

# 强于大市

# 房地产行业事件点评

## 招商蛇口：业绩大幅增长，销售规模首次进入行业TOP5

事件：招商蛇口发布 2023 年年报，实现营业收入 1750.1 亿元，同比+4.4%；归母净利润 63.2 亿元，同比+48.2%。公司拟每 10 股派发现金红利 3.2 元（含税），现金分红比例（现金分红占归母净利润的比例）为 45.9%。

### 核心观点

- 营收规模小幅下滑；业绩大幅增长，主要是由于计提减值损失同比减少及结转项目权益比例提升。2023 年营业收入小幅下降（同比-4.4%），主要是由于房地产项目结转规模下降，开发业务营收 1539.6 亿元，同比下降 7.0%。归母净利润大幅增长（同比+48.2%）的主要原因：**1) 公司减值压力明显减小，2023 年公司计提资产减值损失 22.8 亿元，计提信用减值损失 1.4 亿元，同比分别减少 27.7、12.7 亿元。2) 2023 年公司实现投资收益 24.8 亿元，同比增长 23.0%。3) 少数股东损益占净利润的比重大幅下降了 22.5 个百分点至 30.6%。盈利能力方面，2023 年公司毛利率为 15.9%，同比下降 3.4 个百分点，其中房地产开发业务毛利率 17.1%，同比下降 4.0 个百分点。公司净利率、归母净利润率分别为 5.2%、3.6%，同比分别提升 0.2、1.3 个百分点，ROE 也因此提升了 1.1 个百分点至 5.3%。公司注重费用管控，三费率同比下滑了 0.2 个百分点至 4.4%。年末公司预收款项合计为 1617.1 亿元，同比增长 11.5%，预收款项/营业收入的比例为 0.92X，同比提升了 0.13X。
- 公司财务稳健，在手现金仍能保持稳健增长；融资成本持续下降。**1) 从现金流来看，截至 2023 年末，公司货币资金 882.9 亿元，同比增长 2.4%。2023 年公司经营性现金流净额 314.3 亿元，同比增长 41.7%，一方面是因为销售回款的增加，销售商品、提供劳务收到的现金为 1976.3 亿元，同比增长 4.9%，另一方面是因为购地与建安支出减少，购买商品、接受劳务支付的现金为 1248.3 亿元，同比下降 5.0%。2) 从融资来看，截至 2023 年末，公司有息负债规模 2107.4 亿元，同比增长 4.7%，其中短期有息负债占比较 2022 年下降 0.8 个百分点至 19.3%。公司剔除预收账款的资产负债率 62.4%，同比基本持平，净负债率 54.6%，同比提升了 6.5 个百分点，现金短债比为 1.28X，同比下降 0.02X，“三道红线”始终处于绿档。2023 年新增公开市场融资 324.3 亿元，票面利率均为同期内房企债券利率最低水平；融资成本 3.47%，同比降低 42BP。3) 公司积极抓住股权融资窗口期，2023 年 10 月公司 85 亿元定增完成，定增的 7.2 亿股股份已于 10 月 19 日上市，发行价格 11.81 元/股，发行后公司总股本为 90.6 亿股。招商局投资发展参与发行认购金额约 16 亿元，占本次募集资金总额的 18.8%。截至 2023 年末，已累计使用募集资金 44.8 亿元，用于长春、沈阳、重庆、合肥、郑州、南京等地的项目当中。
- 开发业务：销售排名首次进入行业前五，投资聚焦高能级城市。**1) 销售：2023 年公司实现销售面积 1223.4 万平方米，同比增长 2.5%，销售额 2936.4 亿元，同比增长 0.4%，虽受整体市场低迷的影响，公司销售承压，未完成年初制定的 3300 亿元的销售目标，但销售仍实现了正增长，且克而瑞销售规模行业排名提升至第五位，较 2022 年提升了一位，首次进入行业 TOP5，市场占有率提升至 2.52%，同比提升了 0.3 个百分点。高能级城市深耕卓有成效。公司在全国 13 个城市进入当地销售金额 TOP5，其中，上海、苏州、合肥、长沙、南通排名 TOP1；深圳、南京、温州、徐州进入 TOP3；无锡、西安、成都、重庆位居 TOP5。公司“强心 30 城”销售额占比 91%，其中核心“6+10 城”占比 77%。2024 年 1-2 月公司销售增幅显著，实现销售额 210.5 亿元，销售面积 95.9 万平，同比分别下降 45.1%、42.9%，克而瑞销售排名提升至第三位。2) 拿地：2023 年公司累计获取 55 宗地块，总建筑面积 590 万平，同比下降 18.7%；拿地总金额约 1134 亿元，同比下降 11.3%；权益拿地金额 867 亿元，拿地权益比例为 76.5%，同比大幅提升了 16.6 个百分点；由于投资更聚焦高能级城市，楼面均价 1.92 万元/平，同比增长 9.1%；拿地强度（拿地金额/销售金额）38.6%，虽同比下降 5.1 个百分点，但仍具韧性。公司在“强心 30 城”、“核心 6+10 城”的投资金额占比分别达 99% 和 88%，其中在北上广深的投资占公司全部投资额的 51%，单城投放额达 46 亿元，获取上海 9 宗、杭州 6 宗、北京 5 宗、西安 5 宗优质土地。公司 2023 年新增项目中 29 个项目实现当年拿地当年开盘，为 2023 年当年贡献销售金额约 340 亿元。
