



Research and  
Development Center

# 潮起蛇口奋楫时代巨浪，招商血脉倾注美好生活

— 招商蛇口（001979.SZ）深度报告

2023 年 08 月 09 日

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号：S1500522010002

联系电话：+86-18621759430

邮箱：jiangyuhui@cindasc.com

免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



## 行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

## 知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

## 证券研究报告

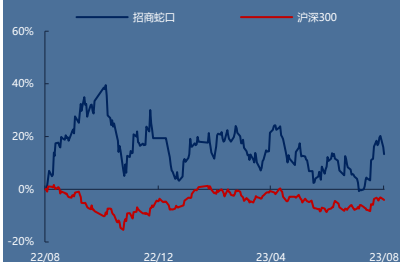
## 公司研究

## 深度报告

### 招商蛇口(001979.SZ)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 公司主要数据

收盘价(元)	13.63
52周内股价	11.95-17.08
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	8.00
总股本(亿股)	83.41
流通A股比例(%)	92.77
总市值(亿元)	1136.89

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 潮起蛇口奋楫时代巨浪，招商血脉倾注美好生活

2023年08月09日

### 本期内容提要:

◆**发展演变:** 诞生于改革开放前沿阵地，成长为全国性房企龙头。招商蛇口(001979.SZ)创立于1979年，成立以来致力成为“美好生活承载者”，向国内领先的综合开发运营商目标迈进。2015年换股吸收合并上市后，整合集团内优质地产资源，公司增长驶入快车道。2018年公司推动组织改革，运用“大部制”瘦身总部，实现扁平化的高效运作。同年增设江南、西南、海南、东南四大区域。2019年后增加持有型业务部门设置，2020年设招商商管与招商伊敦，2021年又增设招商邮轮与招商观颐，由专业公司独立运营多元化业务。

◆**地产销售:** 销售规模稳步上升，2022年排名逆势提高。2020年公司实现签约销售额2776亿元，重回行业销售规模前10。从销售增速来看，2017年后销售增速保持稳定，持续跑赢全国，在头部房企中占据领先地位，周期波动中呈现较强的稳定性。从销售目标来看，2017年公司首次制定并实现了1000亿的销售目标，进入千亿级别规模头部房企行列。2023年目标额3300亿，同时排名“保6争5”，积极进取扩大规模。随行业销售和盈利逐渐改善，我们认为公司有望进一步修复销售增速，实现超越行业的规模增长。

◆**拿地布局:** 投资强度稳健，土储布局与质量持续优化。2016-2017年公司拿地金额强度上升，随后回落并保持在50%左右。2020-2021年的疫情后首轮复苏期，招商蛇口销售额保持在20%的较高增速，拿地金额强度持续提升。2021年拿地均价上涨，而拿地规划建面有所减少。2022年至今，在行业销售规模回落、投资安全边际收缩的背景下，公司拿地强度在龙头房企中保持领先，权益占比大幅提升。从布局来看，2021年后公司在一二线城市拿地面积占比提升，聚焦销售确定性更强的华东、江南区域。土储量增质优，“强心30城”、“重点16城”等城市拿地强度持续提升。公司在深圳前海、蛇口、成都天府新区等重点城市的核心区位中有大量优质土储，为收入和盈利提供有力保障。

◆**投融资与负债结构:** 结构合理且持续优化，内生与外延增长并重。债务结构方面，2020年以来公司“三道红线”均保持绿档，适度增加资产负债率与净负债率指标。2019年后有息负债增速放缓，近年来稳步增长。再融资方面，2022年11月地产“三箭”齐发，房企再融资政策开闸，招商蛇口于12月率先公布发行股份购买资产再融资方案，7月13日公司公告标的资产过户完成，非公开发行新股登记申请已由中登公司深圳分公司受理。购买资产后公司对招商前海实业持股比例进一步增加至86%(+13.65pct)。同时募集配套资金85亿，投向存量住宅开发项目，有望进一步增厚公司净资产和净利润。收并购方面，2022年4月，招商蛇口与佳兆业集团、中国长城签订合作协议，在城市更新、商住开发运营和文旅方面开展合作，有望取得合作共赢。

◆**多元化业务:** 资产运营稳步推进，打造城市服务生态圈。公司不断提升资产运营与城市服务等多元化业务重要性。资产运营业务方面，2021年以来持有物业“双百战略”稳步推进，22年持有物业营收(减租前)达到57.1亿元。集中商业快速发展，目前在持有型物业中营收占比最高，产业园区稳定经营。近年来长租公寓营收整体保持增长趋势，单位租金稳定。公司拥有境内外双REITs平台，覆盖产业与商业地产，持有型物业流转闭环打通，有助于推动公司存量资产经营效率和资金周转率提升，为公司贡献稳定收益。城市服务业务方面，以招商积余为旗下物管与轻资产运营平台，同时在会展、邮轮、康养等业务方向持续发力，打造城市服务生态圈。

◆**业绩与估值:** 盈利有望触底回升，估值处在历史低位。2015年上市至今公司股价跑赢行业指数，股息收益率维持高位。2022年营收续创新高，净利润降至上市以来低谷。2021年至今估值修复但接近历史低位，国央企投资价值凸显。

◆**盈利预测与投资评级：**预测公司 2023-2025E 归母净利润分别为 74/ 105/ 134 亿元，EPS 分别为每股 0.89/ 1.26/ 1.60 元，8 月 8 日收盘价对应 2023-2025E 的 PE 分别为 15.32/ 10.82/ 8.51 倍。作为房地产行业龙头国央企，未来我们看好公司在市场复苏中的销售弹性和规模成长性。公司土地储备规模较大，核心区位土储确权开发后将有力支撑未来的收入和盈利，叠加公司估值与自身过去 5 年水平相比仍然较低，因此首次覆盖我们给予“买入”评级。

◆**风险因素：**政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。业务风险：公司地产销售业务和其他业务拓展不及预期。跨市场选取可比公司风险：选取的部分可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461
增长率 YoY %	23.9%	13.9%	10.8%	10.1%	10.2%
归属母公司净利润 (亿元)	104	43	74	105	134
增长率 YoY%	-15.3%	-58.9%	74.0%	41.6%	27.2%
毛利率%	25.5%	19.3%	20.2%	21.2%	22.0%
净资产收益率 ROE%	9.5%	4.2%	6.5%	8.7%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	1.24	0.51	0.89	1.26	1.60
市盈率 P/E(倍)	10.96	26.66	15.32	10.82	8.51
市净率 P/B(倍)	1.05	1.12	1.00	0.94	0.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 8 日收盘价

投资聚焦	7
1 概况：诞生于改革开放前沿阵地，成长为全国性房企龙头	8
1.1 发展历程：从蛇口工业园区走向全国	8
1.2 公司治理：背靠招商局集团，股权集中架构清晰	13
2 销售：销售规模持续增长，高能级城市占有率提升	17
2.1 销售规模：城市深耕效果显著，销售逆势增长	17
2.2 城市分布：高能级城市占有率提升	18
2.3 销售目标：稳步上升，向 3300 亿及更高目标迈进	19
2.4 主要产品：三大类产品系定位清晰，满足不同层次住房需求	20
3 拿地：投资强度趋于稳健，土储布局与质量持续优化	23
3.1 投资强度：2021 年后强度保持高位，权益占比提升	23
3.2 拿地布局：区域聚焦与城市深耕	24
3.3 拿地价格：近期拿地溢价率下降	25
3.4 土储分布：重点城市核心区区位储备充足	26
3.5 拿地方式：积极探索产城联动等渠道	27
4 投融资：融资与负债结构合理，内生与外延增长并重	28
4.1 债务结构：三道红线保持绿档，有息负债稳步增长	28
4.2 股权再融资：重启南油收购，提升前海土储权益占比	29
4.3 助力纾困：与出险房企签署合作协议，加大城市更新领域发力	32
5 多元化：资产运营稳步推进，打造城市服务生态圈	34
5.1 资产运营：持有物业双百战略，集中商业快速发展	34
5.2 城市服务：物管会展邮轮康养，打造城市服务生态圈	39
6 业绩与估值：盈利有望迎来触底回升，估值持续修复	42
6.1 业绩影响：度过高价地结算与减值时期，毛利率有望企稳回升	42
6.2 盈利与收益：股价跑赢行业指数，股息收益率维持高位	44
6.3 估值：2021 年至今估值修复，国央企房企投资价值凸显	45
盈利预测：预计 2023-25 年 EPS 为 0.89/1.26/1.60 元/股，给予“买入”评级	46
风险因素	48

## 图表目录

图表 1：招商蛇口历史沿革	8
图表 2：“133341”战略演变过程	9
图表 3：新划分的三类业务中开发业务营收规模最大	9
图表 4：新三类业务中开发业务毛利规模最大	9
图表 5：2022 年前，社区开发与运营业务营收占比最高	10
图表 6：2021 年，园区开发与运营毛利占比提高	10
图表 7：2018 年后，招商蛇口地产销售额排名快速提升	10
图表 8：2016 年以来，招商蛇口历年发展战略变化	11
图表 9：招商蛇口上市历程	12
图表 10：招商蛇口股权结构（截至 2023/7）	13
图表 11：招商蛇口组织结构（截至 2023Q2）	14
图表 12：招商蛇口组织结构演变（截至 2023 年 3 月）	14
图表 13：招商蛇口管理层基本情况（截至 2023/7）	15
图表 14：2017 年后招商蛇口销售额增速持续超全国	17
图表 15：2021 年销售面积增速提升，2022 年回落	17
图表 16：行业调整周期中销售均价仍然保持韧性	17
图表 17：2022 年招商蛇口销售额市占率提升至 2.2%	17
图表 18：招商蛇口销售增速在百强房企中保持优势	18
图表 19：2021-2022 年全国重点 22 城新房销售面积	18
图表 20：2022 年销售较好的城市中，招商蛇口市占率表现	19
图表 21：2021-2023 年销售额目标均为 3300 亿	20
图表 22：历年新开工面积与销售面积	20
图表 23：全国商品住宅销售增速下滑，23 年仍在筑底	20
图表 24：2023 年 70 城新房价格指数同比均值跌幅收窄	20
图表 25：2015 年以来改善类住房需求占比提升	21
图表 26：2022 年各城市 90-144 平为主力户型	21



图表 27: 招商蛇口主要产品线 .....	21
图表 28: 招商蛇口成就与传承系产品 .....	21
图表 29: “玺系”、“臻系”产品入选 2022 年克而瑞十大产品系 .....	21
图表 30: 2021 年以来, 现房占比与二手房增速提升 .....	22
图表 31: 招商蛇口产品力排名持续提升 .....	22
图表 32: 2022 年拿地金额强度保持高位 .....	23
图表 33: 2021-22 年拿地面积强度保持高位 .....	23
图表 34: 2022 年权益拿地金额强度排名较高 .....	23
图表 35: 2022-23 年拿地权益金额占比提升 .....	23
图表 36: 2021 年后一线与二线城市拿地面积占比提升 .....	24
图表 37: 2020 年以前拿地城市数量增加 .....	24
图表 38: 华东与江南区域拿地面积占比较高 .....	24
图表 39: 当前华东与江南区域拿地总金额占比也较高 .....	24
图表 40: 2021-2022 年拿地城市数量减少, 单城金额增加 .....	25
图表 41: 2022 年单城拿地面积下降 .....	25
图表 42: 2022 年上海、北京、深圳拿地金额最高 .....	25
图表 43: 2022 年长沙、上海、合肥拿地面积最大 .....	25
图表 44: 2023Q2 拿地金额强度企稳 .....	26
图表 45: 2016 年后二三线城市土拍热度保持高位 .....	26
图表 46: 2020 年后拿地溢价率趋于降低 .....	26
图表 47: 2020 年以来拿地楼面均价稳定 .....	26
图表 48: 当前住宅未竣工口径土储规模充裕 .....	26
图表 49: 2022 年华东与江南区域未竣工土储占比较高 .....	26
图表 50: 在深圳前海蛇口自贸区拥有大量土储 .....	27
图表 51: 招商蛇口在成都天府新区拥有大量待开发土储 .....	27
图表 52: 招商蛇口多元化拿地方式 .....	27
图表 53: 剔除预收账款资产负债率始终低于 70% .....	28
图表 54: 2020 年末以来“三道红线”均保持绿档 .....	28
图表 55: 2018 年后有息负债增速降低, 保持稳步增长 .....	29
图表 56: 综合资金成本长期保持在 5% 以下 .....	29
图表 57: 发行较多超短融、中票、证监会 ABS 和公司债 .....	29
图表 58: 2022 年招商蛇口综合资金成本保持优势 .....	29
图表 59: 招商蛇口发行股份购买资产交易信息 .....	30
图表 60: 本次交易前股权结构情况 .....	30
图表 61: 发行股份购买资产后股权结构情况 .....	30
图表 62: 募集配套资金投向 .....	31
图表 63: 前海蛇口自贸投资股权关系 .....	32
图表 64: 前港妈湾片区所处位置 .....	32
图表 65: 公司前海妈湾片区土储货值提升 .....	32
图表 66: 招商蛇口在粤港澳大湾区布局较多 .....	33
图表 67: 佳兆业城市更新项目储备情况 (截至 2022H1) .....	33
图表 68: 可出租物业总可出租面积高增 .....	34
图表 69: 2021 年实现出租收入大幅增长至 34.1 亿元 .....	34
图表 70: 各业态中, 厂房与商铺可出租面积占比提升 .....	34
图表 71: 厂房、商铺与公寓出租收入持续增长 .....	34
图表 72: 集中商业规模快速扩张, 出租率维持高位 .....	35
图表 73: 集中商业年租金收入趋势提升, 单位租金略降 .....	35
图表 74: 招商蛇口集中商业项目布局 .....	35
图表 75: 产业园区规模快速扩张, 出租率维持高位 .....	36
图表 76: 产业园区年租金收入趋势提升 .....	36
图表 77: 公寓规模快速扩张, 出租率维持高位 .....	36
图表 78: 公寓年租金收入趋势提升, 单位租金略降 .....	36
图表 79: 招商蛇口主要长租公寓产品 .....	37
图表 80: 写字楼规模保持稳定, 出租率维持高位 .....	37
图表 81: 写字楼年租金收入平稳, 单位租金有所降低 .....	37
图表 82: 2020 年后酒店累计入住套数恢复 .....	38
图表 83: 酒店单位营收近年略有降低 .....	38
图表 84: 招商蛇口产业园 REITs 与招商局商业房托 REITs 主要持有项目 (截至 2023/5) .....	38
图表 85: 招商蛇口城市服务主要涉及物管、会展、邮轮和康养领域 .....	39
图表 86: 招商积余 2020 年后营收增速保持稳定 .....	39
图表 87: 招商积余 2020 年后归母净利润持续增长 .....	39
图表 88: 招商积余在管项目个数稳定增长 .....	40

图表 89: 招商积余 2021 年非住宅项目管理面积大幅提升 .....	40
图表 90: 招商积余 2022 年非住宅签约金额继续高增 .....	40
图表 91: 招商积余主营业务构成 .....	40
图表 92: 2022 年营收达到 1830 亿的历史高位 .....	42
图表 93: 2022 年仍盈利但归母净利润增速跌幅扩大 .....	42
图表 94: 2022 年竣工增速放缓, 2023 年有望恢复 .....	42
图表 95: 招商蛇口竣工完成率保持高位 .....	42
图表 96: 毛利率长期领先行业, 2022 年毛利率 19.3% .....	43
图表 97: 招商蛇口 2022 年净利率降至 2.3% 的低位 .....	43
图表 98: 龙头房企中毛利率略低, 2023Q1 为 12.6% .....	43
图表 99: 招商蛇口 2023Q1 结算净利率小幅回升至 2.8% .....	43
图表 100: 招商蛇口 ROE 变化拆解可知, 结算净利率下滑对 ROE 拖累较大 .....	43
图表 101: 2015 年上市至今跑赢行业指数 .....	44
图表 102: 股息率超 AAA 级企业债 .....	44
图表 103: 2020-23 年招商蛇口平均股息率适中 .....	44
图表 104: 2023Q1 分红率保持在 40% 的高位 .....	44
图表 105: 招商蛇口与申万房地产行业指数市净率 (PB) 估值出现两次背离 .....	45
图表 106: 2016-2021 年招商蛇口市净率降低 .....	45
图表 107: 招商蛇口绝对收益率反弹 .....	45
图表 108: 公司主要业务营收增速及毛利率 .....	46
图表 109: 可比公司每股净资产与市净率情况 .....	47

## 投资聚焦

### 报告亮点:

本篇报告从发展战略、销售、拿地、融资和多元化业务 5 个方面，详细介绍与分析招商蛇口的发展历程、经营情况与竞争优势。

### 投资逻辑:

- **积极进取保持规模成长的确定性。**从公司近期销售数据来看，2022 年招商蛇口实现签约销售额 2926 亿元，行业排名升至第 6。2023 年 1-6 月销售额 1664 亿元，同比增长 40%。在排名方面也保持自 2015 年重组上市以来的上升趋势。随行业销售和盈利逐渐改善，我们认为公司在销售和拿地端保持积极进取态度，充分运用当前低成本融资环境，有望实现有效扩表，并发挥龙头企业的规模效应。
- **行业调整期体现穿越周期的稳定性。**2017 年后，公司每年销售金额与销售面积同比增速均超过全国销售额增速，主要头部房企中也占据领先地位。本轮房地产行业调整周期中，2022 年全年招商蛇口累计实现销售面积 1194 万平方米，累计销售金额 2926 亿元。与其他龙头房企相比，公司销售额下跌幅度较小。同时 2022 年并未通过大幅降价换取流速，公司交付与产品力方面获得市场高度认可。2022 年销售额市场占有率也提升至 2.2% 的最高值。周期波动中公司销售表现呈现较强的稳定性。
- **当前市净率处在历史偏低水平。**2022 年至今，头部国央企房企在销售表现、货值储备和融资条件等方面具备较大优势，但受收入与房价等悲观预期影响，当前公司估值接近历史低位，国央企房企投资价值凸显。随着行业表现步入筑底企稳阶段，我们认为招商蛇口为代表的优质国央企房企估值有望提升。
- **行业格局重塑背景下，招商蛇口具备较高投资价值。**从近期市场表现来看，我们认为当前房地产市场下行已至尾部，行业销售整体呈现企稳筑底趋势。6 月百强房企单月销售额环比增长 9.5%，相较于 5 月的-14.5%下行幅度出现边际好转；尽管 7 月楼市走势波动加大，但政策发力托底有望推动行业企稳复苏。房价等指标也处于同比跌幅收窄的筑底阶段，行业有望迎来新一轮周期起点。在此阶段，供需格局改善及价格回撤幅度较小的区域或表现更佳。招商蛇口当前货值储备主要集中在核心一二线城市，在深圳前海、蛇口、成都天府新区等重点城市的核心区位中有大量优质土储，核心区位土储确权开发后将有力支撑未来的收入和盈利，具备较高的投资价值。



