势将得到延续。

图4: 招商蛇口22年前11月拿地金额及拿地力度 (拿地/销售)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图5: 招商蛇口总成本(扣配建后)拿地毛利率

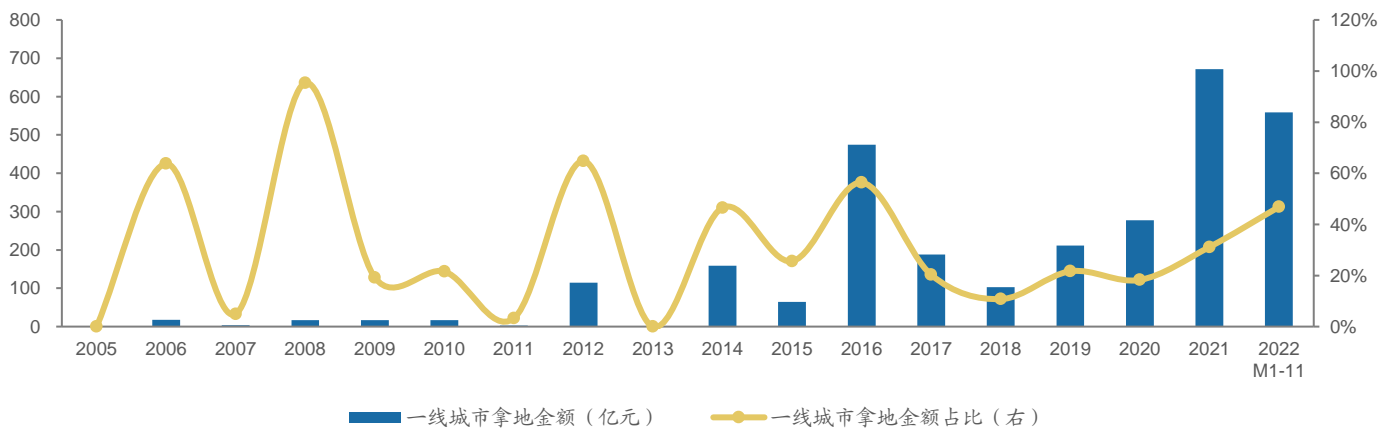


数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

22年公司投资方面最显著的特征是加大了一线城市的资源获取力度, 拿地金额前11月占比达到47%, 为近6年新高。我们在22年12月4日公司深度《百年蝶变, 踔厉奋发》中基于22年投资端市占率的变化, 测算出蛇口具备5000亿的销售金额增长潜力。

聚焦核心城市, 提升资产质量的同时, 也保证了23年项目的去化, 根据我们测算, 截至22年11月, 公司在23年上半年具备1373亿元的新推货能力, 相较于22年上半年1188亿元的销售金额, 有能力维持现有的销售表现。此外, 我们在22年12月6日发布的《雨霁碧空明, 云销现长鹰》中基于在手货值、22补货力度及去化水平, 对所有房企进行23年销售预判, 招商蛇口因较高的补货力度, 基于中性的市场环境, 在23年有望实现5%左右的增长。

图6: 招商蛇口一线城市拿地金额及拿地占比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表4: 招商蛇口拿地金额占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022M1-11
分线拿地金额占比										
一线	0%	47%	26%	56%	20%	11%	22%	18%	31%	47%
二线	81%	39%	69%	39%	61%	67%	58%	53%	43%	37%
三线	19%	15%	5%	5%	19%	22%	21%	29%	26%	13%
分区域拿地金额占比										
华北	22%	34%	0%	11%	13%	19%	13%	6%	9%	9%
华东	20%	8%	21%	20%	20%	30%	19%	27%	36%	42%
江南	7%	17%	41%	22%	37%	24%	34%	25%	28%	19%
华中	5%	12%	3%	5%	5%	11%	8%	12%	3%	0%
西南	27%	9%	4%	0%	5%	4%	10%	7%	7%	4%
华南	16%	9%	12%	6%	13%	8%	10%	13%	9%	7%
深圳	0%	9%	3%	37%	1%	2%	5%	8%	8%	12%
东南	3%	3%	17%	0%	6%	2%	1%	0%	1%	2%
海南	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%
其他	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
按城市进入时间划分的拿地金额占比										
布局 1 年	34%	8%	6%	0%	18%	9%	13%	6%	5%	1%
布局 1-3 年	10%	9%	4%	0%	2%	13%	12%	8%	5%	4%
布局 3-5 年	6%	5%	0%	10%	11%	5%	4%	14%	12%	13%
布局 5-10 年	51%	21%	23%	10%	11%	28%	17%	32%	19%	23%
布局 10 年以上	0%	56%	66%	80%	59%	46%	55%	41%	60%	59%