- 资产运营业务：公司持有型物业储备丰富、业态多样，随着 REITs 平台的构建，有助于进一步盘活存量资产。**2023 年公司管理范围内全口径资产运营收入 66.9 亿元，同比增长 17.2%，EBITDA 33 亿元，同比增长 8.6%，公司成熟运营期项目（开业三年及以上）EBITDA 回报率达 6.24%，同比提升 0.45 个百分点。以招商局光明科技园加速器二期项目为底层资产，公司实施蛇口产业园 REIT 扩募工作，发行规模 12.44 亿元，于 2023 年 6 月 16 日上市。1) 商业业态：公司管理范围内集中商业在管项目 38 个，总经营建面约 216 万平；在建及筹开项目 44 个，总经营建面约 309 万平。2023 年商业运营收入 14.5 亿元，同比增长 12.3%，EBITDA 5.3 亿元，同比增长 13.6%。2) 写字楼业态：2023 年末公司管理写字楼在管项目 32 个，总经营建面 128 万平，在建及筹开项目 10 个，总经营建面约 81 万平。2023 年写字楼实现运营收入 12.6 亿元，同比增长 8.7%，EBITDA 8.6 亿元，同比增长 3.3%。3) 产业园业态：公司目前主要运营管理网谷、意库和智慧城等产业园产品线，布局国内核心一二线 15 个城市。2023 年末产业园在管项目 30 个，总经营建面 226 万平，在建及筹开项目 5 个，规划经营建面约 40 万平。2023 年公司产业园运营收入 12.8 亿元，同比增长 5.2%，EBITDA 6.7 亿元，同比下降 17.9%。4) 长租公寓业态：2023 年末公司长租公寓布局 19 个城市，已开业项目 45 个，经营建面约 115 万平，房源总数 2.95 万间；建设期项目 39 个，规划建面约 97 万平，房源总数 1.78 万间。2023 年长租公寓业务运营收入 10.9 亿元，同比增长 6.1%，EBITDA 6.9 亿元，同比增长 0.7%。2023 年公司共有位于北京、上海、深圳、厦门等 7 个新项目开业，新增房源 3099 间。5) 酒店业态：公司酒店业务布局 17 个城市和 2 个海外国家；已开业项目 18 个，经营建面 55 万平，房间总数 4505 间；建设期项目 24 个，规划总建面 76 万平，房间总数 0.5 万间。2023 年酒店运营收入为 10.6 亿元，同比增长 95.6%。
- 城市服务：1) 物业管理：物业管理市场拓展稳中有进，经营业绩再上新台阶。**公司旗下物业管理和轻资产运营服务平台招商积余 2023 年实现新签年度合同额 40.4 亿元，实现了并购企业的高效融合，积余南航、积余上航、积余新中、积余汇勤四家并购企业合计实现营收 14.3 亿元。2023 年末招商积余物业在管项目达到 2101 个，覆盖全国 156 个城市，管理面积 3.45 亿平，其中，非住宅管理面积 2.13 亿平，住宅管理面积 1.32 亿平。招商积余 2023 年实现营收 156.3 亿元，同比增长 20%，归母净利润 7.4 亿元，同比增长 24%。2) 会展：2023 年在会展行业整体复苏背景下，招商会展以成为行业头部为目标，自办展业务及轻资产业务加速落地。2023 年招商会展获取西部（重庆）科学城科学会堂项目、杭州大会展中心两个项目运营权，管理面积增加 88.7 万平，并中标深圳龙华区会展中心、成都东部新区会展中心 2 个前期咨询服务。公司旗下会展板块运营管理的深圳国际会展中心全年累计举办展会 67 场，办展面积 581 万平，其中首次落地深圳国际会展中心举办的展览 22 场，10 万以上超大型展 17 场，20 万以上超大型展 9 场；深圳国际会展中心多元经营，累计承办 81 场独立非展活动，首次实现场馆“会议、文化、娱乐、体育”四类非展业务全覆盖。3) 邮轮：2023 年公司邮轮业务显著增长。蛇口邮轮母港服务旅客数量大幅攀升至 513 万人次，同比上升 270%。“海上大湾区”成为广东省唯一入选全国第一批交通运输与旅游融合发展的典型案例；中国首艘五星旗邮轮“招商伊敦号”开通香港、日本、韩国、越南等航线，国际航线上座率和客单价提升显著。4) 代建：代建业务是招商蛇口“城市服务”业务的重要组成部分。公司自 2010 年起开展代建业务，已累计承接 500 余个代建项目，涉及代建面积超过 1400 万平，积累了多元化业态的代建经验。2023 年公司新增 28 个代建项目，合计管理面积约 269 万平。