# 1 概况：诞生于改革开放前沿阵地，成长为全国性房企龙头

## 1.1 发展历程：从蛇口工业园区走向全国

### 1.1.1 历史沿革：40 年风雨兼程，成就国内领先的综合开发运营商

**改革开放前沿阵地，启航 40 年风雨历程。**1978 年十一届三中全会开启了改革开放新时代，1979 年，中国第一个外向型工业园区——招商局蛇口工业区，在当年奠基并起步，招商蛇口（001979.SZ）也诞生于 1979 年。1979 年至今，公司发展历程可分为四个阶段：

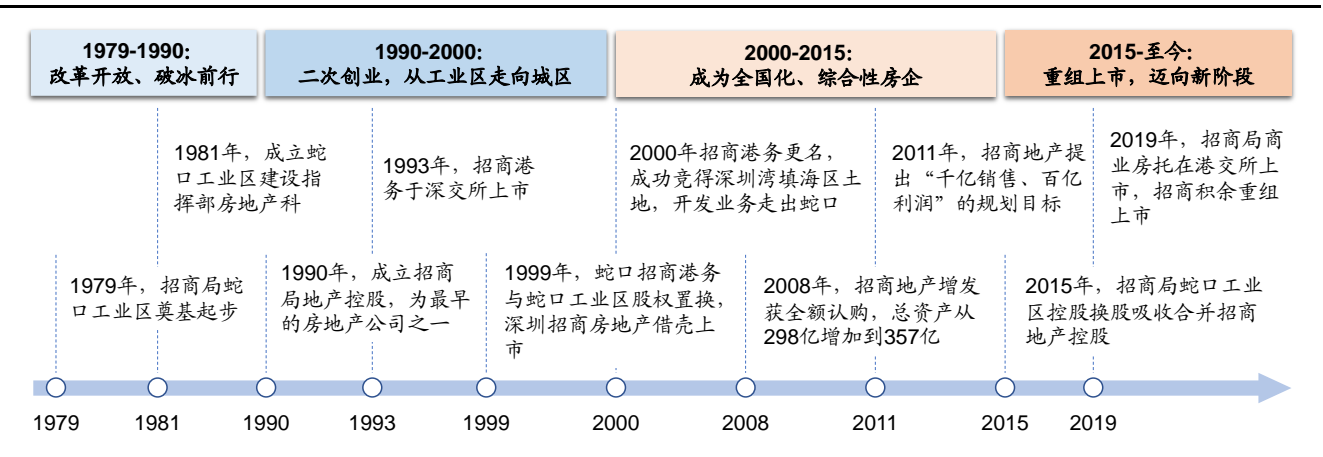
**第一，1979-1990 年，随“改革开放”而建立，业务集中在蛇口工业区，以园区开发为主：**1979 年 7 月，招商局蛇口工业区建设指挥部正式成立，负责蛇口工业区的筹建工作。1979 年 10 月，蛇口工业区成立地产管理处，主要负责工业区内土地规划征用、建设和经营管理。1981 年成立蛇口工业区建设指挥部房地产科。1984 年房地产科独立，蛇口区房地产公司成立，负责工业区职工住房建设，并率先进行职工住房商品化改革。

**第二，1990-2000 年，“二次创业”，分离园区管理等政府职能，聚焦蛇口地产开发业务。**1987 年蛇口工业区房地产公司获得深圳市政府核定的一级房地产综合开发资质。1990 年成立招商局地产控股，为国内最早的房地产公司之一。1997 年，蛇口工业区房地产公司获得国家一级开发资质，更名为深圳招商房地产有限公司。

**第三，2000-2015 年，从深圳蛇口走向全国，逐步成长为全国性房企龙头。**2000 年，原先上市公司主体招商港务成功竞得深圳湾填海区两块土地，标志着公司商品房开发业务正式走出蛇口。2001 年又剥离了港口业务。2007 年，招商地产获得国家一级房地产综合开发资质，同年提出全国化构想。2008 年成立深圳招商建设，获得建筑企业资质。2014 年招商地产的销售额首次超过 500 亿，在华中、华北、华南和华东四大区域成功布局，初步完成向全国性房地产综合开发商的角色转变。

**第四，2015 年至今，重组上市后快速发展，致力成为全国领先的综合开发运营商。**2015 年，招商局集团提出要培育四个“全国领先”，其中关于地产部分提及“国内领先的城市综合开发和运营服务商”。同年招商局蛇口工业区控股换股吸收合并招商地产。2017 年，公司签约销售额首次突破千亿元大关，排名行业第 14。2020 年，销售排名重回前 10。2022 年，签约销售额达到 2926 亿元，排名第 6。

图表 1：招商蛇口历史沿革



数据来源：公司官网，《招商蛇口企业文化手册》，信达证券研发中心

### 1.1.2 战略演变：顺应市场变化，持续推进公司战略转型

2016 年至今，发展战略几经变革。2016 年，公司制定“133341”战略，其中最先的“1”，即是以成为领先的城市和园区综合开发运营服务商为战略定位。主营业务方面，公司原先主要开展社区、园区、邮轮运营三大业务。2022 年，为匹配战略目标和转型方向，原来的三大主业：社区、园区、邮轮运营，调整为三类业务：开发业务、资产运营、城市服务，按照业务形态重新划分。其中，开发业务主营以住宅为主的可售型商品房的开发与销售，而原先的邮轮业务板块调整为城市服务的一部分。

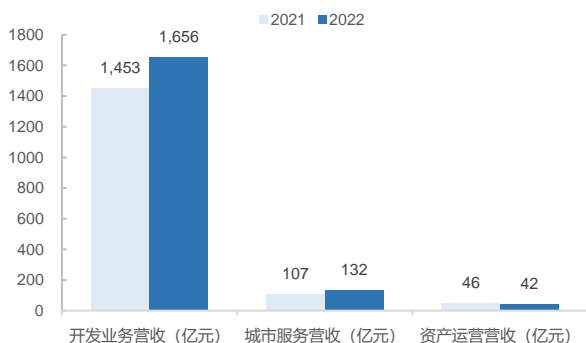
图表 2：“133341”战略演变过程

战略	2015 年	2021 年	2022 年
1	战略定位：中国领先的城市和园区综合开发运营服务商		
3	三大业务：社区运营、园区运营、邮轮运营		开发业务、资产运营、城市服务
3	三个基础策略：区域聚焦、城市深耕、转型发展		区域聚焦、城市深耕、综合发展
3	聚焦居民客户、企业客户和政府客户需求	三个转变：（1）由开发为主，向开发经营并重转变；（2）由重资产为主，向轻重资产结合转变；（3）由同质化竞争，向差异化发展转变	
4	“产、网、融、城”一体化运作		
1	创新驱动：业务创新、商业模式创新、机制创新和管理创新多管齐下		

数据来源：公司公告，2022 年业绩发布会，信达证券研发中心

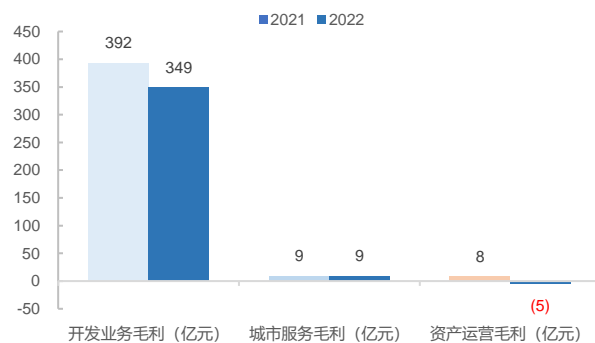
地产开发始终为公司最重要业务，2015 年后销售排名快速上升。2015 年四季度至今，原有的三类主营业务中，社区开发与运营业务营业收入占比始终保持在 70%以上。园区开发与运营业务毛利占比通常高于营收占比，2021 年第二季度社区开发运营毛利占比下降至 56%，园区开发毛利占比提高到 44%。2022 年二季度社区开发与运营业务营收与毛利占比继续保持在较高位置，地产开发始终为公司最重要的主营业务。从克而瑞销售排名来看，2013-14 年公司销售额排名行业第 15。自 2015 年重组上市以来，招商蛇口在销售规模方面保持积极进取姿态，2018 年后公司全口径销售排名快速上升，2022 年销售排名跃居行业第 6。

图表 3：新划分的三类业务中开发业务营收规模最大

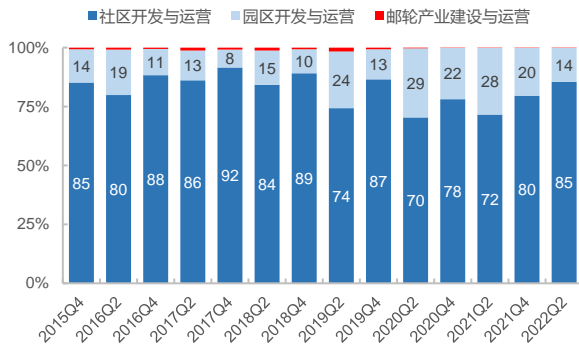


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

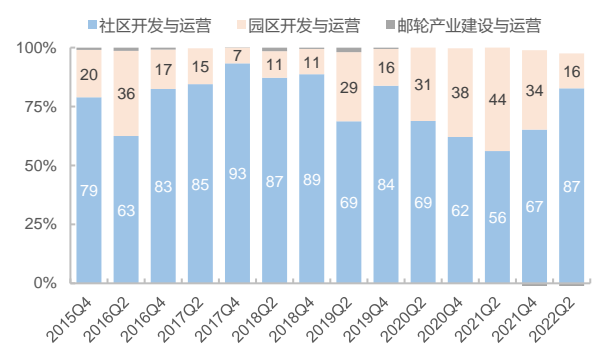
图表 4：新三类业务中开发业务毛利规模最大



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 5：2022 年前，社区开发与运营业务营收占比最高**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 6：2021 年，园区开发与运营毛利占比提高**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 7：2018 年后，招商蛇口地产销售额排名快速提升**

统计年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	绿地集团	绿地集团	绿地集团	恒大地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产	保利发展
3	保利地产	万达集团	万达集团	绿地集团	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	万科地产
4	中海地产	保利地产	恒大地产	万达集团	绿地集团	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地
5	恒大地产	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利发展	保利发展	保利发展	中国恒大	中海地产
6	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口
7	绿城中国	恒大地产	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团
8	华润置地	华润置地	世茂房地产	华润置地	华夏幸福	龙湖地产	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	绿城中国
9	碧桂园	世茂房地产	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂房地产	华润置地	绿地控股	龙湖集团
10	世茂房地产	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	建发房产
11	龙湖地产	融创中国	富力地产	绿城中国	华润置地	绿城中国	世茂房地产	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	融创中国
12	招商蛇口	龙湖地产	绿城中国	世茂房地产	金地集团	金地集团	招商蛇口	招商蛇口	新城控股	世茂集团	中国金茂
13	融创中国	金地集团	华夏幸福	金地集团	龙湖地产	新城控股	华夏幸福	阳光城	金地集团	绿城中国	滨江集团
14	金地集团	中信地产	龙湖地产	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口	阳光城	金地集团	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股
15	富力地产	招商蛇口	招商蛇口	龙湖地产	新城控股	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	中国铁建
16	远洋地产	富力地产	金地集团	富力地产	世茂房地产	世茂房地产	金地集团	中南置地	金科集团	新城控股	越秀地产
17	雅居乐	华夏幸福	雅居乐	雅居乐	首开股份	泰禾集团	绿城中国	金科集团	中南置地	中南置地	旭辉集团
18	宏立城	雅居乐	远洋地产	远洋地产	旭辉集团	中南置地	中南置地	中国金茂	阳光城	金科集团	华发股份
19	中信地产	远洋地产	九龙仓	中国铁建	富力地产	阳光城	富力地产	中梁控股	绿城中国	阳光城	新城控股
20	华夏幸福	中国中铁	金科集团	荣盛发展	鲁能集团	正荣集团	泰禾集团	华夏幸福	中梁控股	中梁控股	远洋集团

数据来源：克而瑞地产研究，信达证券研发中心。说明：按照全口径销售额排序

**2016 年至今，公司根据市场形势变化与政策导向，调整战略与经营计划。**

2016 年是“十三五”开局之年，公司判断供给侧改革与央企重组力度加大，将主题定为“融合年”，提出要实现社区业务业绩稳步增长，加快园区板块开发建设，积极探索邮轮新业务。当年招商蛇口与前海管理局组建“深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司”，参与前海蛇口自贸区管理体制创新。

2017 年“房住不炒”基调贯穿始终，公司认为房地产市场将保持平稳，主题为“发展年”。当年公司业绩首度跨越“千亿”目标，跻身千亿规模房企行列。2018 年公司判断因城施策主基调仍将延续，当年主题“改革年”，完成组织架构调整。

2019 年判断行业发展处在顶部，将持续推进转型创新，当年定位为“提质增效年”，要求进一步提升资产管理能力，强化持有物业经营能力。12 月招商局商业房托基金在港交所

成功上市，成为 2006 年后首只由中国国有企业资产分拆在港上市的房地产投资信托基金，为公司开拓不动产金融业务新思路。2019 年 12 月 16 日招商积余在深交所重组更名上市，成功实现集团物业板块上市。

图表 8：2016 年以来，招商蛇口历年发展战略变化

展望年份	基本判断	经营计划
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2016 年是“十三五”的开局之年，是招商蛇口整合后在新的管理层领导、新的战略指引、新的组织架构下开展业务的全新的一年，是公司转型发展各项新业务全面铺开的一年</li> <li>- 未来五年，改革、创新、重组必将是企业竞争的主题</li> <li>- 深化改革的系列举措将陆续出台和深入推进，供给侧改革会全面推开，央企重组整合力度会加大，资源将继续向优势企业集中，将给公司带来快速发展机遇</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司的重点工作将围绕“融合”、“巩固”和“创新”展开</li> <li>- 要继续狠抓土地发展、产品设计、成本控制、营销、客户服务、物业管理等各项专业能力，实现社区业务板块业绩的稳步增长</li> <li>- 加大力度、加快推进园区板块的开发建设，积极探索邮轮新业务</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>- “房子是用来住的、不是用来炒的”，2016 年的中央经济工作会议明确了促进房地产市场平稳健康发展的基调，为 2017 年的房地产调控政策指明了方向</li> <li>- 投资投机性需求将受到遏制，长效机制建设有望提速。房地产市场将保持平稳</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 随着国企改革提速，在央企、地方国企的兼并重组领域，有望出现难得的并购机遇。力争在五年内成为世界 500 强企业</li> <li>- 内生增长与兼并收购并举。结合外延式增长方式，两条腿走路。以自身良好的管理水平、全产品开发的经验以及低廉的资金成本优势开展并购工作</li> <li>- 持续调整组织架构、优化管理及决策机制、强化绩效考核与激励机制、加大人才培养与储备力度。将通过向区域适度授权，做实区域管理总部，缩短决策链条，节约管理成本并提高管理效率，进一步增强公司经营的市场导向和目标导向</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 分类调控，因城施策的房地产调控主基调仍将持续，核心城市调控难有放松</li> <li>- 国家以及地方层面都将加快研究并推进包括住房租赁等制度在内的房地产长效机制的建设。长远来看，房地产市场将日趋平稳</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 在京津冀、长三角、珠三角等重点地区，力争获取更多优质园区资源，并加速已签约园区的开发建设；进一步提升前海蛇口自贸区大本营建设，加快推进前海土地整备；积极推进邮轮旅游、邮轮船供、特色免税等业务进一步发展</li> <li>- 探索存量资产证券化途径，有序盘活存量资产，以融助产</li> <li>- 加快提升存货周转率，进一步加快规模扩张</li> <li>- 把握行业的集中度提升中的结构性兼并收购机会，把握趋势、持续深耕、做强做大</li> <li>- 通过强化前期定位、强化计划质量管理、合理铺排生产计划、多方位提升项目开发能力</li> <li>- 从产品溢价力、产品质量、品牌影响力等方面提高公司产品竞争力</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 房地产调控政策将以“稳”为主，因城施策、一城一策仍将持续</li> <li>- 房地产行业的发展在“量”上处于顶部，兼并加剧，行业集中度将持续提升，龙头企业优势也更为明显</li> <li>- 为应对存量时代到来，更多房企将目光从“规模”转为实施质量发展战略，持续推进转型创新成为行业龙头共同的选择</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 以客户为中心，精准定义客户，强化客户意识，进一步打造公司产品与服务的特色和品质，提升客户吸引力</li> <li>- 依托资源、品牌、融资等优势，以城市更新升级为契机，抓住窗口期，围绕粤港澳、京津冀、长江经济带、海南自贸区、一带一路等几大经济带(圈)，轻重并举，快速布局</li> <li>- 加快推进重点产城项目及大健康、大文化等转型创新项目</li> <li>- 提高项目运营管理能力及创新创造能力，打造标杆项目，进一步提升资产管理能力，强化持有物业经营能力</li> </ul>
2020	<p>房地产行业高回报不再，“房住不炒”+“因城施策”的调控政策体系日趋成熟，调控小松大紧将成为常态，房企平均回报水平整体走低</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 全面践行综合发展理念，努力发展成为最有价值的综合发展头部企业</li> <li>- 关注质量、运营和服务，关注承诺兑现，关注过程管控，关注可持续发展</li> </ul>
2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 未来五年不变的是“房住不炒”的定位、变化的是长效机制将更加完善，虽然行业利润空间虽逐年收窄，但机会仍存</li> <li>- 未来，商业体验式和服务类占比将会提升，写字楼要对企业客户所处的行业保持敏感度，长租公寓在一线、强二线城市争夺发展势头</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 面对行业重大变局，重新审视业务模式和商业逻辑，在 133341 战略基础上，将坚定“三个转变”落实到公司长期战略中</li> <li>- 聚焦能力提升，全力推进综合发展模式有效落地，重点推进品牌美誉度全面提升，为未来五年的高质量发展开好头、起好步</li> </ul>
2022	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 房地产的居住属性将进一步强化，随着政策对刚需和改善型购房需求边际改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 坚定“三个转变”，全面提升各项经营发展能力，推进综合发展模式有效落地</li> </ul>