数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表5: 部分主流房企22年及23年销售规模预测

证券简称	企业类型	22Q1-3 拿地货值 (亿元)	22Q1-3 销售金额 (亿元)	补货力度 (%)	22E 可售 货值(亿 元)	21 销售 金额 (亿 元)	22E 销 售金额 (亿 元)	22E 同 比 (%)	23E 销 售金额 (亿 元)	23E 同 比 (%)
越秀地产	强信用/强投资	865	797	109%	6421	1152	1210	5%	1356	12%
华润置地	强信用/强投资	2091	2021	103%	8363	3158	2867	-9%	3150	10%
建发股份	强信用/强投资	1349	1331	101%	5330	2176	2158	-1%	2327	8%
滨江集团	强信用/强投资	1090	1051	104%	4286	1691	1555	-8%	1660	7%
中国海外发展	强信用/强投资	1644	2013	82%	13574	3695	2934	-21%	3102	6%
招商蛇口	强信用/强投资	1765	2016	88%	8741	3268	2892	-12%	3047	5%
保利发展	强信用/强投资	2212	3201	69%	22308	5349	4371	-18%	4573	5%
华发股份	强信用/强投资	605	730	83%	3868	1219	1274	5%	1299	2%
房企 1	强信用/弱投资	489	1100	44%	13493	2356	1553	-34%	1464	-6%
房企 2	强信用/弱投资	138	647	21%	5026	1149	860	-25%	808	-6%
房企 3	强信用/弱投资	1014	1968	52%	7830	3509	2997	-15%	2735	-9%
房企 4	强信用/弱投资	1003	3147	32%	13983	6278	4221	-33%	3504	-17%

房企 5	境外债展期	44	692	6%	7659	1363	1006	-26%	827	-18%
房企 6	中信用/弱投资	593	2100	28%	7870	2901	2200	-24%	1753	-20%
房企 7	弱信用/极少投资	0	530	0%	5139	1390	620	-55%	494	-20%
房企 8	境外债违约	145	1043	14%	5878	2473	1231	-50%	963	-22%
房企 9	中信用/极少投资	186	3778	5%	14858	5580	3520	-37%	2723	-23%
房企 10	中信用/极少投资	1	946	0%	5677	2338	1187	-49%	915	-23%
房企 11	境内债违约	0	553	0%	5431	1840	665	-64%	477	-28%
房企 12	中信用/弱投资	384	2263	17%	7476	2867	2263	-21%	1620	-28%
房企 13	境外债违约	0	1000	0%	15611	2902	1336	-54%	918	-31%
房企 14	境外债违约	0	521	0%	3749	1718	646	-62%	433	-33%
房企 15	境内债违约	9	374	2%	4566	1838	436	-76%	257	-41%
房企 16	境内债展期	0	321	0%	5109	1202	401	-67%	217	-46%

数据来源：公司财报，公司经营公告，团队于 22 年 12 月 6 日发布的《雨霁碧空明，云销现长鹰》，广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

前海蛇口片区属于深圳市稀缺资源，从 20-22 年公开市场出让地块来看，平均成交楼面价（扣配建）接近 7 万/平，销售限价基本在 10 万/平以上，项目毛利率平均为 20%。招商蛇口在上述区域内的资源，账面价值极低，相对于公开市场，成本优势明显。