### 投资建议

- 我们认为近期中央的各类表态释放了积极信号，宏观与行业供需两端政策也有望继续发力，房地产市场预期和信心或有望逐步修复，推动房地产行业供求关系达到新的平衡点，进而为经济平稳运行提供支撑。今年核心主线仍然聚焦在流动性风险的缓释上。结合当前背景，公司作为一家安全性高且拿地销售基本面较好的央企，我们建议持续关注。**
- 2023 年减值损失减少使得公司业绩大幅增长。同时，公司当前的销售与投资端均表现出一定的韧性，后续随着优质项目入市结转，我们预计未来业绩仍有一定保障。公司背靠招商局集团，集团资源丰富，综合开发运营经验丰富，信用及融资优势显著，行业供需修复后有望持续提升市占率和业绩表现。此外，公司搭建了招商局商业地产基金及蛇口产业园 REIT 双 REITs 平台，逐步构建持有型物业“投-融-建-管-退”的闭环模式，引领构建行业发展的新模式。**

### 风险提示：

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。**

### 相关研究报告

《房地产行业 2024 年 2 月 70 个大中城市房价数据点评：70 城房价下行压力仍然较大，二二手房房价下跌趋势放缓》（2024/03/16）

《淡季楼市地成交低迷；房企现金流形势紧迫——房地产行业 2024 年 2 月月报》（2024/3/16）

《保利发展：销售稳居行业第一，融资渠道畅通》（2024/03/15）

《房贷成本有望进一步下行；标本兼治化解房地产风险仍是重点工作——2024 年政府工作报告点评》（2024/03/06）

《房地产行业 2024 年度策略——行业寒冬尚在延续，房企能否行稳致远？》（2024/01/03）

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格  
房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