	- 产业土地政策收紧，行业发展已由增量转向存量盘活战略转型期	- 力争实现签约销售金额 3,300 亿元、新开工面积 1,400 万平方米、竣工面积 1,400 万平方米的业绩目标
2023	- 市场预期和信心将逐步回暖 - 物业行业竞争将进一步加剧，机会与挑战并存，转型升级任务更加紧迫 - 预计集中商业写字楼、产业园区及公寓酒店等经营性业态将会迎来显著复苏	坚定区域聚焦和城市深耕策略，坚持“以销定投”原则，持续更新优化并运用好“强心 30 城”、“核心 6+10 城”分档、板块地图与竞企对标等策略工具，重投核心城市

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

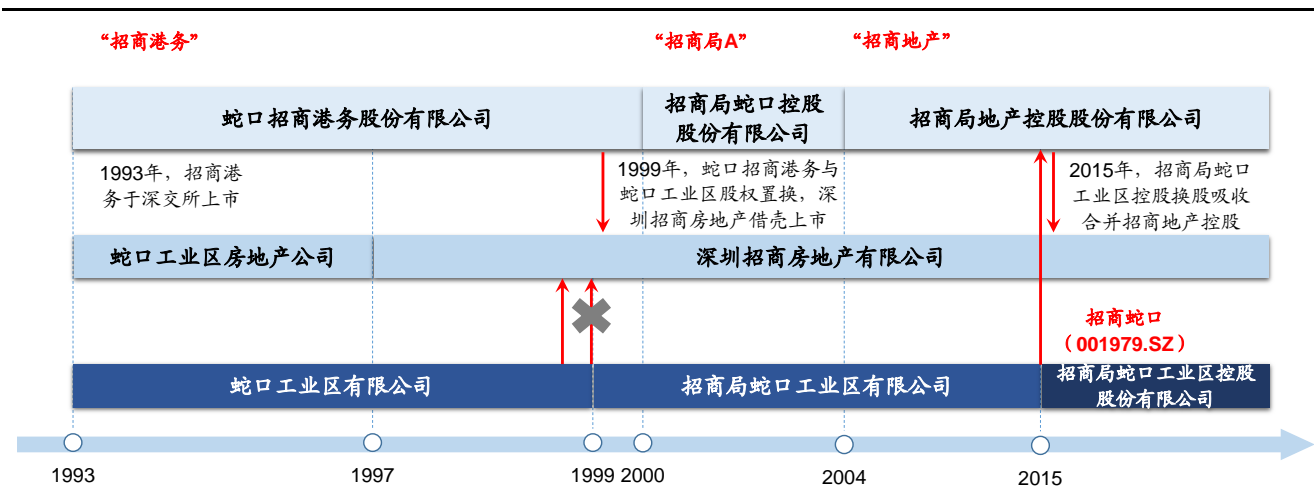
### 1.1.3 资本市场：重组上市理顺业务关系

**招商蛇口股权结构经历多次调整。**1984 年，蛇口工业区房地产公司成立。进入 90 年代以后，招商局集团加快了下属企业的股份制改造步伐，1990-1993 年，招商局旗下安达实业、南方玻璃与招商港务纷纷上市。为应对 1993 年经济过热，政府加大宏观调控力度，限制房企通过股权和银行渠道融资，当时火热的海南楼市快速降温。

**1999 年借壳上市，股权改革加速。**随着“房改”推进，行业资金需求不断增长。1997 年，蛇口工业区房地产公司更名为“深圳招商房地产有限公司”。随后的 1999 年融资政策有所松动，建设部开始推动部分房企恢复上市。蛇口招商港务有限公司以部分资产，与蛇口工业区有限公司持有的深圳招商地产、招商供电和招商供水股权置换，深圳招商房地产有限公司实现借壳上市。同年，蛇口工业区有限公司更名为“招商局蛇口工业区有限公司”。2000 年，招商港务更名为“招商局蛇口控股股份有限公司”（证券简称“招商局 A”），2004 年又更名“招商局地产控股股份有限公司”，证券简称变为“招商地产”。2005 年招商地产披露股权分置改革方案。2008 年，招商地产增发募集近 60 亿元获批，并于当年增发完成。

**2015 年换股吸收合并，完成混合所有制改革并理清业务关系，公司增长驶入快车道。**2015 年 6 月，招商局蛇口工业区控股以整体变更方式完成股份制改造，成为股份有限公司。9 月招商局蛇口工业区控股发布重组方案，通过发行 A 股换股吸收合并招商地产控股，新公司全称“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”（招商蛇口，001979.SZ）。吸收合并同步解决招商地产 A、B 股换股问题；首次在吸收合并中引入近 120 亿元的战略投资，实现混合所有制改革；同时完成新加坡 B 股退市。2016 年是招商蛇口重组上市后的首年，公司业绩表现亮眼，营业收入同比增长 29.15%，归母净利润同比增长 97.54%。

图表 9：招商蛇口上市历程



数据来源：《招商蛇口企业文化手册》（2020 年），信达证券研发中心



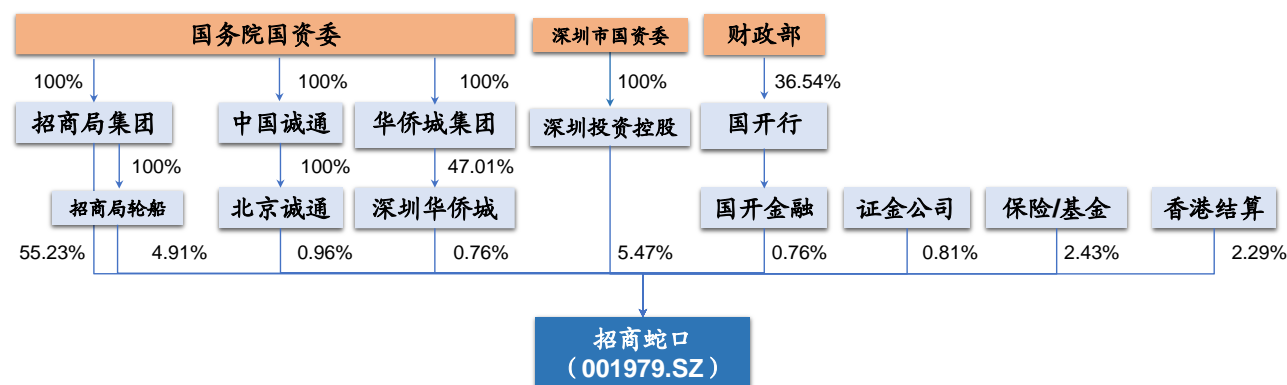
## 1.2 公司治理：背靠招商局集团，股权集中架构清晰

### 1.2.1 股权结构：招商局集团控股，国资背景股东较多

公司股权结构集中并保持稳定，控股股东招商局集团实力雄厚。截止 2023 年 7 月，招商局集团持股比例 55.23%，为公司控股股东。招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，2005 年成为国资委确定的以地产为主业的 16 家央企之一；2022 年由国有资本投资公司试点企业正式转为国有资本投资公司。目前招商局集团体系内拥有两个世界 500 强公司：招商局集团、招商银行，集团业务集中于交通物流、综合金融、城市与园区综合开发，以及近年来布局的大健康、检测等新兴产业。

其余股东较多具备国资背景。公司前十大股东中，其他国资背景股东包括北京诚通金控、华侨城、国开金融，分别持股 0.96%、0.76%、0.76%。发行股份购买资产交易完成后，深圳市国资委旗下的深圳投资控股持有招商蛇口 5.47% 股权。保险和基金方面，证金公司、社保基金、兴全基金、工银瑞信分别持股 0.81%、1.04%、0.79% 和 0.60%。外资方面，香港中央结算持股占比 2.29%。

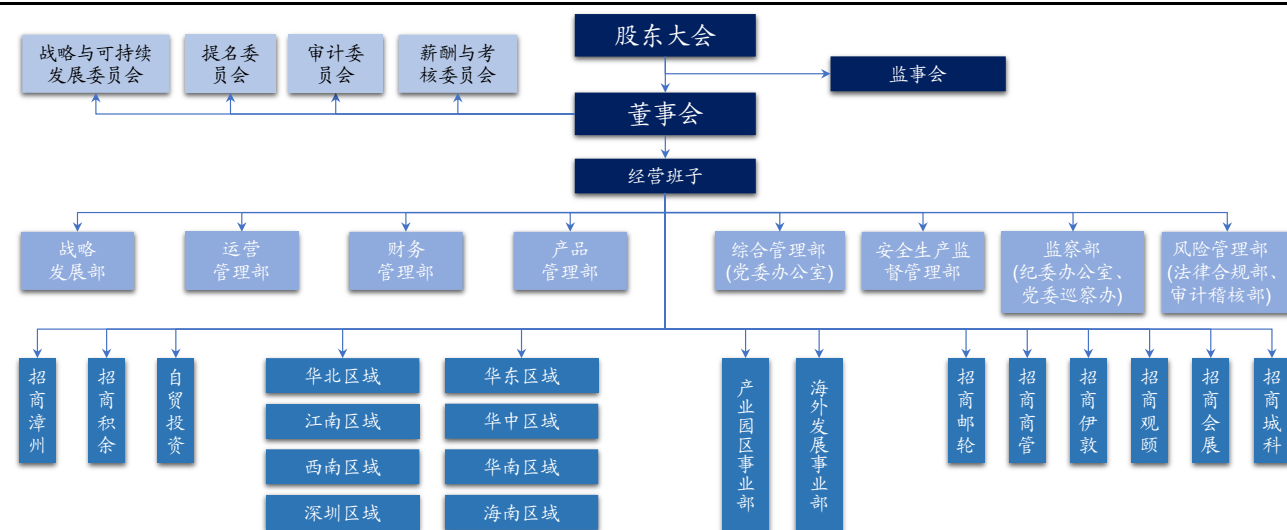
图表 10：招商蛇口股权结构（截至 2023/7）



数据来源：Wind，信达证券研发中心

### 1.2.2 管理架构：“总部-事业部-区域集团”架构清晰

近年来保持“总部-事业部（专业公司）-区域集团”架构。除总部与区域集团外，招商蛇口组织架构中还包括事业部和专业公司。公司事业部主要有 2 个，产业园区事业部作为专设平台，主要负责产业园区的业务。另设海外发展事业部。与此同时，2013 年公司注入部分城市的地产项目，以招商局置地（0978.HK）为境外上市平台。目前还设置了 6 个专业公司，分别为招商邮轮、招商商管（集中商业与写字楼）、招商伊敦（酒店与公寓）、招商观颐（康养）、招商会展和招商城科（数字化），经营业务多元化。

**图表 11：招商蛇口组织结构（截至 2023Q2）**


数据来源：招商蛇口《2022 年可持续发展报告》（2023 年），信达证券研发中心。注：2022 年可持续发展报告发布于 2023/3

从变化趋势上看,服务于公司战略转型,公司持续调整组织架构、优化管理及决策机制。2012 年,公司建立了以经济利润和销售额为核心指标的新型激励体系。2016 年向区域适度授权,做实区域管理总部,缩短决策链条,节约管理成本并提高管理效率,增强经营的市场导向和目标导向。

**2018 年进行了职能部门合并精简,增设四大区域。**通过推动公司组织改革,运用“大部制”,奉行“小总部、大区域”模式,打破职能壁垒、缩减流程、瘦身总部,实现扁平化的高效运作。2018-2019 年,总部职能部门精简为 8 个,取消了审计稽核、人力资源、信息技术、资金资本、营销品牌、成本管理部 and 城市研究院,职能合并至其他现有部门。区域方面,增设江南、西南、海南、东南四大区域,除东南区域 2020 年后独立为招商漳州公司之外,其他三大区域延续至今。

**2019-2020 年增加持有型物业部门设置,2020 年招商商管与招商伊敦等专业公司独立运营。**2019 年 12 月招商物业吸收合并中航信托,更名为招商积余。同年公司成立资产管理中心。招商蛇口为 2020 年设置的主题为“资管年”,公司持有型业务实现突破。当年公司协同招商积余设立“招商商管”商业运营管理团队,主管商业地产业务,公寓与酒店业务由招商伊敦负责,以专业化、垂直化为原则重塑组织管理体系。

**图表 12：招商蛇口组织结构演变（截至 2023 年 3 月）**

年份	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023
总部 职能部门	战略发展部	战略发展部	战略发展部	战略发展部	战略发展部	战略发展部	战略发展部	战略发展部
	运营管理中心	运营管理中心	运营管理中心	运营管理部	运营管理部	运营管理部	运营管理部	运营管理部
	财务部	财务部	财务部	财务管理部	财务管理部	财务管理部	财务管理部	财务管理部
	产品管理中心	产品管理部	产品管理中心	产品管理部	产品管理部	产品管理部	产品管理部	产品管理部
	办公室	办公室（党委办公室）	办公室（党委办公室）	综合管理部（党委办公室）	综合管理部（党委办公室）	综合管理部（党委办公室）	综合管理部（党委办公室）	综合管理部（党委办公室）
	监察部	监察部（纪委办公室）	监察部（纪委办公室）	监察部（纪委办公室）	监察部（纪委办公室、党委巡查办）	监察部（纪委办公室、党委巡查办）	监察部（纪委办公室、党委巡查办）	监察部（纪委办公室、党委巡查办）
	法律事务部	法律事务部	法律事务部	风险管理部（法律合规部、审计稽核部）	风险管理部（法律合规部、审计稽核部）	风险管理部（法律合规部、审计稽核部）	风险管理部（法律合规部、审计稽核部）	风险管理部（法律合规部、审计稽核部）
			安全生产监督管理部	安全生产监督管理部	安全生产监督管理部	安全生产监督管理部	安全生产监督管理部	安全生产监督管理部

	董事会秘书处	董事会秘书处	董事会秘书处	董事会秘书办公室	董秘办	董秘办	董秘办	
					资产管理中心	资产管理中心	资产管理中心	
业务集团		深圳前海蛇口自贸投资	前海蛇口自贸投资	自贸投资	自贸投资	自贸投资	自贸投资	自贸投资
	招商物业	招商物业	招商物业	招商物业	招商积余	招商积余	招商积余	招商积余
					招商漳州	招商漳州	招商漳州	招商漳州
					雄安公司	雄安公司	雄安公司	
区域	华北区域	华北区域	华北区域	华北区域	华北区域	华北区域	华北区域	华北区域
	华东区域	华东区域	华东区域	华东区域	华东区域	华东区域	华东区域	华东区域
	华中区域	华中区域	华中区域	华中区域	华中区域	华中区域	华中区域	华中区域
	华南区域	华南区域	华南区域	华南区域	华南区域	华南区域	华南区域	华南区域
	深圳区域	深圳区域	深圳区域	深圳区域	深圳区域	深圳区域	深圳区域	深圳区域
				江南区域	江南区域	江南区域	江南区域	江南区域
				西南区域	西南区域	西南区域	西南区域	西南区域
				海南区域	海南区域	海南区域	海南区域	海南区域
事业部	产业新城事业部	产业新城与园区发展	产业新城与园区发展(产园发展)	产业园区事业部	产业园区事业部	产业园区事业部	产业园区事业部	产业园区事业部
	园区运营事业部							
	海外发展事业部	海外发展事业部(招商局置地,0978.HK)	海外发展事业部	海外发展事业部	海外发展事业部	海外发展事业部	海外发展事业部	海外发展事业部
专业公司	招商商置	招商商置	招商商置	商业管理事业部	商业管理事业部	招商商管	招商商管	招商商管
		酒管公司	酒管公司	招商酒管	招商酒管	招商伊敦	招商伊敦	招商伊敦
				招商公寓	招商公寓			
	邮轮事业部	邮轮事业部	邮轮事业部	邮轮事业部	邮轮事业部	招商邮轮	招商邮轮	招商邮轮
				招商健康	招商健康	招商观颐	招商观颐	招商观颐
				招商城科	招商城科	招商城科	招商城科	招商城科
								招商会展

数据来源：招商蛇口《社会责任报告》、《可持续发展报告》（2015-2022年），信达证券研发中心

### 1.2.3 管理层：扎根集团与公司内部，护航公司持续发展

公司管理层根植于集团与公司内部。公司董事长许永军先生曾在招商局物流集团长期任职，在 2015 年公司重组上市后被聘任为总经理。2019 年，接棒任职长达 14 年的孙承铭董事长，担任招商蛇口董事长。公司总经理蒋铁峰先生，历任南京公司、上海公司、华东区域、江南区域总经理，期间率领华东区域连续两年成为招商蛇口销售贡献第一的区域。2019 年 10 月被聘任为总经理。

推出股权激励、推动组织人才升级，并加大管理队伍建设。2015 年公司推出员工持股计划，参加对象包括公司高管和核心骨干。2016 年推出股权激励方案。2020-2021 年，公司强化干部队伍建设与人才“六能”机制，建立了差异化职务职级体系，设置公司总部、区域、事业部、专业公司及其下属单位的职务职级，重新设计招商积余、招商商管、招商伊敦、招商城科等单位的职务职级。2021 年 10 月召开了公司 2021 年第二次临时股东大会，董事会与监事会顺利完成换届选举，任期 3 年。