表 6：前海、蛇口片区近两年商住用地价格情况

成交日期	地块名称	板块	用地性质	建筑面积	成交价	成交楼面价	扣配建后楼面价	销售限价	实际毛利率
				万方	亿元	元/平	元/平	元/平	
2020/11/11	前湾片区十开发单元 02 街坊	前海	住宅	13	81.52	62707	85441	107100	13%
2020/5/15	前湾片区十开发单元 03 街坊	前海	住宅	18.4	115.97	63165	86649	107100	11%
2021/9/28	桂湾片区三开发单元 04 街坊	前海	住宅	12.6	52.41	41490	63899	92000	21%
2021/11/25	桂湾片区三开发单元 03 街坊	前海	住宅	21	86.65	41255	70107	92000	13%
2021/11/25	南山区招商街道兴海大道与赤湾路交汇处西北角	招商	综合	42.1	87.02	20663	51242	96100	31%
2022/8/4	前湾片区九单元 06 街坊	前海	住宅	11.9	51.29	42974	63493	107100	32%
	汇总			119	474.9	39890	69275	100233	20%

数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

19 年前海项目和前海管理局做完土地整备跟合资合作后，合资公司由招商蛇口并表，少数股东权益从 19Q3 的 525 亿元增加值 19Q4 的 1325 亿元，体现的是原前海鸿昱地块的评估值，但原招商驰迪地块账面成本并未重估。不论是账面价值极低的原

招商驰迪地块, 还是19年重估后的前海鸿昱地块, 都远低于公开市场平均拿地成本, 需要对两宗地分别计算按照市价重估的权益净增加值。

基于20年再融资方案的评估值, 我们认为本次再融资方案将沿用19年对前海项目的评估水平, 即3.0万/平左右的楼面价, 交易完成后, 除了为公司带来增量资金, 还将增厚公司储备资源的利润规模。

这里我们沿用22年12月《百年蝶变, 踔厉奋发》中的测算方法, 若交易完成后, 按照蛇口43%的权益进行计算, 前海项目权益净增加值预计为250亿元(交易前为210亿元)。这里不考虑项目销售的利润贡献, 仅考虑土地价值的重估。叠加太子湾项目的权益净增价值157亿元, 合计达到406亿元。

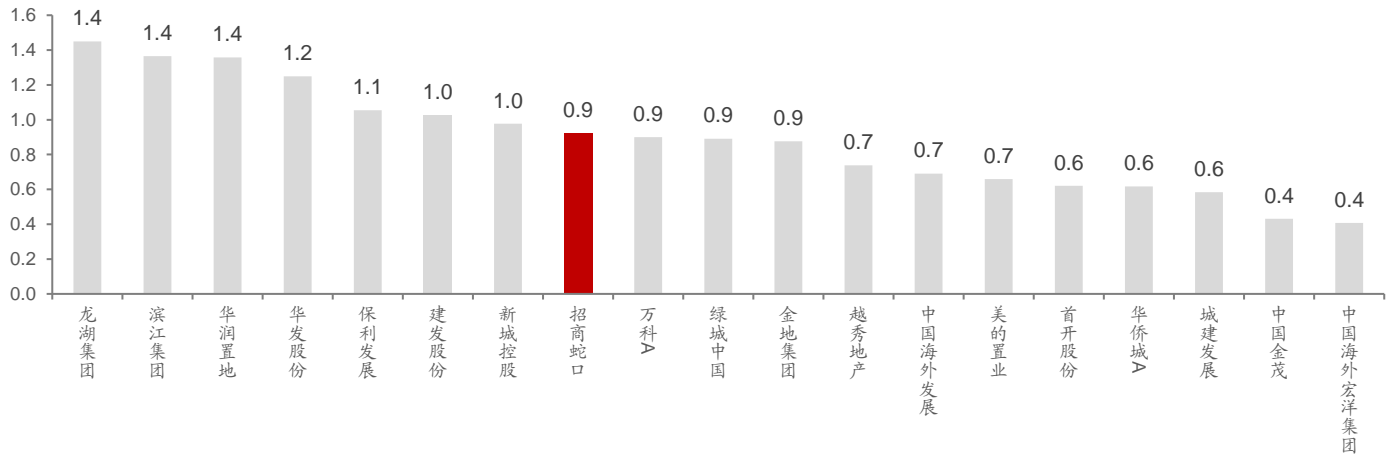
表7: 招商蛇口前海地块重估值情况(按照新的权益)