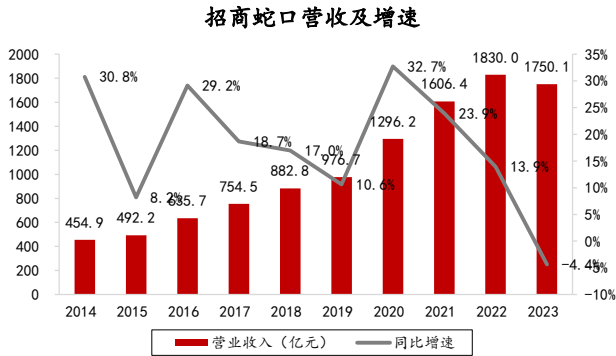
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

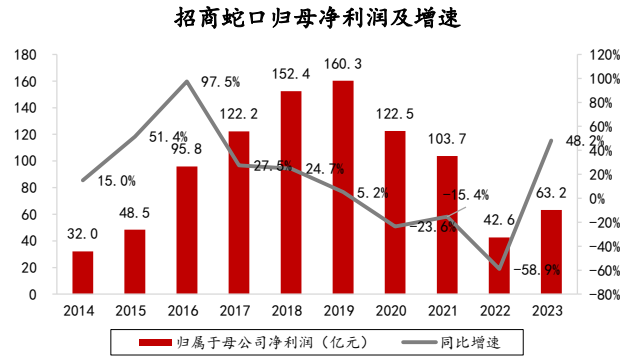
## 附录

图表 1. 2023 年招商蛇口实现营业收入 1750.1 亿元，同比下降 4.4%



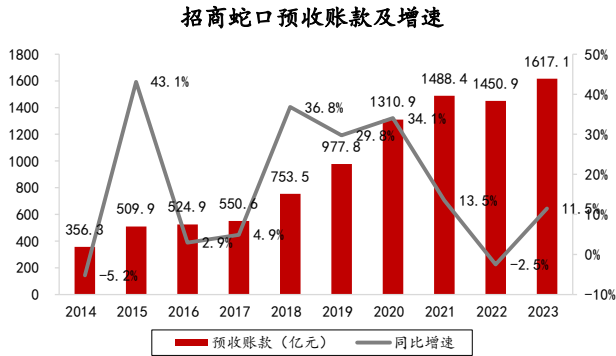
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2023 年招商蛇口实现归母净利润 63.2 亿元，同比增长 48.2%



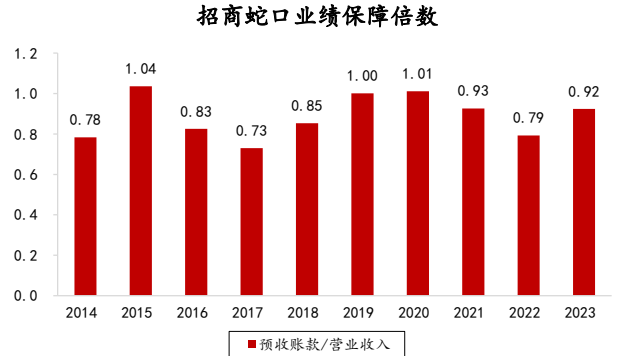
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2023 年末，招商蛇口预收账款 1617.1 亿元，同比增长 11.5%



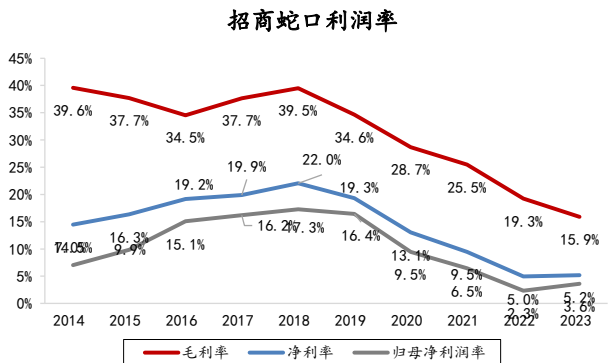
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2023 年末，招商蛇口预收账款/营业收入为 0.92X