图表 13：招商蛇口管理层基本情况（截至 2023/7）

姓名	职务	学历与职业资格	年龄	简介
许永军	董事长、党委书记	硕士	59	现任公司董事长、党委书记。历任招商局物流集团有限公司市场总监、副总经理、常务副总经理、总经理、党委副书记；招商地产总经理；公司总经理
张军立	董事	硕士	54	现任本公司董事长、党委书记。历任招商局物流集团有限公司市场总监、副总经理、常务副总经理、总经理、党委副书记；招商地产总经理；本公司总经理。

蒋铁峰	董事、总经理	硕士	49	现任公司董事、总经理、党委副书记。历任招商地产南京富城房地产开发有限公司总经理助理、南京公司副总经理、南京公司总经理；公司南京公司总经理、上海公司总经理、华东区域常务副总经理、华东区域总经理、江南区域总经理、公司副总经理
刘昌松	董事	硕士	46	现任本公司董事，招商局集团产业发展部/业务协同部部长。历任中外运物流投资控股有限公司副总经理；中国对外贸易运输集团总公司董事会秘书兼任董事会办公室主任；中国外运长航集团有限公司副总经理、董事会秘书兼任董事会办公室主任；招商局集团有限公司办公厅副主任、董事会办公室副主任、保密办公室副主任、物流航运事业部副部长；招商局公路网络科技控股股份有限公司董事、总经理。
朱文凯	董事	硕士、高级经济师	55	现任公司董事、招商局海南开发投资有限公司总经理
罗立	董事	硕士	39	现任本公司董事，招商局集团有限公司财务部（产权部）副部长，中国外运股份有限公司董事。历任中国外运长航集团财务部资金主管；中外运长航财务公司结算部总经理、总经理助理、党委委员；招商局集团有限公司财务部（产权部）总经理助理；招商局国际财务公司副总经理。
屈文洲	独立董事	博士、注册会计师、教授	50	注册会计师、美国特许金融分析师、教授。毕业于厦门大学金融系，获博士学位。现任公司独立董事
蔡元庆	独立董事	博士、教授	53	教授。毕业于日本广岛大学，获博士学位。现任公司独立董事
孔英	独立董事	博士、教授	62	毕业于加拿大卡尔顿大学，获博士学位。现任公司独立董事
周松	监事会主席	硕士	50	现任公司监事会主席、招商局集团总会计师、招商银行股份有限公司非执行董事
阎帅	监事	硕士	50	现任本公司监事、招商局集团有限公司党建工作部部长。历任国办秘书二局副巡视员；招商局金融集团有限公司副总经理
杨运涛	监事	博士	56	现任招商局集团有限公司风险管理部/法律合规部/审计部部长，中国长江航运集团有限公司监事会主席，招商局港口集团股份有限公司监事会主席
王奎	职工监事	学士、注册会计师	37	注册会计师、中级会计师。毕业于中国矿业大学会计专业，获学士学位。现任公司财务管理部主任会计师
裘莉莉	职工监事	硕士、注册会计师	33	注册会计师、中级会计师。毕业于浙江大学会计专业，获硕士学位。现任公司风险管理部副主任审计师
聂黎明	副总经理	硕士、工程师	51	工程师。现任公司副总经理
黄均隆	财务总监、董事会秘书	硕士	56	现任公司财务总监。历任招商局蛇口工业区有限公司财务部副总经理；深圳招商石化有限公司财务总监；蛇口招商港务股份有限公司财务总监；招商局物流集团有限公司财务总监；招商局集团财务部副部长；招商地产监事
刘晔	副总经理、总法律顾问	学士	50	现任公司副总经理，兼任总法律顾问、深圳招商伊敦酒店及公寓管理有限公司总经理
伍斌	副总经理	硕士	52	现任公司副总经理兼战略发展部总经理。历任招商局地产控股股份有限公司租赁管理部副总经理，发展部高级经理、总经理助理、副总经理、总经理，公司战略发展部总经理、副总经济师兼战略发展部总经理、总经济师兼任战略发展部总经理。
吕斌	副总经理	学士	41	现任公司副总经理、华中区域总经理、华中区域党委书记、武汉公司总经理、华中区域商业管理公司董事长。历任公司江南区域常务副总经理兼南京公司总经理、华东区域总经理兼上海公司总经理、华东区域资产管理公司总经理。

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

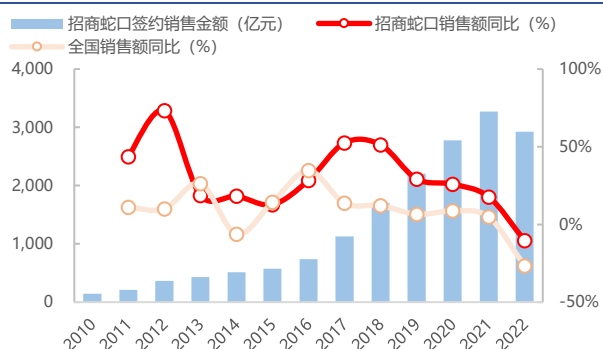
## 2 销售：销售规模持续增长，高能级城市占有率提升

### 2.1 销售规模：城市深耕效果显著，销售逆势增长

**2017 年后销售增速保持稳定，持续跑赢全国，在头部房企中占据领先地位。**从销售额增速来看，2010-2016 年期间，招商蛇口销售金额增速波动较大，在 2011、2012 与 2014 年超过全国，但在 2013、2015、2016 年跑输。2017 年后，公司每年销售金额与销售面积同比增速均超过全国销售增速，主要头部房企中也占据领先地位，周期波动中公司销售表现呈现较强的稳定性。

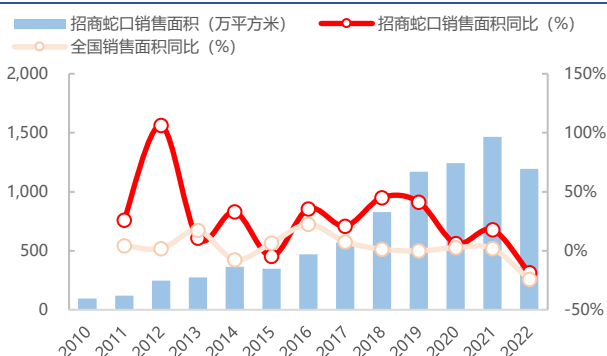
**2022 年调整周期增速保持韧性，排名逆势提升。**在行业调整期中，公司开发业务仍然走势平稳。2022 年全年招商蛇口累计实现销售面积 1193.65 万平方米，累计销售金额 2926.02 亿元。尽管销售额有所下滑，但与其他龙头房企相比下跌幅度较小。均价方面，2022 年公司销售均价同比上升 10%，一方面反映布局城市能级较高，且近年以来侧重于品质提升；另一方面也意味着公司在交付与产品力等方面获得市场高度认可，并未通过大幅降价换取流速。2022 年销售额市场占有率也提升至 2.2% 的最高值。

图表 14：2017 年后招商蛇口销售额增速持续超全国



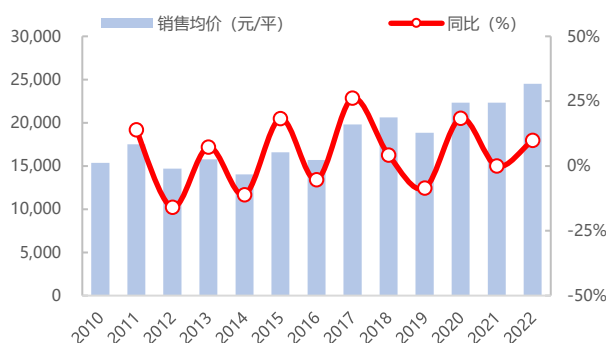
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心。注：2014 及之前年份之前为“招商地产”数据

图表 15：2021 年销售面积增速提升，2022 年回落



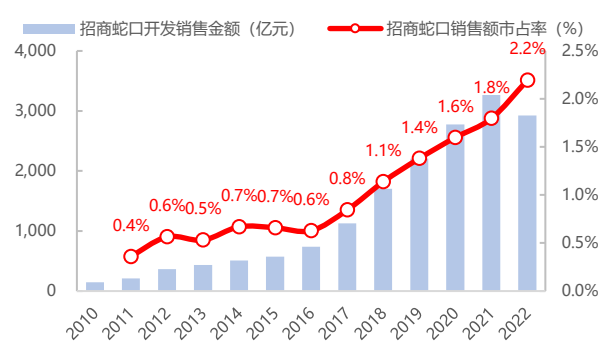
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 16：行业调整周期中销售均价仍然保持韧性



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 17：2022 年招商蛇口销售额市占率提升至 2.2%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心



**图表 18：招商蛇口销售增速在百强房企中保持优势**

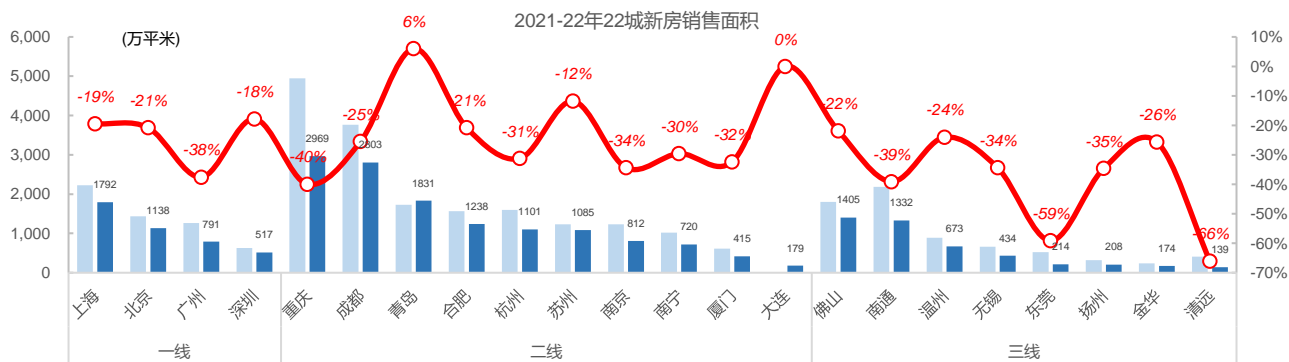
统计年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-6
招商蛇口	356	428	510	570	735	1,126	1,705	2,206	2,780	3,268	2,926	1,370
增速(%)		20%	19%	12%	29%	53%	51%	29%	26%	18%	-10%	
保利发展	1,018	1,251	1,362	1,471	2,203	3,150	4,050	4,702	5,028	5,385	4,573	1,956
增速(%)		23%	9%	8%	50%	43%	29%	16%	7%	7%	-15%	
万科地产	1,418	1,741	2,120	2,627	3,622	5,239	6,069	6,312	7,011	6,203	4,202	1,659
增速(%)		23%	22%	24%	38%	45%	16%	4%	11%	-12%	-32%	
中海地产	935	1,170	1,152	1,492	1,925	2,014	2,688	3,301	3,634	3,710	2,955	1,463
增速(%)		25%	-2%	30%	29%	5%	33%	23%	10%	2%	-20%	
华润置地	500	681	700	851	1,080	1,512	2,106	2,430	2,850	3,158	3,013	1,435
增速(%)		36%	3%	22%	27%	40%	39%	15%	17%	11%	-5%	
碧桂园	475	1,097	1,250	1,402	3,090	5,500	7,287	7,715	7,888	7,588	4,643	1,399
增速(%)		131%	14%	12%	120%	78%	32%	6%	2%	-4%	-39%	
绿城中国	510	554	525	724	1,136	1,457	1,564	1,354	2,146	2,666	2,128	827
增速(%)		9%	-5%	38%	57%	28%	7%	-13%	59%	24%	-20%	
龙湖集团	400	493	510	543	858	1,560	2,007	2,425	2,706	2,901	2,033	822
增速(%)		23%	4%	6%	58%	82%	29%	21%	12%	7%	-30%	
滨江集团	103		96	235	330	615	850	1,121	1,364	1,691	1,539	802
增速(%)				144%	40%	86%	38%	32%	22%	24%	-9%	
建发房产	112	150	140	239	325	341	545	739	1,297	1,711	1,703	776
增速(%)		34%	-7%	71%	36%	5%	60%	36%	76%	32%	0%	

数据来源：克而瑞，信达证券研发中心

## 2.2 城市分布：高能级城市占有率提升

坚持“区域聚焦、城市深耕、转型发展”三个基础策略，持续扩大销售规模。2014-15 年三四线城市面临商品房高库存压力，公司在 2015 年制定“133341”战略之时，即提出通过“区域聚焦、城市深耕、转型发展”三个基础策略扩大规模。2017-2018 年，核心城市调控政策趋严，棚改带动三四线楼市复苏。在区域聚焦与城市深耕基础策略上，2021 年公司又提出优先布局高能级核心城市，增加在划定的“强心 30 城”内权益投资额占比。从 2022 年销售情况看，城市深耕卓有成效，高能级城市销售取得显著增长。

重点 20 城中，上海、合肥、苏州等长三角地区市占率较高。2022 年公司在上海、合肥、苏州、南通、徐州的市占率超 10%，上海单城销售金额突破 740 亿元；公司在全国 12 个城市进入当地销售金额前五位，其中上海、苏州、合肥、南通排名 TOP1；深圳、南京、徐州进入 TOP3；温州、西安、无锡、重庆、金华位居 TOP5。主要由控股子公司招商局置地布局的区域中，南京等城市也取得较高的市占率。

**图表 19：2021-2022 年全国重点 22 城新房销售面积**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 20：2022 年销售较好的城市中，招商蛇口市占率表现**

能级	城市	新房销售额(亿元)					招商蛇口全口径销售额(亿元)					招商蛇口全口径销售额市占率(%)				
		2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
一线	上海	4752	5204	6047	6789	7468	17	158	166	232	650	0.4	3.0	2.7	3.4	8.7
	深圳	3908	4517	5193	4711		71	16	107	181	167	1.8	0.3	2.1	3.8	-
	广州	2456	2657	3316	4193		73	50	80	56	86	3.0	1.9	2.4	1.3	-
	北京	2377	3371	3657	4486	3977	48	76	74	44	29	2.0	2.2	2.0	1.0	0.7
二线	南京	1937	2209	3056	3831	2204	147	121	164	241	165	7.6	5.5	5.4	6.3	7.5
	合肥	1688	1767	2128	2458	1812	52	50	78	118	97	3.1	2.8	3.7	4.8	5.4
	杭州	4008	3924	4595	6589	4532	126	113	130	138	35	3.1	2.9	2.8	2.1	0.8
	重庆	5273	5129	5071	5391	3102	36	77	100	68	43	0.7	1.5	2.0	1.3	1.4
	成都	3627	3845	4471	4686	3813	32	31	32	18	50	0.9	0.8	0.7	0.4	1.3
	南宁	1358	1517	1581	1240	885	8	4	0	1	2	0.6	0.3	0.0	0.1	0.3
三线	大连	896	789	951	945	543	17	48	36	41	17	1.9	6.1	3.8	4.3	3.1
	东莞	1224	1370	2017	1630		23	14	99	69	51	1.9	1.0	4.9	4.2	-
	温州	1561	1625	1906	1659			15	44	31	31	-	0.9	2.3	1.9	-
	金华	676	803	1044	1237					21	10	-	-	-	1.7	-
	厦门	575	929	1281	1299				10	20	13	-	-	0.8	1.5	-
	青岛	2282	2247	2217	2267	2181		6	19	9	11	-	0.3	0.8	0.4	0.5
	佛山	2657	2653	2895	2903		25	2	2	4	1	0.9	0.1	0.1	0.1	-
	苏州	3118					105	167	147	222	210	3.4	-	-	-	-
	无锡							13	27	36	33	-	-	-	-	-
	南通						18	4	18	54	31	-	-	-	-	-
	扬州								16	2	5	-	-	-	-	-

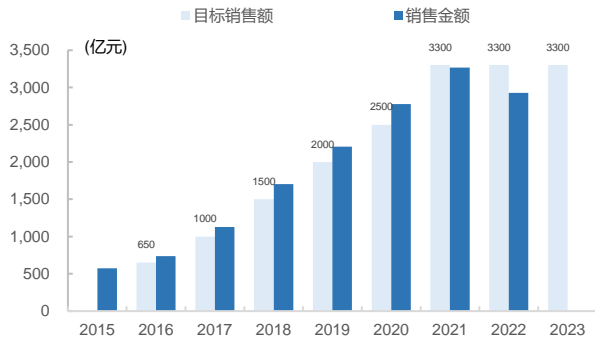
资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心。注：（1）新房销售额为各城市商品房销售额，来自各地统计局。（2）招商蛇口全口径销售额来自中指研究院。与公司年报披露口径存在一定差异

## 2.3 销售目标：稳步上升，向 3300 亿及更高目标迈进

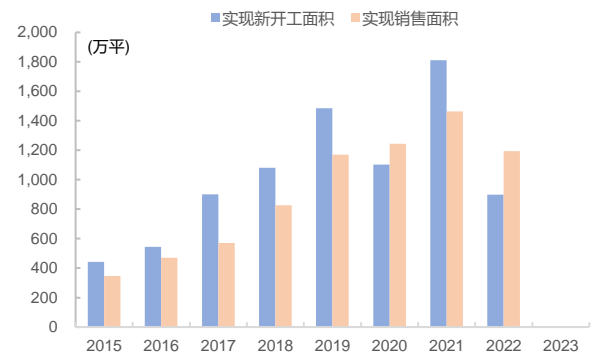
**2015 年至今销售目标与实现销售金额逐年提升。**2017 年公司首次制定了 1000 亿的销售目标，在当年实现 1128 亿销售额，成功进入千亿级别规模头部房企行列。2020 年实现签约销售额 2776 亿元，重回行业销售规模前 10。2022 年市场整体下行，房企普遍面临去化困难与价格下跌等难题。2022 年全国商品房销售额整体下降 26.7% 的背景下，公司全年实现 2926 亿销售额，同比下降 10.5%，依然保持较高韧性。2023 年 1-3 月市场有所回暖，但复苏持续性不足，4-5 月销售环比回落。分能级来看，高能级城市销售情况较好，二三线城市仍在低位。一线城市房价走势也保持韧性。从企业层面，房企销售情况延续分化表现，国央企销售保持较高增速。