项目	测算过程	金额(亿元)
招商驰迪地块		
账面成本还原	根据土地整备之前2018年年报, 深圳前海湾使用权面积为29.19万方, 土地成本3.4亿元, 平均楼面价1164元/平, 招商驰迪地块总建面212.9万方, 按照1164元/平均价计算, 账面成本24.8亿元	25
重估价值测算	近两年住宅楼面价7万/平, 商住按照7折估算对应4.9万/平。212.9万方的地块重估值1043亿元	1043
评估增值	25亿元账面到1043亿元重估增值1018亿元, 这里暂不考虑销售利润规模	1018
土地增值税	根据《土地增值税暂行条例》, 增值额超过扣除项目金额200%, 土增税=增值额*60%-扣除项目金额*35%, $1018*60%-25*0.35=602$ 亿元的土增税	602
所得税	按照25%税率, $(1018-602)*25%=104$ 亿元	104
税后贡献金额		312
招商蛇口权益部分	招商蛇口对应42.996128%权益比例	134
前海鸿昱地块		
账面成本确认	19年评估值729.08亿元	729
重估价值测算	近两年住宅楼面价7万/平, 商住按照7折估算对应4.9万/平。267.15万方的地块重估值1309亿元	1309
评估增值	重估增值580亿元, 这里暂不考虑销售利润规模	580
土地增值税	根据《土地增值税暂行条例》, 增值额未超过扣除项目金额100%, 土增税=增值额*40%-扣除项目金额*5%, $580*40%-729*5%=196$ 亿元的土增税	196
所得税	按照25%税率, $(580-196)*25%=96$ 亿元	96
税后贡献金额		288
招商蛇口权益部分	招商蛇口对应42.996128%权益比例	124
前海评估合计		
招商蛇口权益部分		258
20-22H1已结算	累计结算15.17万方, 占比3.2%, 按照等比例扣除	8
招商蛇口权益部分调整后		250

数据来源: 公司年报, 公司协议公告(《协议书》、《补充协议书》、《整备框架协议》等), 广发证券发展研究中心

公司22Q3归母净资产扣除其他权益工具以及公允价值变动的影响后为820.6亿元，考虑前海及太子湾重估为1226.9亿元，按照当前市值（22年12月18日）1131.5亿元计算，对应PB为0.92x，估值水平在强信用企业中处于相对低位，经营ROE持续改善，估值水平具备修复空间。考虑到交易未完成，我们暂维持公司合理价值19.19元/股不变，维持“买入”评级。

图7：招商蛇口与主流房企PB估值水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：PB估值为最新一期归母净资产扣除其他权益工具

四、风险提示

（一）再融资方案的不确定性

后续还需交易对方审议；国有资产监管部门备案；标的审计、评估确定价格后，正式方案的通过；国有资产监管部门批准；股东大会审议通过；证监会核准。

（二）行业景气度存在不确定性

需求端政策推进速度不达预期，景气度保持低位，影响公司后续推货节奏以及销售进度。

（三）未来利润率的波动

在行业格局稳定之前，利润率水平或有变化，景气度过热或市场促销因素都会使得毛利率再次承压。

（四）前海、太子湾项目开发进度存在不确定性

公司在前海、太子湾项目项目中含有大量商业，规划调整或项目推进节奏存在不确定性。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	575,527	653,058	799,550	1,015,365	1,207,048
货币资金	89,306	79,533	56,264	72,780	76,188
应收及预付	107,260	134,705	143,316	165,376	147,588
存货	360,793	417,636	578,882	756,121	962,184
其他流动资产	18,168	21,184	21,088	21,088	21,088
非流动资产	161,631	203,145	219,388	242,298	268,471
长期股权投资	40,124	61,561	74,285	89,640	108,169
固定资产	4,365	9,234	9,695	10,277	10,894
在建工程	969	465	2,358	4,177	5,938
无形资产	1,956	2,853	2,853	2,853	2,853
其他长期资产	114,216	129,033	130,197	135,350	140,618
资产总计	737,157	856,203	1,018,938	1,257,663	1,475,520
流动负债	373,787	428,079	607,160	812,781	1,018,785
短期借款	17,717	3,628	1,624	8,829	6,172
应付及预收	154,247	345,388	527,816	735,202	937,940
其他流动负债	201,823	79,062	77,720	68,750	74,673
非流动负债	110,013	151,370	116,615	137,410	133,924
长期借款	77,715	107,780	77,882	97,623	93,022
应付债券	22,641	26,105	26,105	26,105	26,105
其他非流动负债	9,658	17,485	12,629	13,682	14,797
负债合计	483,800	579,448	723,775	950,191	1,152,709
股本	7,923	7,923	7,923	7,923	7,923
资本公积	14,068	14,189	15,570	17,145	19,109
留存收益	62,318	66,071	71,596	77,898	85,752
归属母公司股东权益	101,370	108,671	123,195	131,072	140,889
少数股东权益	151,987	168,084	171,969	176,400	181,922
负债和股东权益	737,157	856,203	1,018,938	1,257,663	1,475,520