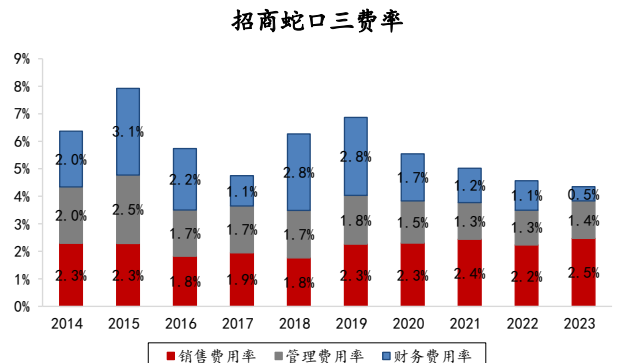
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2023 年招商蛇口毛利率、净利率和归母净利率分别为 15.9%、5.2% 和 3.6%



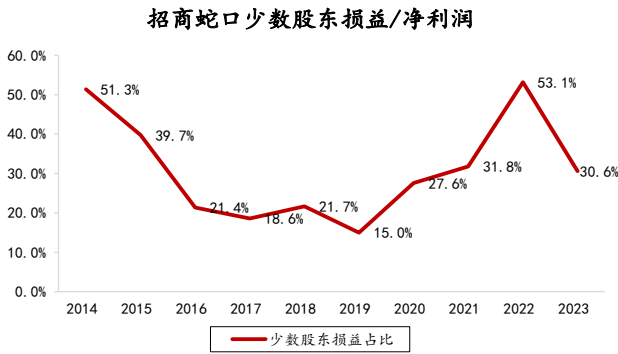
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2023 年招商蛇口三费率 4.4%，同比下降 0.2 个百分点



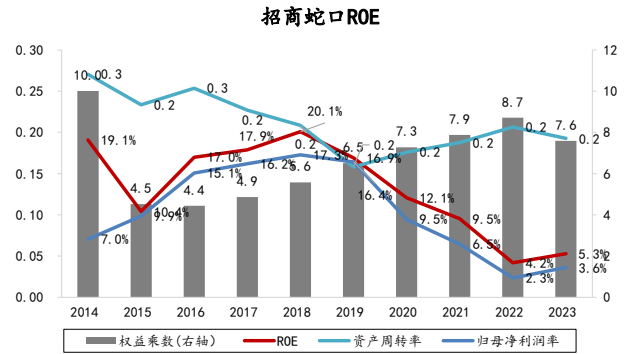
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2023 年招商蛇口少数股东损益占比大幅下降至 30.6%



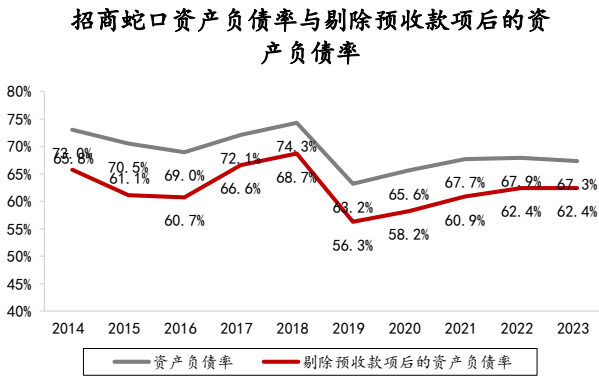
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2023 年招商蛇口 ROE 提升至 5.3%



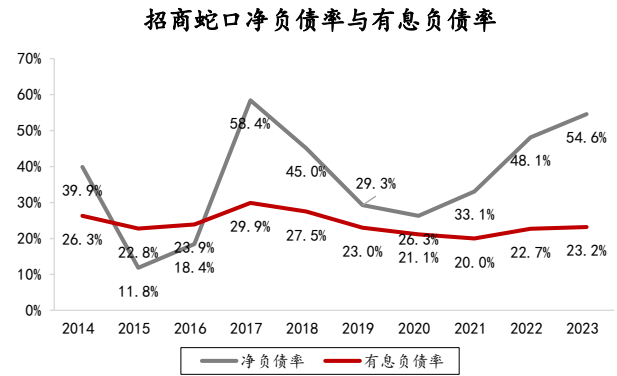
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2023 年末，招商蛇口资产负债率和剔除预收款项后的资产负债率分别为 67.3% 和 62.4%