**2023 年目标额仍为 3300 亿，同时排名“保 6 争 5”，积极进取扩大规模。**2021-2022 年疫情冲击、防疫政策和行业下行因素叠加，实现销售额与目标仍有一定距离。2023 年销售目标仍为 3300 亿，与 2022 年实现销售额相比增长 12.8%。计划新开工面积 1000 万平，与 2022 年实现新开工面积相比增长 11.4%。同时 2023 年可售货值约 6000 亿，储备充裕，去化率达到 55% 即可完成销售目标。排名方面，公司提出“保 6 争 5”，积极进取扩大销售规模，继续向 3300 亿这一目标及更高目标迈进。

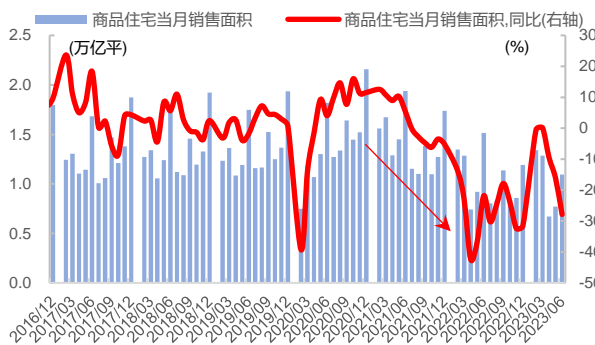
**随行业销售和盈利逐渐改善，招商蛇口有望进一步修复销售增速，实现超越行业的规模增长。**2022 年至今，头部国央企在销售表现、货值储备和融资条件等方面具备较大优势，我们认为在本轮销售回暖过程中，招商蛇口为代表的优质国央企有望进一步修复销售规模增速。随行业销售和盈利逐渐改善，招商蛇口在销售和拿地端保持积极进取态度，并充分运用当前融资环境实现有效扩表，或将在销售和资产规模等方面实现超越行业的增长。

**图表 21：2021-2023 年销售额目标均为 3300 亿**


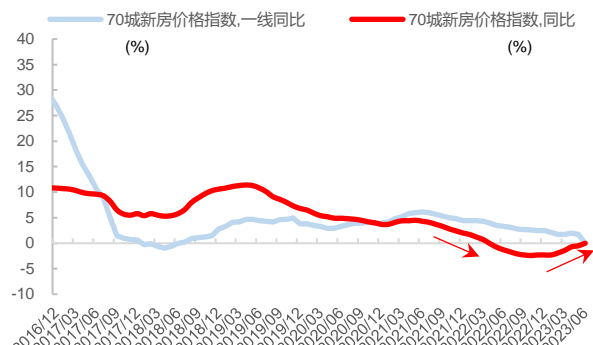
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 22：历年新开工面积与销售面积**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 23：全国商品住宅销售增速下滑，23 年仍在筑底**


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心。数据说明：2020 年上半年销售基数较低，2021 年为 2 年复合增速

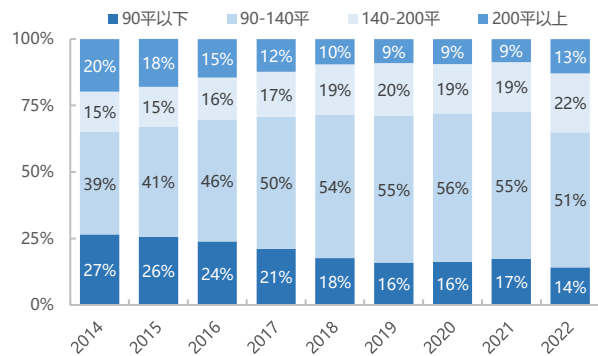
**图表 24：2023 年 70 城新房价格指数同比均值跌幅收窄**


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

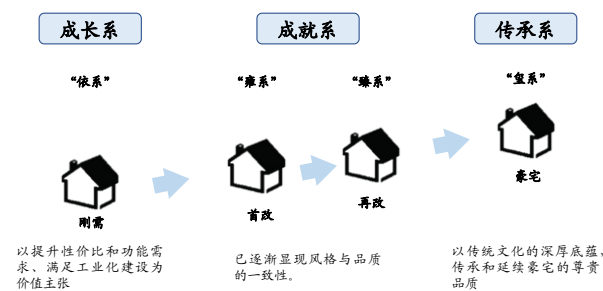
## 2.4 主要产品：三大类产品系定位清晰，满足不同层次住房需求

**政策支持住房、改善需求占比提升。**根据中指研究院统计的 50 家百强房企项目销售额，2018 年以来，90-200 平的中等面积户型占比有所提高，反映市场由刚需主导逐渐转变为刚需与改善需求并重。在此背景下，招商蛇口打造较为丰富的产品线，尤其是改善类住宅产品，有望为公司未来销售提供有力支撑。

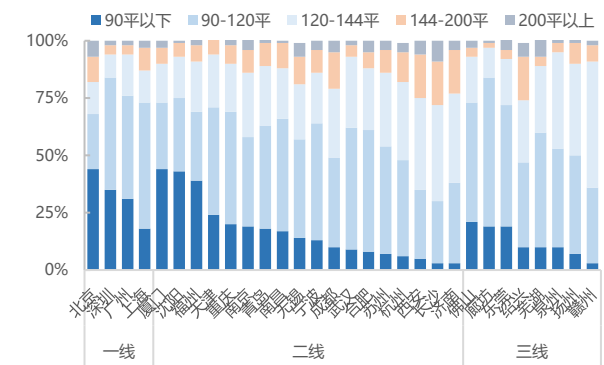
**2018 年 3 月发布三大住宅产品系，不断完善住宅产品线。**根据家庭成长需求，招商蛇口设置三类住宅产品：成长系（“依系”）、成就系（“雍、臻系”）、传承系（“玺系”）。2015 年深圳的海上世界双玺花园为首个“玺系”产品。2018 年首次发布“成就系”住宅产品线，定位为“轻奢舒居”。2022 年 5 月在上海推出“璀璨系”产品，以适应新时代青年人对居住要求与体验。产品线不断完善升级，满足从刚需、首改、再改到豪宅等不同层次住房需求。

**图表 25：2015 年以来改善类住房需求占比提升**


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心。注：根据 50 家房企重点项目销售额统计

**图表 27：招商蛇口主要产品线**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 26：2022 年各城市 90-144 平为主力户型**


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

**图表 28：招商蛇口成就与传承系产品**


资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

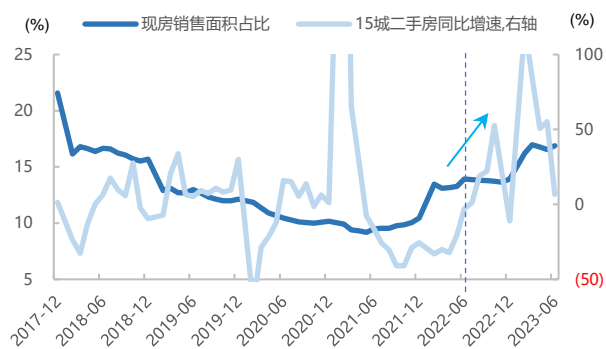
**全方位提升住宅产品质量与产品力。**公司将 2022 年定位为“品质年”，全方位践行“品质年”要求，积极做优产品质量。2022 年产品力排名位列房企第八位。公司“玺系”、“臻系”产品分别入选 2022 年克而瑞全国十大豪宅产品系和轻奢产品系。

**交付力获得高度认可。**2021 年后中小房企信用事件频繁出现，部分居民转向购买现房与二手房，以规避新房交付逾期和烂尾风险。2022 年在疫情等因素影响下，招商蛇口竣工面积仍然实现 3% 的增长。同时公司社区客户满意度首次突破 90 分，完美交付比例大幅提升 28pct，交付力也受到客户高度认可。

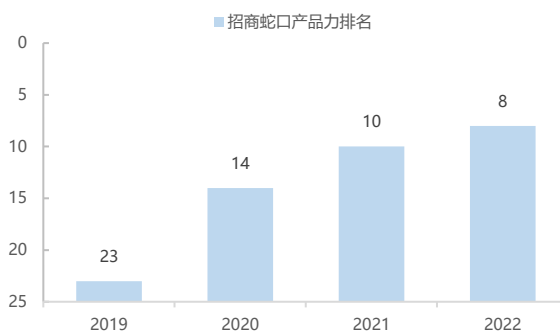
**图表 29：“玺系”、“臻系”产品入选 2022 年克而瑞十大产品系**

企业简称	十大顶级豪宅产品系	企业简称	十大轻奢精品产品系	企业简称	十大品质美宅产品系
滨江集团	A+定制系	旭辉集团	铂悦系	龙湖集团	春江系
绿城中国	凤起系	金地集团	风华系	力高集团	府系
越秀地产	和樾系	中国金茂	府系	金地集团	格林系
绿城中国	庐系	保利发展	和字系	金科集团	集美系
华润置地	瑞系	电建地产	浣悦系	中建东孚	锦系
国贸地产	天琴系	卓越集团	晴翠系	电建地产	浈悦系
新希望地产	天系	华发股份	四季系	东原地产	启城系
保利发展	天字系	龙湖集团	天字系	万科地产	四季系
<b>招商蛇口</b>	<b>玺系</b>	珠江投资	湾系	美的置业	未来系
融创中国	壹号院系	<b>招商蛇口</b>	<b>臻系</b>	碧桂园	星系

数据来源：克而瑞，信达证券研发中心

**图表 30：2021 年以来，现房占比与二手房增速提升**


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

**图表 31：招商蛇口产品力排名持续提升**


资料来源：克而瑞《中国房企产品力 TOP100》（2019-2022 年），信达证券研发中心



### 3 拿地：投资强度趋于稳健，土储布局与质量持续优化

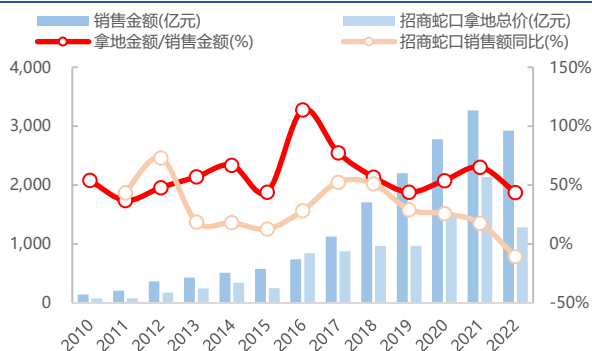
#### 3.1 投资强度：2021 年后强度保持高位，权益占比提升

**2016-2017 年拿地强度上升，随后有所回落，金额强度保持在 50% 左右。**2011 年至今公司整体保持积极稳健的顺周期拿地节奏，销售额增速上行期加大投资强度。拿地金额占销售额比例（拿地金额强度）在 50% 左右。2014 年至今经历三轮周期：第一，2014-15 年调整期，三四线城市面临高库存和房价下行压力。不过公司 2014 年销售额保持 18% 的较高增速，同时积极补充土储，拿地金额强度升至 67%。2015 年销售增速放缓，拿地强度降低。2016-17 年楼市热度回暖，销售额增速分别升至 28%、53%，2017 年签约销售额突破 1000 亿元。期间公司完成重组上市，拿地强度也大幅上升。2016 年公司与华侨城合作竞得深圳国际会展中心项目。

第二，2018-19 年市场热度在调控下趋于回落，2019 年公司销售额突破 2000 亿大关，拿地金额基本持平，拿地金额强度降至 44%。2020-2021 年行业进入疫情后的复苏期。招商蛇口销售额保持在 20% 左右的较高增速，拿地金额强度持续提升，2021 年拿地总价占销售额比例达到 65%；由于 2021 年拿地均价上涨，而拿地规划建面有所减少。

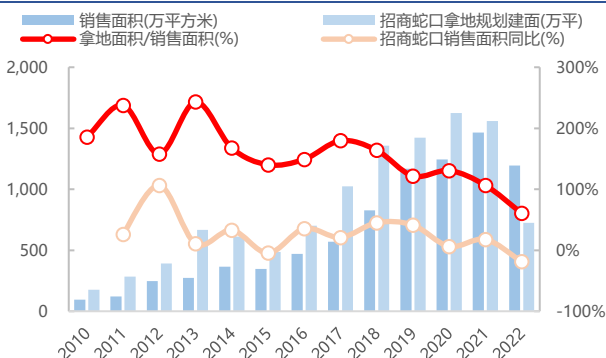
第三，2022 年至今，公司拿地强度在龙头房企中保持领先，权益占比大幅提升。2022 年拿地金额强度 44%，拿地面积强度 61%。据克而瑞统计，2021-22 年百强房企拿地金额强度从 29% 下降至 18%。在行业销售规模回落、投资安全边际收缩的背景下，招商蛇口土地投资强度在龙头房企中依然保持较高水平。从权益比例来看，2022 年权益拿地金额占比 60%，2023 年上半年进一步提高至 83%，权益占比大幅提升。

图表 32：2022 年拿地金额强度保持高位



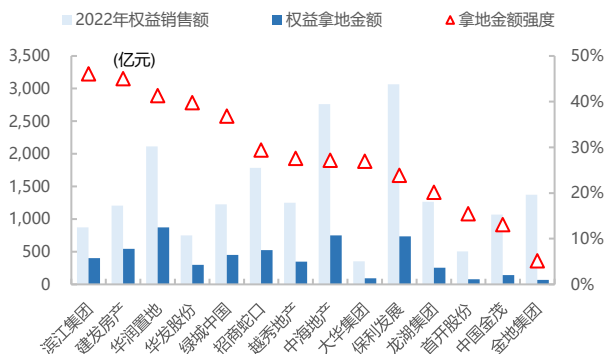
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 33：2021-22 年拿地面积强度保持高位



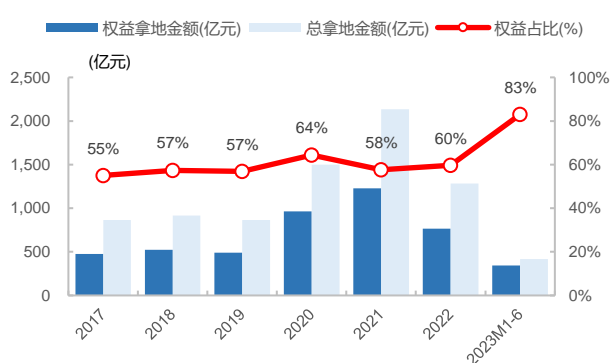
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 34：2022 年权益拿地金额强度排名较高



资料来源：克而瑞，中指研究院，信达证券研发中心

图表 35：2022-23 年拿地权益金额占比提升



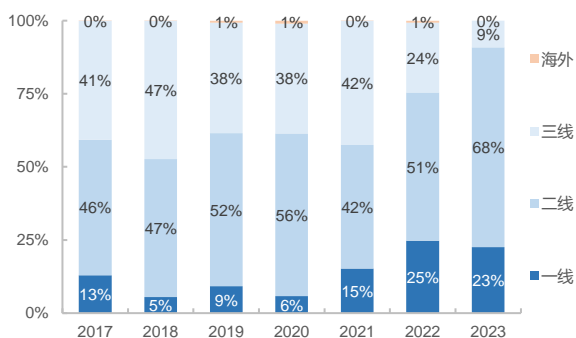
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2 拿地布局：区域聚焦与城市深耕

**2021 年后一二线城市拿地面积占比提升，聚焦销售确定性更强的区域。**2014 年招商蛇口已成功布局全国 30 个城市，完成向全国性地产综合开发商的角色转变。2016 年“房住不炒”基调下，以北京“930”限贷、限价为代表的新政在一二线城市铺开，一二线城市房价逐步趋于稳定。而 2016-18 年期间，三四线城市持续受益于棚改货币化推进，房价上涨后地货比具备一定优势，房企拿地普遍下沉。2017 年招商蛇口新进入 14 个城市，布局近 50 城。2018-19 年棚改接近尾声，2020 年以来在疫情冲击背景下，高能级城市销售表现出更强的确定性，公司积极换仓。从城市能级分布上看，公司一线城市拿地规划建面占比从 2018 年的 5% 提高至 2022 年的 25% (+20pct)，二线占比由 47% 上升至 51% (+4pct)，三线城市由 47% 大幅下降至 24% (-23pct)。

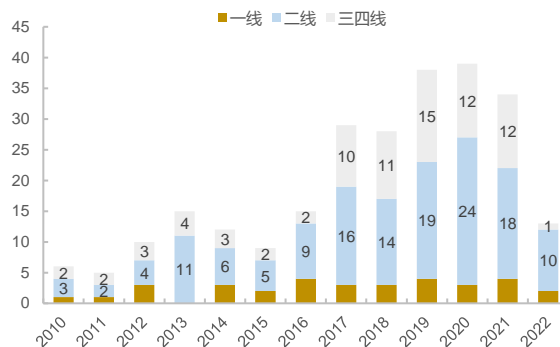
**2021 年后华东与江南区域成为公司拿地的主要区域。**从大区分布上看，华东、江南地区拿地面积合计占比基本都在 30% 以上，2022 年华东、江南地区拿地面积占比分别达到 28%、23%，为新增土储主力区域。2018 年布局区域和城市有所下沉，其中江南区域为 2018 年公司增设，聚焦江苏和安徽重点城市。另外还增设了西南、海南、东南区域，例如在成都设立了囊括成都、重庆、西安、昆明四个城市的西南区域总部。2019 年公司在西南区域拿地面积占比近 30%，金额占比达到 11%，2020 年后拿地面积与金额占比有所回落。

图表 36：2021 年后一线与二线城市拿地面积占比提升



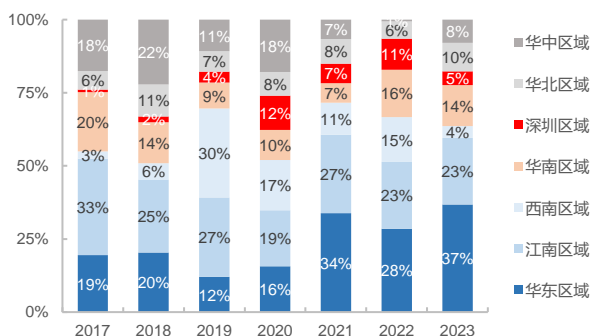
资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：截至 2023/6