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	129,621	160,643	169,325	179,645	206,027
营业成本	92,435	119,723	136,317	143,429	163,974
营业税金及附加	9,054	9,681	3,277	3,607	4,285
销售费用	2,986	3,914	4,195	4,614	4,883
管理费用	1,979	2,145	2,811	3,092	3,266
研发费用	946	1,067	1,205	1,325	1,400
财务费用	2,224	2,006	2,704	2,604	2,806
资产减值损失	2,570	3,391	1,383	1,234	1,276
公允价值变动收益	8	157	165	173	182
投资净收益	6,107	3,728	616	743	896
营业利润	24,080	22,753	18,213	20,656	25,216
营业外收支	30	89	0	0	0
利润总额	24,109	22,843	18,213	20,656	25,216
所得税	7,196	7,641	7,422	8,348	9,877
净利润	16,913	15,202	10,791	12,309	15,339
少数股东损益	4,660	4,829	3,885	4,431	5,522
归属母公司净利润	12,253	10,372	6,906	7,878	9,817
EBITDA	24,554	26,913	23,282	25,447	30,201
EPS (元)	1.46	1.31	0.89	1.02	1.27

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	27,622	25,977	40,140	26,339	36,223
净利润	16,913	15,202	10,791	12,309	15,339
折旧摊销	1,387	1,732	1,763	1,868	1,981
营运资金变动	-135,547	106,517	12,571	8,087	14,464
其它	144,869	-97,474	15,016	4,075	4,440
投资活动现金流	-4,818	-24,277	-20,964	-19,127	-22,286
资本支出	-4,233	-10,007	-8,749	-4,373	-4,467
投资变动	29,012	31,698	-12,215	-14,754	-17,819
其他	-29,596	-45,967	0	0	0
筹资活动现金流	-7,894	-11,161	-42,445	9,304	-10,529
银行借款	112,142	116,568	4,060	51,935	30,858
股权融资	18,898	27,016	0	0	0
其他	-39,309	-41,214	-9,307	-8,673	-9,193
现金净增加额	14,793	-9,612	-23,269	16,516	3,408
期初现金余额	74,203	88,995	79,383	56,113	72,630
期末现金余额	88,995	79,383	56,113	72,630	76,038

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	32.7%	23.9%	5.4%	6.1%	14.7%
营业利润增长	-8.5%	-5.5%	-20.0%	13.4%	22.1%
归母净利润增长	-23.6%	-15.3%	-33.4%	14.1%	24.6%
获利能力					
毛利率	28.7%	25.5%	19.5%	20.2%	20.4%
净利率	13.0%	9.5%	6.4%	6.9%	7.4%
ROE	12.1%	9.5%	5.6%	6.0%	7.0%
ROIC	5.7%	5.4%	4.2%	4.6%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	67.7%	71.0%	75.6%	78.1%
净负债比率	26.3%	33.1%	27.7%	27.0%	24.3%
流动比率	1.54	1.53	1.32	1.25	1.18
速动比率	0.55	0.52	0.35	0.28	0.23
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.20	0.18	0.16	0.15
应收账款周转率	56.93	53.21	34.35	22.37	18.72
存货周转率	0.27	0.31	0.27	0.21	0.19
每股指标 (元)					
每股收益	1.46	1.31	0.89	1.02	1.27
每股经营现金流	3.49	3.28	5.07	3.32	4.57
每股净资产	12.79	13.72	15.55	16.54	17.78
估值比率					
P/E	10.01	11.17	16.38	14.36	11.53
P/B	1.14	1.07	0.94	0.88	0.82
EV/EBITDA	7.00	7.33	8.37	7.71	6.34

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，9年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，13年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：高级分析师，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：高级分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡慧：研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛 恬：研究员，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡正维：研究员，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。