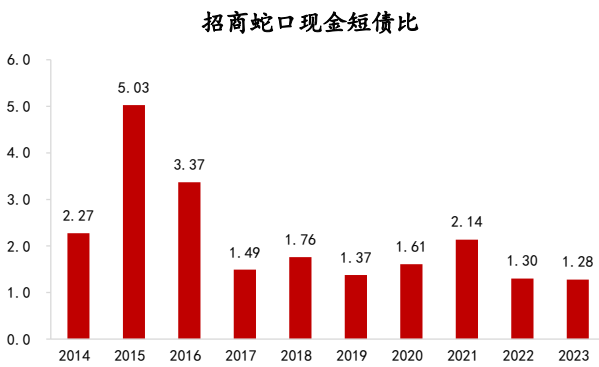
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2023 末，招商蛇口有息负债率和净负债率分别为 23.2% 和 54.6%



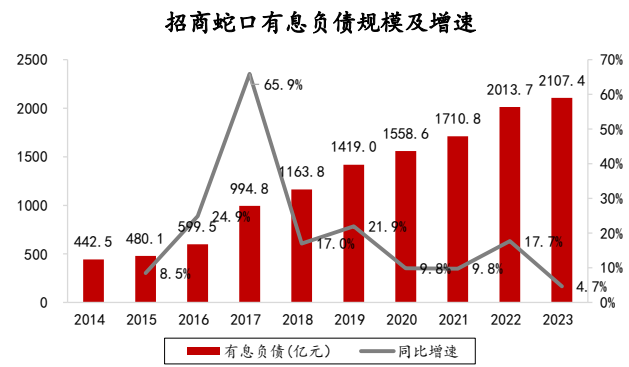
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2023 年末，招商蛇口现金短债比为 1.28X



资料来源：公司年报，中银证券

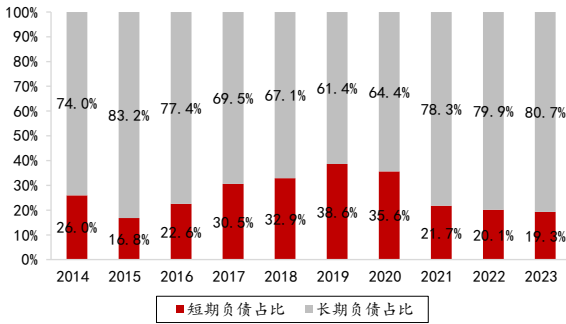
图表 12. 截至 2023 年末，招商蛇口有息负债规模 2107.4 亿元，同比增长 4.7%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2023 年末，招商蛇口短期有息负债占比 19.3%，长期有息负债占比 80.7%

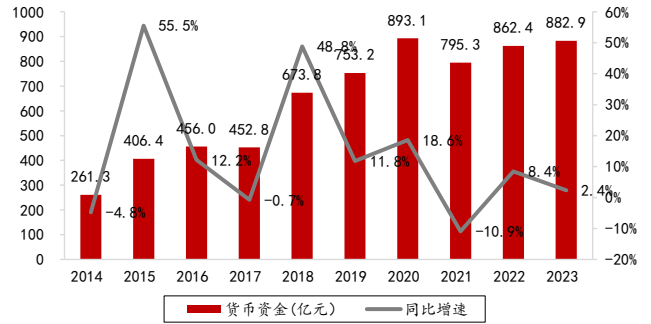
### 招商蛇口有息负债期限结构



资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2023 年末，招商蛇口货币资金 882.9 亿元，同比增长 2.4%

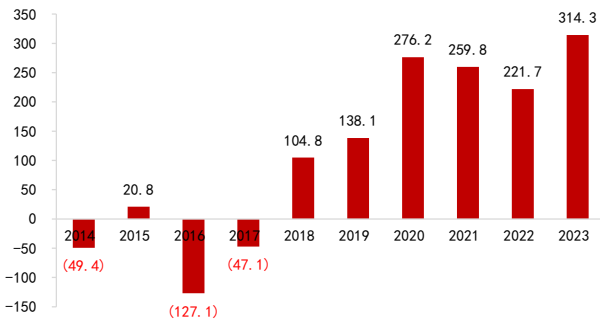
### 招商蛇口货币资金及增速



资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2023 年招商蛇口经营性现金流净额 314.3 亿元