图表 37：2020 年以前拿地城市数量增加



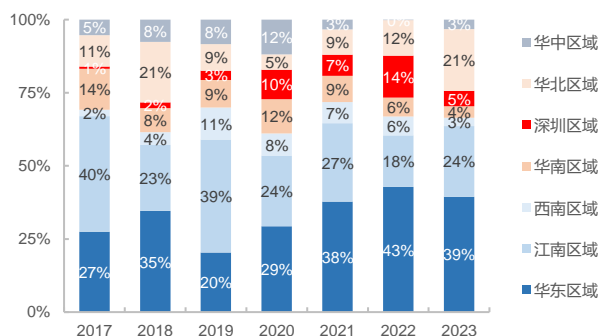
资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

图表 38：华东与江南区域拿地面积占比较高



资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：截至 2023/6

图表 39：当前华东与江南区域拿地总金额占比较高

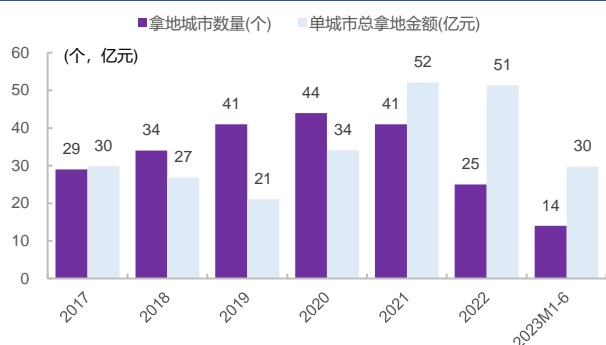


资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：截至 2023/6

**2022 年拿地城市数量减少，单城投资额和投资面积保持稳定。**近年来公司坚定执行城市深耕策略。2022 年，公司累计获取 56 宗地块，拿地城市数量大幅下降，从 2021 年的 41 个减少到 25 个。但 2019-2022 年单城投资力度持续提升。2022 年单城总拿地金额为 51 亿，与 2021 年基本持平。

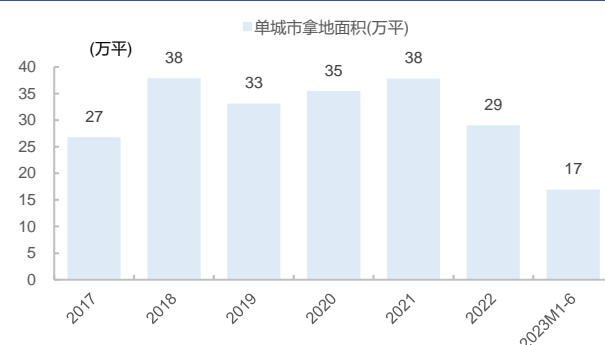
**2021 年后拿地布局收缩，“强心 30 城”、“深耕 6+10 城”成为拿地重点。**2021 年招商蛇口首次在年报中提出“强心 30 城”概念，当年“强心 30 城”权益地价投入占总投资额的比重达 90%，2022 年比例提高至 94%。2021 年前 10 城投资占比达到 62% (+10pct)，重点布局上海、南京、广州、杭州、武汉、重庆等核心城市，位于国家重点城市群长三角和粤港澳的合计投资比重超 70%。2022 年又提出“深耕 6+10 城”，在其中的投资金额占比达到 90%，单城投放权益地价高达 31 亿元，其中包括上海 10 宗、深圳 5 宗、合肥 5 宗。

**图表 40：2021-2022 年拿地城市数量减少，单城金额增加**



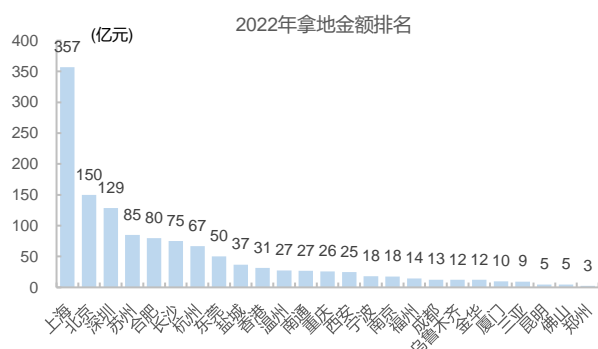
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 41：2022 年单城拿地面积下降**



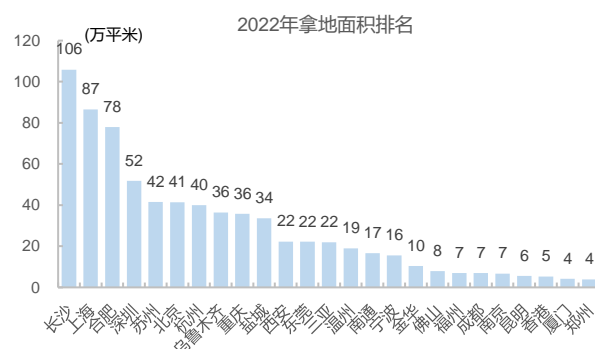
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 42：2022 年上海、北京、深圳拿地金额最高**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：数据为全口径金额。

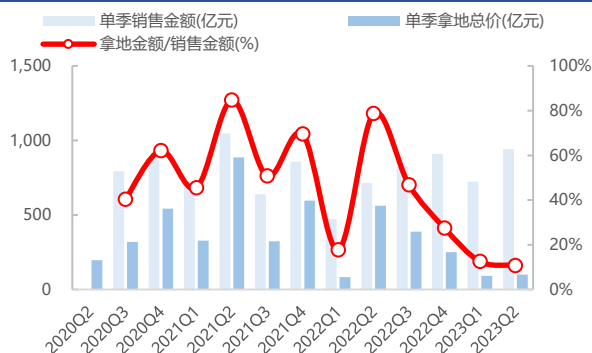
**图表 43：2022 年长沙、上海、合肥拿地面积最大**



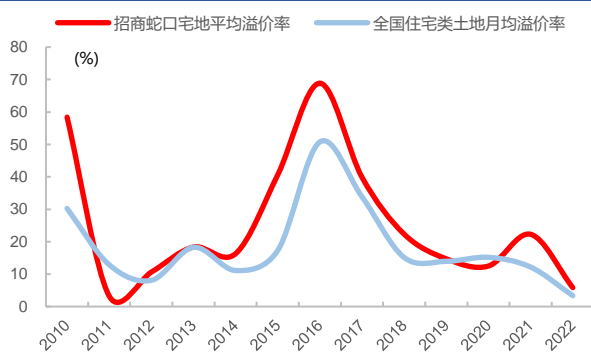
资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：数据为全口径计容建筑面积。

### 3.3 拿地价格：近期拿地溢价率下降

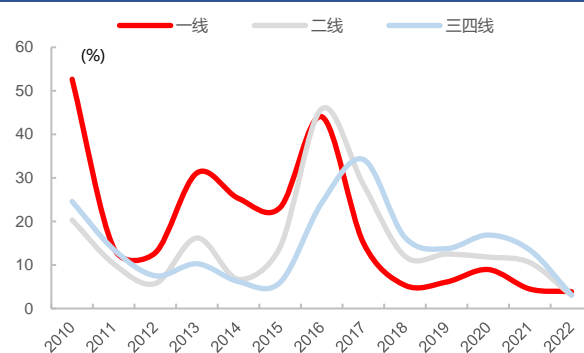
**2020 年二季度以来，招商蛇口拿地溢价率有所降低。**2021 年 22 城土地市场开启集中供地政策。新政影响下，一方面房企短期资金压力增大，规模房企资金优势凸显，合作开发成为降低资金压力的有效手段；另一方面，实施政策的 22 城主要集中于一二线城市，热点城市土地市场溢价率有所降低。2014-16 年，聚焦高能级城市，招商蛇口拿地溢价率通常高于全国均值；但 2016 年后，全国土地市场平均溢价率下降，公司拿地溢价率也趋于降低。

**图表 44：2023Q2 拿地金额强度企稳**


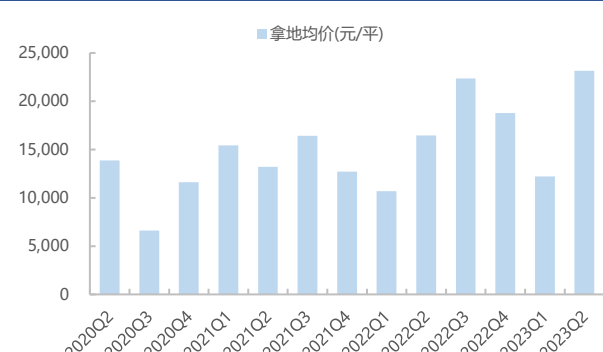
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 46：2020 年后拿地溢价率趋于降低**


资料来源：Wind，国家统计局，中指研究院，信达证券研发中心

**图表 45：2016 年后二三线城市土拍热度保持高位**


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

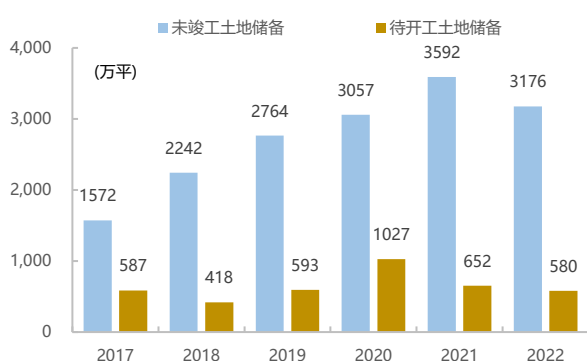
**图表 47：2020 年以来拿地楼面均价稳定**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

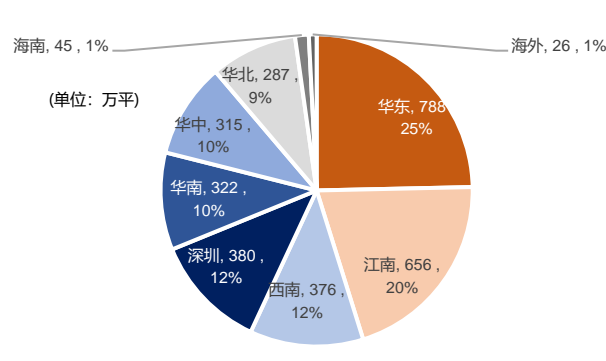
### 3.4 土储分布：重点城市核心区位储备充足

目前土储充裕布局合理，重点城市核心区位地块为收入提供保障。根据公司 2022 年业绩发布会，2023 年公司土地储备近 4000 万平（包括住宅和非住宅），可售货值接近 6000 亿元。在两年的积极换仓后，目前高能级城市货值占比高，一线/二线/三线城市占比分别达到 33%/47%/20%，可保证较高去化率和流速，为实现年度销售目标提供有力保障。

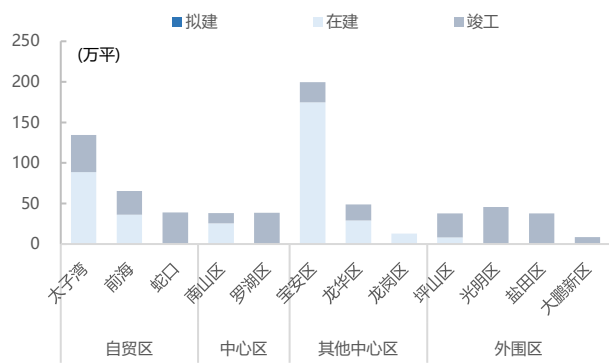
招商蛇口在重点城市的核心区位中拥有大量优质土储。深圳前海未开工土储计容建面较多；太子湾开工进度快，已开工面积占比较大，可贡献较多结转收入；蛇口土地储备仍有待进一步开发。公司在成都天府新区的土地储备，仍有较大比例待开发。未来优质土储逐步开发结转，有望持续为公司贡献收入与盈利。

**图表 48：当前住宅未竣工口径土储规模充裕**


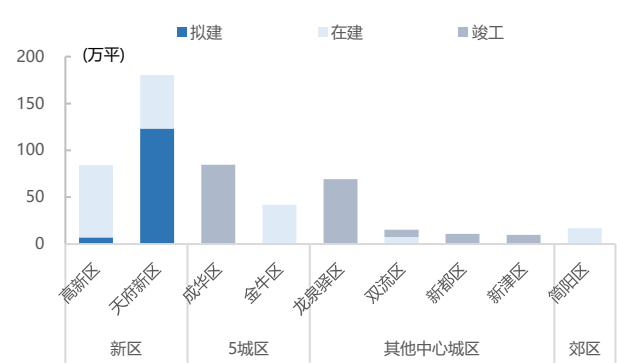
资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：根据项目表统计

**图表 49：2022 年华东与江南区域未竣工土储占比较高**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：根据项目表统计

**图表 50：在深圳前海蛇口自贸区拥有大量土储**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 51：招商蛇口在成都天府新区拥有大量待开发土储**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.5 拿地方式：积极探索产城联动等渠道

通过集团内协同、产业联动、城市更新等渠道获取优质土地储备。集团内资源的协同和产业新城的拓展也成为公司获取优质储备的重要途径。产城联动方面。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。收并购方面，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。

旧改与城市更新成为近年来城市改造的主流方式，公司旧改与城市更新项目数量快速增加。2021 年公司获得 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。积极与上海市属国企筹划组建上海城市更新基金，总规模约 800 亿元，为目前全国落地规模最大的城市更新基金，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目。公司立足粤港澳大湾区，积极拓展优质城市更新项目。截至 2022 年末，公司已累计获取排他资格的城市更新项目共 25 个，规划计容建筑面积约 1200 万平方米。目前布局聚焦在深圳、广州、佛山、东莞。

**图表 52：招商蛇口多元化拿地方式**

方式	年份	项目
兼并收购	2018 年	武汉东风项目、杭州润和项目、漳州开发区
城市更新	2018 年	深圳三联旧改、深圳黄金台旧改
	2021 年	1) 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； 2) 与上海市属国企筹划组建上海城市更新基金，该基金总规模约 800 亿元
产城联动	2020 年	成都天府新区项目、太原小店项目、武汉神龙场项目、西安港务区项目、博鳌乐城项目
港城联动	2015 年	深圳邮轮母港、厦门邮轮母港、湛江邮轮母港、海门国际邮轮城
	2020 年	南通滨江、烟台芝罘

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

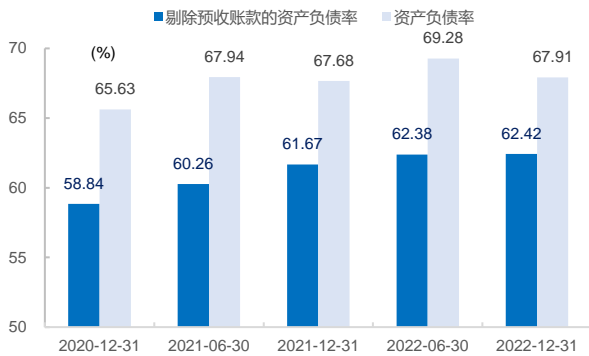


## 4 投融资：融资与负债结构合理，内生与外延增长并重

### 4.1 债务结构：三道红线保持绿档，有息负债稳步增长

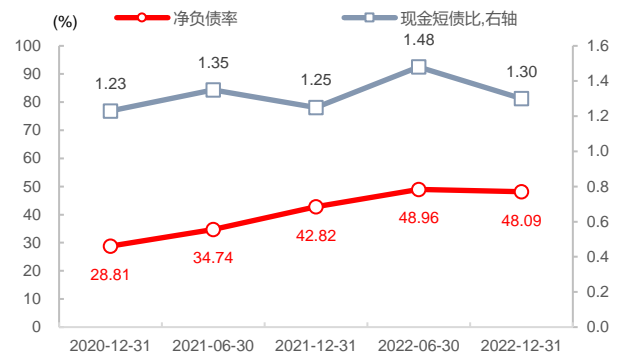
2020 年以来“三道红线”均保持绿档，适度提升负债率指标。2022 年剔除预收账款的资产负债率为 62.42%，相比 2020 年末提升 3.58pct。净负债率 48.09%，相比 2020 年末提升 19.28pct。两类负债指标均有所上升。而现金短债比从 2020 年末的 1.23，提高至 2022 年末的 1.30，变动 0.07pct。

图表 53：剔除预收账款资产负债率始终低于 70%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 54：2020 年末以来“三道红线”均保持绿档

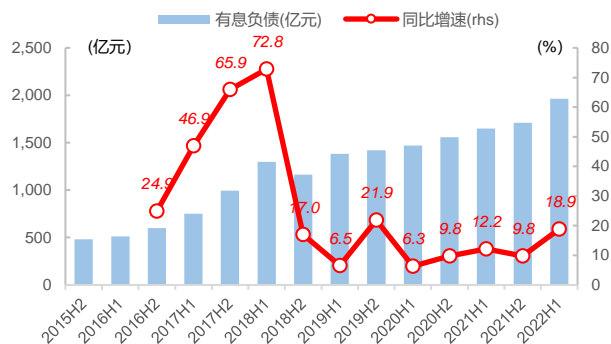


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

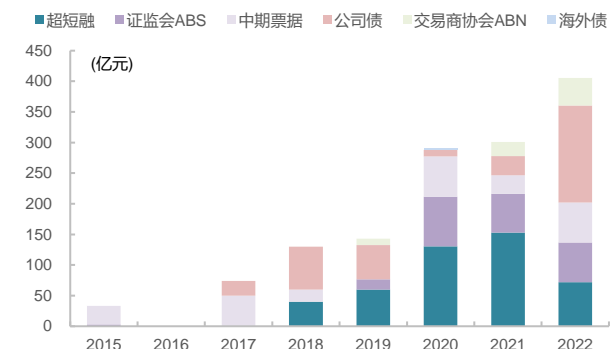
2019 年后有息负债规模稳步增长。2016-2018 年，公司有息负债规模快速扩张。2016 年公司拿地总价大幅上升，2017 年有息负债相应增长。2018 年金融去杠杆，行业融资条件有所收紧。公司有息负债增速明显放缓。2018H1 有息负债同比增速为 72.8%，2018H2 同比增速降至 17%，之后保持低位。作为招商局集团的二级公司，招商蛇口的有息负债率一直受到集团的严格管理，同时集团也积极推动公司加速去化，进一步降杠杆、降成本。