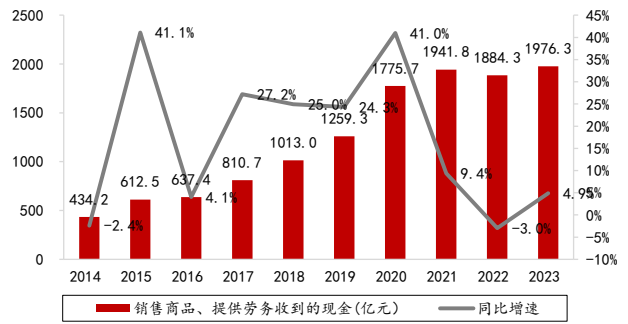
### 招商蛇口经营性现金流净额(亿元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 16. 2023 年招商蛇口销售商品、提供劳务收到的现金为 1976.3 亿元，同比增长 4.9%

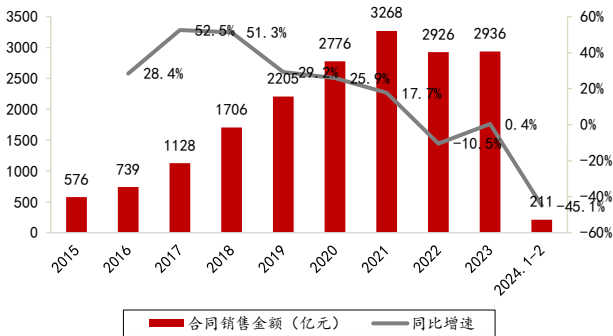
### 招商蛇口销售回款情况



资料来源：公司年报，中银证券

图表 17. 2023 年招商蛇口销售金额 2936 亿元，同比增长 0.4%

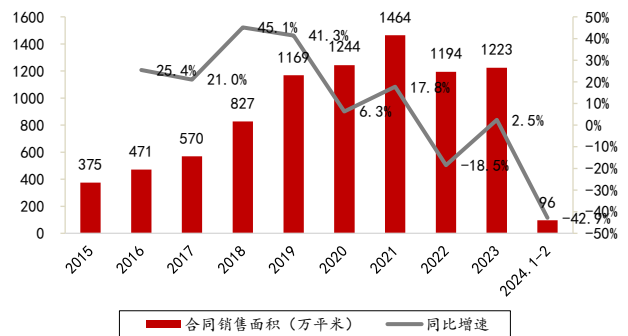
### 招商蛇口销售金额及增速



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2023 年招商蛇口销售面积 1223 万平，同比增长 2.5%

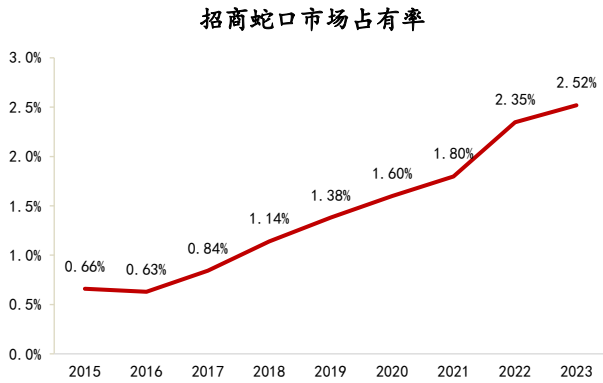
### 招商蛇口销售面积及增速



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

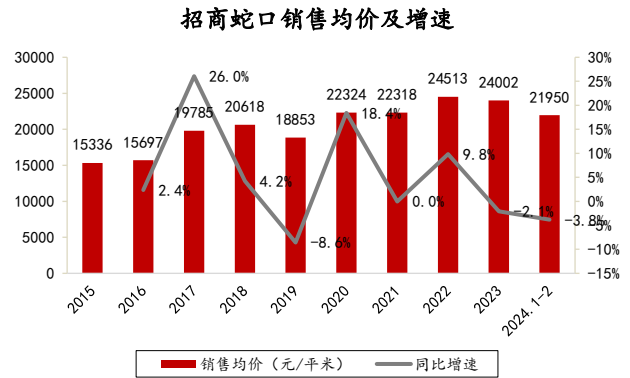


图表 19. 2023 年招商蛇口市占率提升至 2.52% (招商蛇口销售金额/全国商品房销售金额)



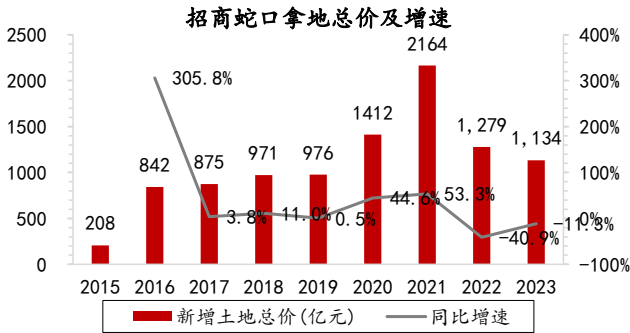
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 20. 2023 年招商蛇口销售均价 24002 元/平, 同比下降 2.1%



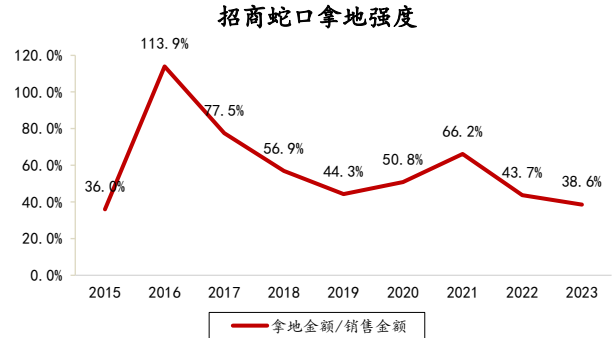
资料来源: 公司年报, 公司公告, 中银证券

图表 21. 2023 年招商蛇口拿地总价 1134 亿元, 同比下降 11.3%



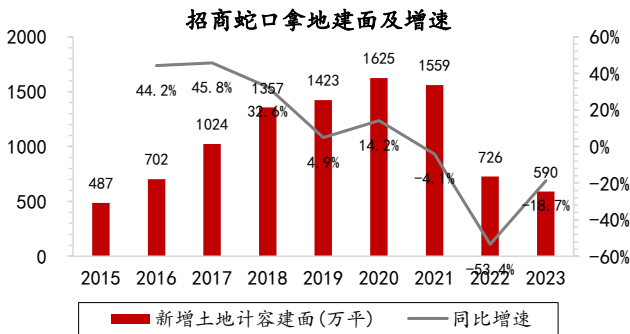
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 22. 2023 年招商蛇口拿地强度 38.6%, 同比下降 5.1 个百分点



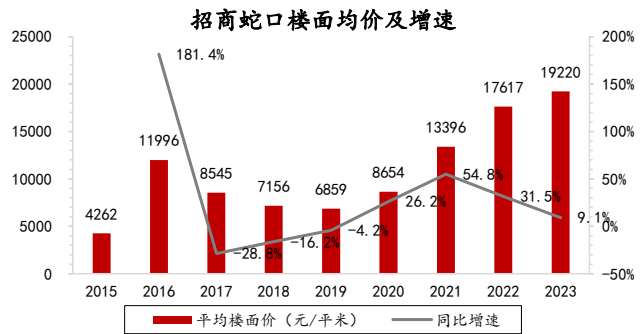
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 23. 2023 年招商蛇口拿地建面 590 万平, 同比下降 18.7%



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 24. 2023 年招商蛇口楼面均价 19220 元/平, 同比增长 9.1%



资料来源: 公司年报, 中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371