综合资金成本保持低位。自 2020 年中之后，为应对疫情与经济下行压力，国内流动性相对宽松。而随着市场环境变化和公司负债增速放缓，融资成本也逐步下降。2022 年末综合资金成本降至 3.89%，在龙头房企中保持显著优势，仅落后于深圳控股（3.30%）、中国海外发展（3.57%）和华润置地（3.75%）。

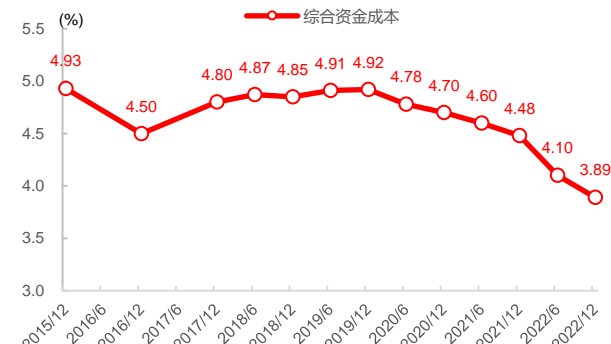
资产负债结构健康，未来仍具备有效扩表空间。2021-22 年，行业内众多中小房企因过去盲目追求高杠杆、高周转发展模式，融资端陷入困境。得益于长期以来稳健的经营策略和财务表现，招商蛇口的融资规模与成本仍然保持稳定。2023 年中央层面提出防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。作为房地产行业龙头央企，公司未来融资环境有望保持稳定。我们认为，随着募集配套资金落地，公司净资产规模或进一步扩张。另外，健康的资产负债结构和较低融资成本，也有利于公司实现有效扩表，进一步拓展市场份额。

**图表 55：2018 年后有息负债增速降低，保持稳步增长**


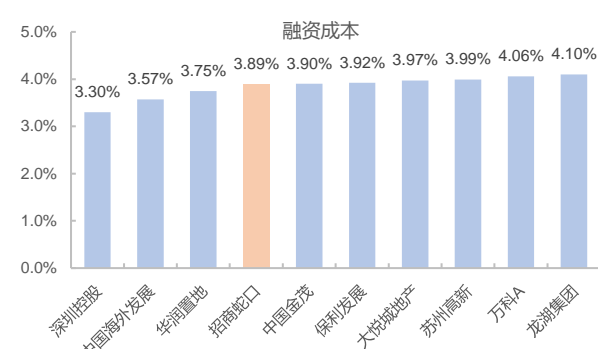
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 57：发行较多超短融、中票、证监会 ABS 和公司债**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 56：综合资金成本长期保持在 5% 以下**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 58：2022 年招商蛇口综合资金成本保持优势**


资料来源：亿翰智库，信达证券研发中心

## 4.2 股权再融资：重启南油收购，提升前海土储权益占比

### 4.2.1 交易情况：完成“第三支箭”首单注册

紧跟再融资政策窗口期，重启发行股份购买资产交易。公司早先于 2020 年启动南油集团收购交易，但受当时政策限制与市场环境波动的较大影响，最终方案未能实施。2022 年 11 月 28 日，证监会放松房企再融资政策，允许房地产上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产，同时允许募集配套资金。招商蛇口也宣布重启资产购买并发布了交易预案，拟通过发行股份购买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，同时拟向不超过 35 名的特定投资者以 15.06 元/股的价格非公开发行股份募集配套资金。截至 7 月 13 日，公司公告标的资产过户完成，非公开发行新股登记申请已由中登公司深圳分公司受理。

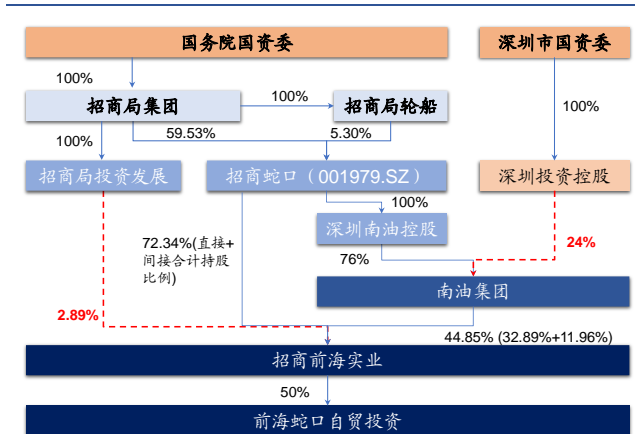
**图表 59：招商蛇口发行股份购买资产交易信息**

序号	类型	发行方	发行对象	交易标的/资金用途	标的价值(亿元)	每股发行价格(元)	发行数量(亿股)	占发行后总股本比例(%)	限售期
1	发行股份购买资产	招商蛇口	深圳投资控股	24%南油集团股权	67.64	15.06（不低于定价基准日前 60 个交易日的上市公司股票交易均价的 100%），利润分配后调整为 14.83 元/股	4.56	5.47%	深投控股限售 36 个月
			招商局投资发展	2.89%招商前海实业股权	21.64		1.46	1.75%	招商局投资发展限售 36 个月
2	募集配套资金	招商蛇口	包括招商局投资发展在内的不超过 35 名符合条件的特定对象	长春公园 1872 等 10 个存量项目，补流	85.00	不低于定价基准日（募配发行期首日）前 20 个交易日的上市公司股票交易均价的 80%	待定	待定	招商局投资发展限售 18 个月，其他 6 个月
	合计				174.28		6.02	7.22%	

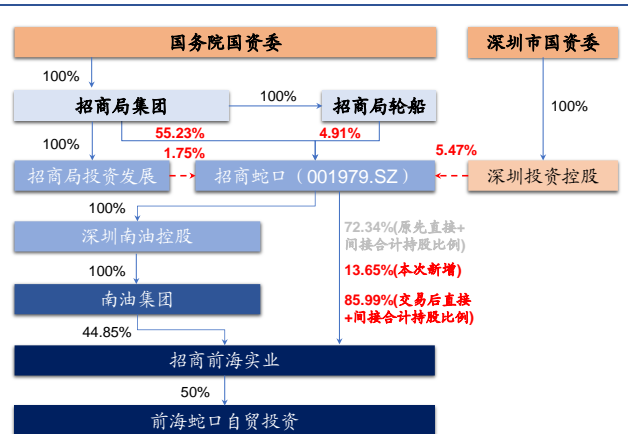
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

交易完成后南油集团将成为全资子公司，对招商前海实业权益比例上升。收购深投控持有的 24%南油集团股权后，南油集团变为招商蛇口的全资子公司。南油集团主要通过直接及间接方式持股招商前海实业，从事园区开发、建设和运营业务。交易前南油集团合计持有招商前海实业 44.85%股权。除此之外，招商局投资发展也持有 2.89%的招商前海实业股权。交易完成后，招商蛇口对招商前海实业的持股比例提高 13.65pct 至 85.99%。

并表资产负债规模不受影响，增大对南油集团与招商前海实业的权益占比。南油集团与招商前海实业原先均为招商蛇口并表子公司，因而发行股份购买资产不影响母公司并表资产、负债、资产负债率等指标。交易标的的子公司的少数股东权益变为母公司权益，从而母公司权益比例提升。而募集配套资金完成之后，将扩大资产与净资产规模，进一步增厚公司收益。

**图表 60：本次交易前股权结构情况**


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

**图表 61：发行股份购买资产后股权结构情况**


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心。数据说明：未考虑募集配套资金的影响

扩大前海片区优质资源权益占比。本次交易完成后，招商蛇口持有的前海蛇口自贸投资股权将从 36.17%（持有招商前海实业股权 72.34% × 招商前海实业持有的前海蛇口自贸投资股权 50%）提升至 42.99%（85.99% × 50%，+6.83pct），进一步加大招商蛇口对深圳前海妈湾优质土地资源享有的权益占比，有利于前海蛇口自贸区开发建设，并夯实公司竞争力。

募集配套资金投向存量住宅开发项目。此次交易同时募集 85 亿配套资金，投向存量地产项目。涉及项目的交付时间主要集中在 2023 年 9 月之后，落地之后将进一步扩大权益规模

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 30

模，并夯实公司今年以及未来业绩表现。

图表 62：募集配套资金投向

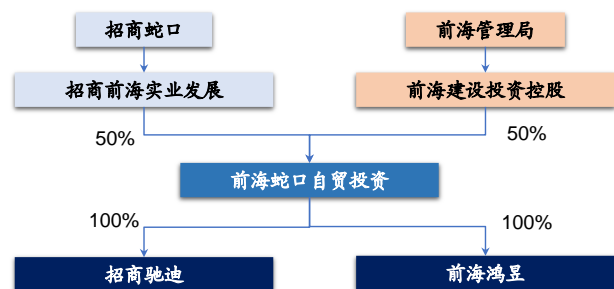
序号	项目名称	项目区域	规划用地面积(万平方米)	总建筑面积(万平方米)	预计开发周期	计划交付时间	预计销售收入(亿元)	项目总投资(亿元)	预计净利润(亿元)	预计净利率(%)
1	长春公园 1872 项目	长春市净月区	11.5	23.0	2020/12-2026/12	2023/12	28.1	28.5	1.3	4.6%
2	沈阳招商公园 1872 项目	沈阳市皇姑区	16.3	32.6	2021/9-2026/12	2023/12	45.4	42.2	1.6	3.4%
3	重庆招商渝天府项目	重庆市沙坪坝区	5.9	5.9	2022/4-2024/12	2024/6	20.0	17.5	2.4	12.1%
4	上海虹桥公馆三期项目	上海市青浦区徐泾镇	7.7	13.1	2023/7-2025/5	2025/8	74.9	61.2	11.5	15.3%
5	重庆招商 1872 项目	重庆市九龙坡区	3.0	9.1	2022/7-2025/3	2025/3	13.5	12.1	1.3	9.4%
6	合肥臻和园项目	合肥市包河区	4.5	11.1	2022/9-2025/9	2025/9	27.9	25.4	3.3	11.8%
7	徐州山水间花园二期项目	徐州市铜山区	8.4	18.4	2021/6-2024/12	2024/3	26.7	26.0	1.2	4.6%
8	合肥滨奥花园项目	合肥市新站区	35.0	44.7	2021/4-2024/5	2023/9	47.0	42.6	5.6	11.9%
9	郑州招商时代锦宸苑项目	郑州市惠济区	0.9	3.9	2022/5-2024/9	2024/12	5.6	5.3	0.3	4.5%
10	南京百家臻园项目	南京市江宁区	2.6	6.7	2022/7-2025/3	2025/3	28.0	25.7	3.2	11.5%
11	补充流动资金及偿还债务									
总计			95.8	168.5			317.2	286.4	31.6	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 4.2.2 规划调整：前海调规后住宅占比提升

前海片区经历土地规划调整，开发进度相对缓慢，土地规划逐渐明朗。早在 2003 年 9 月 25 日，深圳市政府同意将前海湾约 3.5 平方公里用地划给招商局作“港区联动物流园区”用地，2004 年招商局托管陷入债务危机的南油集团，增资后获得其 76% 股权。2013 年 6 月 5 日《前海深港现代服务业合作区综合规划》批准生效，公司拥有的土地使用权需调整规划用途。2015 年前海蛇口自贸区挂牌成立，2016 年妈湾片区 2.9 平方公里土地被纳入土地整备范围，2019 年土地整备完成。

前海蛇口自贸投资成为前海妈湾片区投资主体。2019 年招商蛇口控股子公司前海实业与前海管理局旗下前海投控，共同增资合资公司前海蛇口自贸投资发展，招商前海实业注入的招商驰迪拥有前海妈湾片区 42.53 万平土地，而前海投控注入的前海鸿昱拥有前海深港合作区妈湾组团 38.09 万平土地。因而前海自贸间接拥有位于深圳前海妈湾合计约 80.62 万平方米的土地使用权，负责对前海妈湾片区进行开发、建设和运营。增资后招商前海实业持有前海蛇口自贸投资发展 50% 股权，前海蛇口自贸投资由招商蛇口并表。

**图表 63: 前海蛇口自贸投资股权关系**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 64: 前港妈湾片区所处位置**


资料来源：深圳市人民政府，信达证券研发中心

**图表 65: 公司前海妈湾片区土储货值提升**

年份	总规划建面(万平)	已开工(%)	未开工(%)	平均售价(万元/平)	新开工面积(万平)	未开工面积对应货值(亿元)
2020	455.8	15.0%	85.0%	9.1	41.4	3523.99
2021	455.8	14.4%	85.6%	10.0	0.0	3914.78
2022	455.8	15.1%	84.9%	11.5	3.2	4445.53

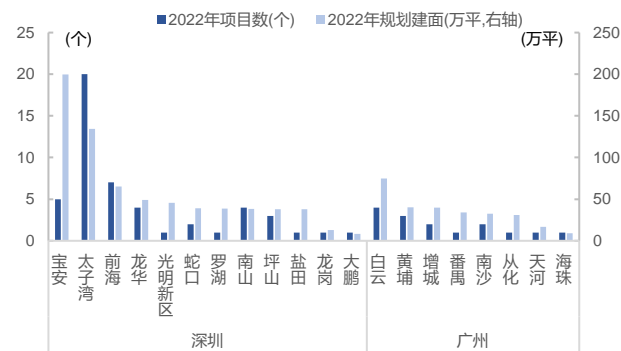
资料来源：Wind，公司公告，深圳市统计局，克而瑞，信达证券研发中心测算。注：规划建面、开工情况来自企业年报披露，平均售价来自深圳市统计局和克而瑞统计的南山区商品房均价，未开工面积货值=规划建面\*均价

#### 4.3 助力纾困：与出险房企签署合作协议，加大城市更新领域发力

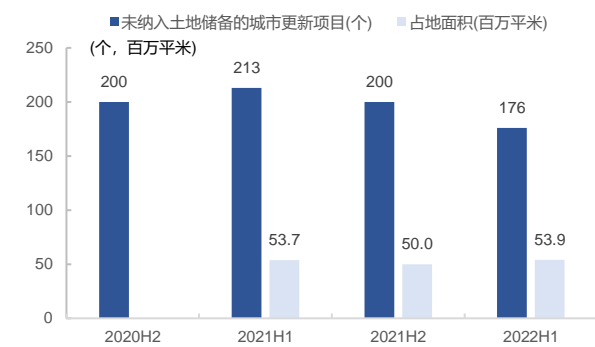
**2022 年 4 月至今，与出险房企签署协议，在城市更新、商住开发运营和文旅方面开展合作。**公司积极助力出险房企纾困，履行央企责任担当，先后与佳兆业集团、半岛城邦房地产、富力集团签署战略合作协议。2022 年 8 月，与半岛城邦房地产签订战略合作协议，推动深圳半岛城邦第 5 期项目顺利进行。2022 年 9 月，招商蛇口子公司广州招商与富力地产签署战略合作框架协议，拟共同开发大湾区城市更新项目。

**与佳兆业的合作集中在其优势领域城市更新。**2022 年 4 月，招商蛇口与长城资产、佳兆业集团签署战略合作协议，在城市更新、房地产开发、商业综合体经营等领域开展合作。截至 2021 年中，佳兆业城市有超过 213 个更新项目未纳入土地储备，占地面积达到 5370 万平米。大部分项目位于粤港澳大湾区，与招商蛇口区位布局重合。公司发挥综合开发优势，纾困出险房企，合作项目有望取得共赢。



**图表 66: 招商蛇口在粤港澳大湾区布局较多**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图表 67: 佳兆业城市更新项目储备情况 (截至 2022H1)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 5 多元化：资产运营稳步推进，打造城市服务生态圈

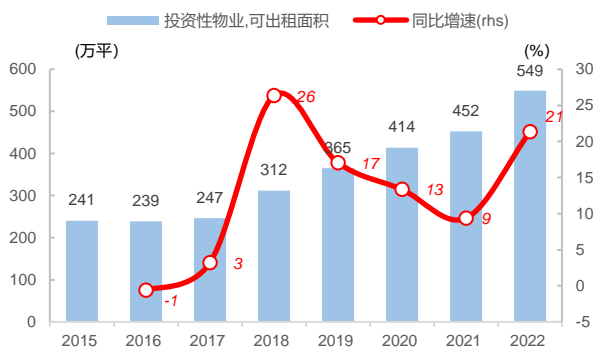
### 5.1 资产运营：持有物业双百战略，集中商业快速发展

#### 5.1.1 持有型物业：双百战略稳步推进

“双百战略”持续推进，为公司贡献发展新动力。相比于地产开发与城市服务业务，2022 年公司资产运营业务营收占比 2.31%，规模在三类主业中占比最低。随着行业进入存量时代，房企运营与服务业务的重要性不断提升。2021 年公司首次披露“双百”战略，要求提升持有物业收入、利润贡献，在“十四五”规划末实现持有物业营收达到百亿、至少 100 个集中商业及核心写字楼。2021 年 3 月，原凯德置地高管袁嘉骅先生履新招商蛇口商管总经理。随着“双百战略”持续推进，公司也将继续向成为领先的“综合开发运营服务商”的目标迈进。

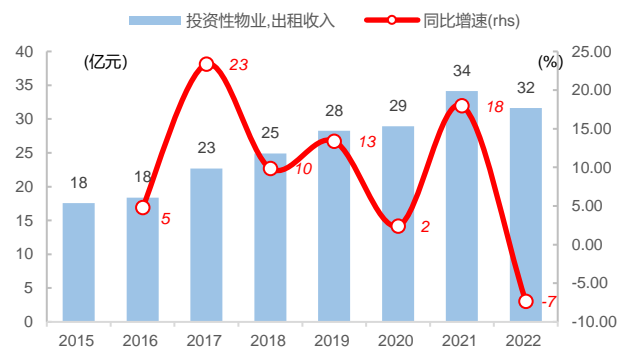
**2022 年减租前持有物业营收达到 57.1 亿。**从计划执行情况来看，截至 2021 年末，“十四五”首年，公司持有物业运营收入达到 55 亿。项目数量方面，大于 3 万平方米的在手集中商业 60 个，核心资产写字楼 10 个。其中，在营集中商业项目总计 25 个，集中布局在上海、深圳、南京、成都和重庆等 16 个城市。2022 年，全口径减租前资产运营收入达 57.1 亿元。

图表 68：可出租物业总可出租面积高增



资料来源：Wind，信达证券研发中心

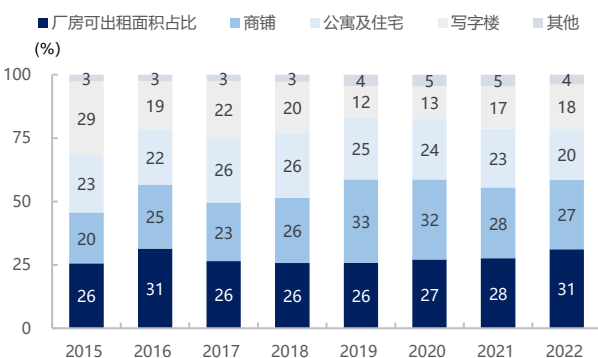
图表 69：2021 年实现出租收入大幅增长至 34.1 亿元



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

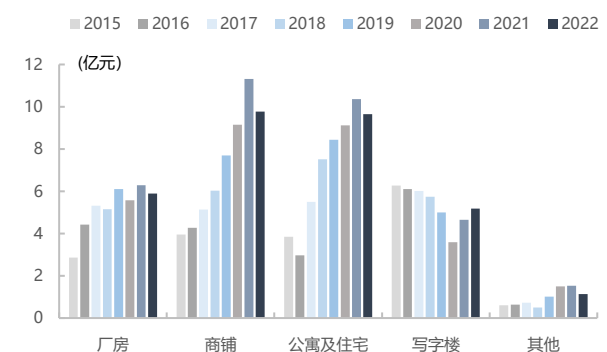
分业态看，商铺、厂房，以及公寓及住宅对营收贡献最高。在 2022 年业绩会上，许永军董事长指出，集中商业、产业园区、长租公寓是招商蛇口资产运营的三个重要赛道。2022 年，公司厂房可出租面积最大，达到 191 万平方米，占比投资性物业可出租面积的 35%。而商铺与公寓占比分别为 27% 和 20%。2015 年至今，公司商铺、厂房、公寓及住宅业务收入持续增长。长租公寓项目 36 个，布局全国 22 城，约 3.6 万间。写字楼项目 21 个，布局集中在北京、上海、深圳、武汉等城市。

图表 70：各业态中，厂房与商铺可出租面积占比提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 71：厂房、商铺与公寓出租收入持续增长



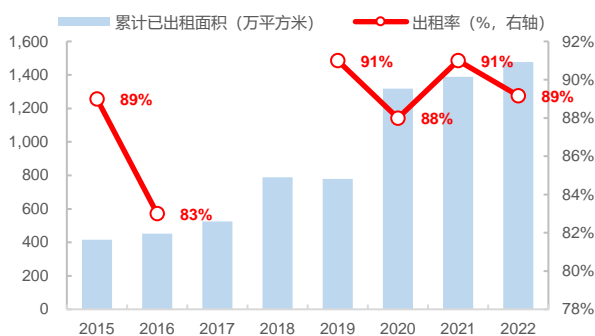
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 5.1.2 集中商业快速发展，产业园区稳定经营

“双百战略”中集中商业与购物中心成为发力重点。公司资产运营业务的发展策略可以概括为：业务聚焦、有进有退和主辅有别、轻重并举，在集中商业方面坚持“稳中有进”。2022年末，招商蛇口共有集中商业项目33个，布局在上海、深圳、南京、成都和重庆等城市。今年3月举行的招商商管2023全国招商大会上，招商商管宣布未来三年将有超30个不同类型的商业项目陆续入市。

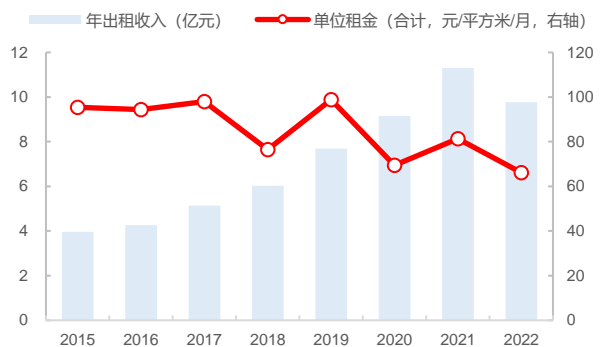
集中商业收入占比升至持有型物业第一。集中商业经营策略以“稳中有进”为主，2015-2022年，公司集中商业累计出租面积从415万平上升至1477万平，年租金收入也从3.96亿升至9.77亿元，单位租金保持稳定，出租率稳中有升。集中商业主要产品包括“海上世界”系、“招商花园城”系等。

图表 72：集中商业规模快速扩张，出租率维持高位



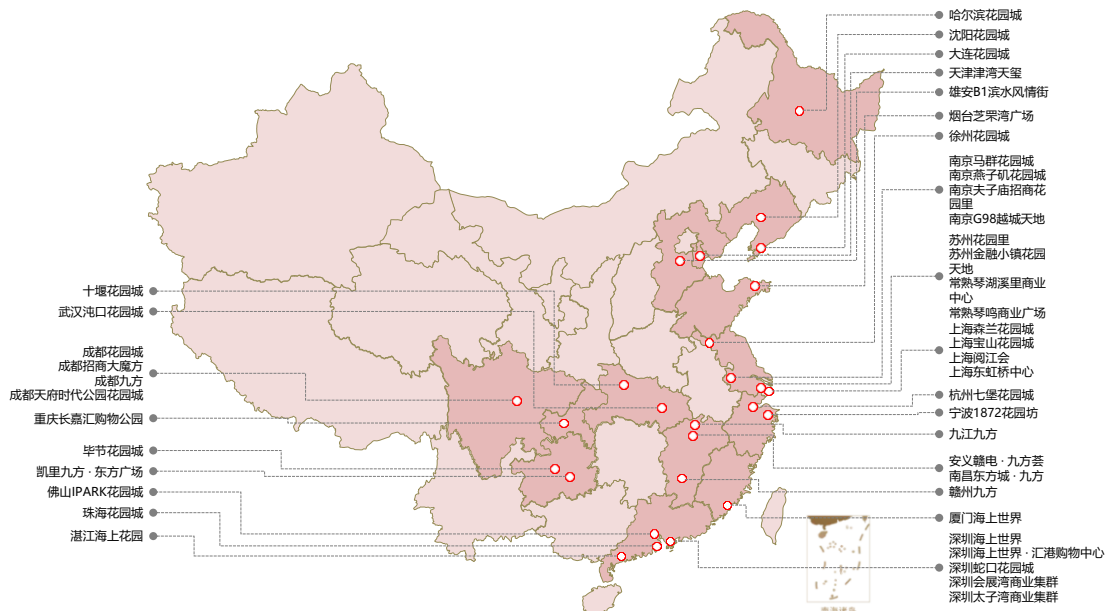
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 73：集中商业年租金收入趋势提升，单位租金略降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 74：招商蛇口集中商业项目布局



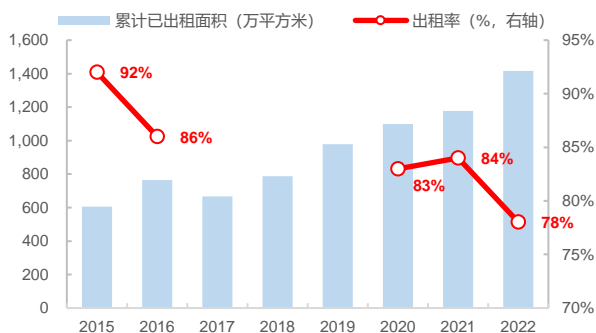
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

产业园区稳定经营。公司产业园区主要由产业园区事业部管理，主要包括网谷、意库和智慧城等产业园产品线。2008年开园的“南海意库”，通过回购早先的三洋厂房改造，招商

蛇口总部即坐落于此。

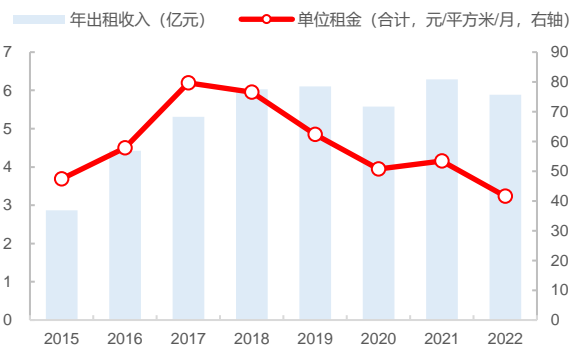
目前公司产业园区布局国内核心一二线 16 个城市，规划建筑面积 475 万平方米。2022 年末，产业园在营项目 33 个，总经营建筑面积约 257 万平方米。2022 年公司减租前产业园运营收入 12.14 亿元，EBITDA 8.16 亿元。公司围绕产品升级、服务增值等多元路径实现经营收入增长，并通过优化行政费用、能源成本等实现降本增效。2022 年新签入产业客户近千家，涵盖纳斯达克上市公司、专精特新企业等。

图表 75：产业园区规模快速扩张，出租率维持高位



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 76：产业园区年租金收入趋势提升

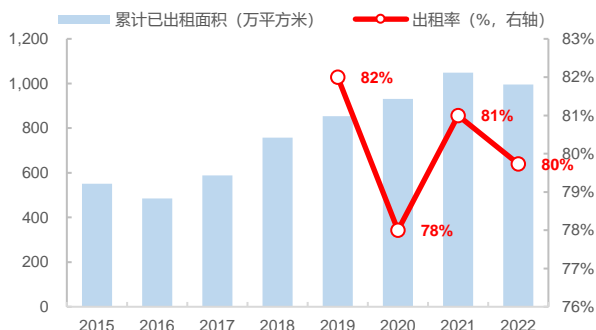


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**长租公寓业务收入持续增长。**截至 2022 年末，公司管理范围内的长租公寓布局 21 个城市，在营项目 41 个，总经营建筑面积约 108 万平方米，房源 2.67 万间；在建及筹开项目 28 个，总建筑面积约 64 万平方米，房源总数 1.39 万间。2022 年长租公寓减租前运营收入 10.25 亿元，EBITDA 6.84 亿元。

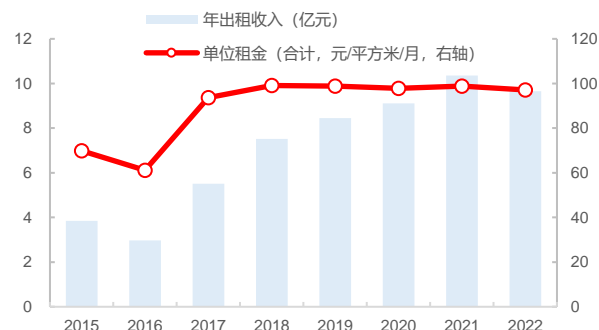
公寓产品线包括 3 类，分别为青年白领公寓“壹栈”、精品公寓“壹间”、服务式公寓“壹棠”，其中“壹间”存量项目数最多。2022 年，公司新开业上海祝桥、深圳海涛、杭州闻博花城和合肥城市主场等 4 个“壹间”项目，新开业房源 691 间。截至 2022 年末，“壹间”公寓共有 27 个存量项目，客房 1.12 万间。2022 年平均出租率 79%，累计运营收入达到 3.84 亿元。近年来，公司也积极推动存量长租公寓的改造升级，通过提升服务标准、客户自助化应用程度及管理效率，提升产品竞争力。

图表 77：公寓规模快速扩张，出租率维持高位



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 78：公寓年租金收入趋势提升，单位租金略降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

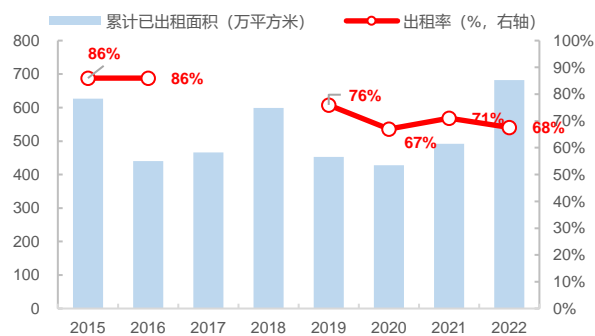
**图表 79：招商蛇口主要长租公寓产品**

产品	壹栈 HABITAT ONE	壹间 APARTMENT ONE	壹棠 <sup>GM</sup> SERVICED APARTMENT
定位	人才公寓	精品公寓	服务式公寓
核心产品定位	针对政策性人才客群，于交通便利的城市配套区域，提供紧凑户型、简单装修的政策型人才公寓及园区配套人才公寓产品	针对青年白领、城市精英客群，于城市中心地段，提供中小户型、精装修公寓产品，实现拎包入住、管家式服务	针对跨国企业中高层管理层及其家庭成员，以及国内高端商务精英，于外向型经济聚集区域，提供酒店式公寓产品、配套与国际化服务
客户服务模式	轻服务模式	轻服务模式+菜单式增值服务	重服务模式（酒店式服务）
功能配套	客服中心/健身房/自助售卖机/社区商业	值班前台/健身房/休闲区/共享洗衣吧/自助售卖机	接待大堂/健身房/早餐厅/儿童游乐区/桑拿房/泳池
2022 年项目数（新开业/存量，个）	0/5	4/27	0/6
经营建筑面积 GRA（万平方米）	23.46	41.88	10.31
客房数（间）	6,572	11,162	1,896
2022 年累计运营收入（未扣减租，亿元）	1.92	3.84	1.22
2022 年平均出租率（%）	76%	79%	50%

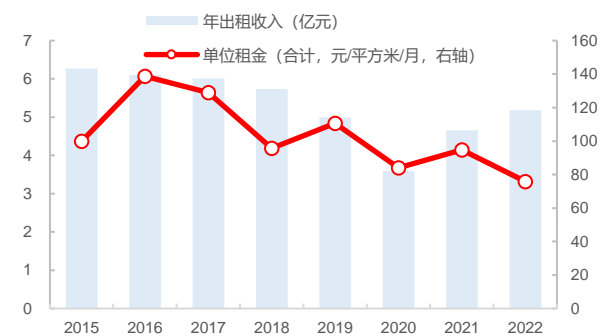
数据来源：公司公告，招商伊敦网站，招商蛇口《社会责任报告》（2019 年），信达证券研发中心

**写字楼与酒店业务平稳发展。**2022 年末，公司管理范围内写字楼在营项目 30 个，总经营建筑面积约 113 万平方米，其中 80% 布局在一线城市；在建项目 11 个，总建筑面积约 111 万平方米。2022 年公司减租前写字楼运营收入 11.59 亿元，EBITDA 8.28 亿元。2022 年新开业 6 个写字楼项目。

2020 年，招商伊敦成立，负责招商蛇口旗下酒店及公寓业务运营管理，实现从豪华五星级酒店到社区公寓的全方位覆盖。截至 2022 年末，公司有酒店 15 家，国内 12 家、国外 3 家。

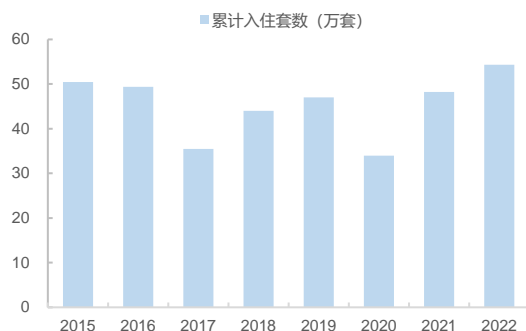
**图表 80：写字楼规模保持稳定，出租率维持高位**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

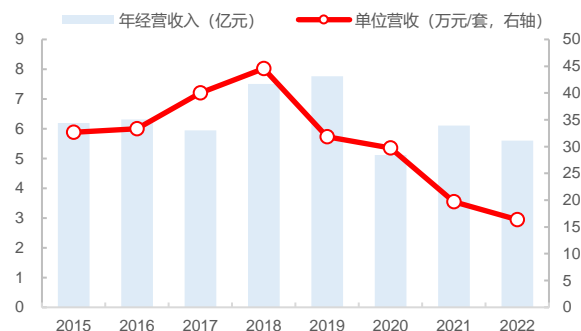
**图表 81：写字楼年租金收入平稳，单位租金有所降低**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



**图表 82：2020 年后酒店累计入住套数恢复**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图表 83：酒店单位营收近年略有降低**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 5.1.3 REITs：商业与产业园双平台，加快资产运营节奏

拥有境内外双 REITs 平台，构建持有型物业流转闭环。2019 年至今，除了 2020 年之外，公司每年均有项目注入到 REITs 平台，盘活存量资产并推动公司运营业务发展。2019 年 12 月以深圳蛇口的 5 项商业物业为底层资产，招商局商业房托基金（1503.HK）成功发行并在香港上市。2022 年 6 月 13 日，公司将位于北京市朝阳区的招商局航华科贸中心注入招商局商业房托。

2021 年 6 月 21 日，博时蛇口产业园 REITs（180101.SZ）在深交所上市，为首批上市的 9 只公募 REITs 之一，基金投资的基础设施项目为深圳市蛇口网谷产业园的万融大厦与万海大厦。2023 年 5 月，博时蛇口产业园 REITs 拟定向扩募，收购位于深圳的招商局光明科技园光明项目。6 月 17 日蛇口产业园 REIT 扩募份额正式上市，成为国内公募 REITs 首批扩募项目之一。2022 年，公司在深圳、上海共落地 3 个保障性租赁住房项目，通过获取保障性租赁住房，储备 REITs 的优质底层资产。

**图表 84：招商蛇口产业园 REITs 与招商局商业房托 REITs 主要持有项目（截至 2023/5）**

序号	REITs	持有资产名称	区位	业态	收购时间	收购前期末出租率 (%)	收购前期末租金 (元/平/月)	建筑面积 (万平)	估值(亿元, 收购前)
1	博时蛇口产业园 REITs	万海大厦	深圳市南山区蛇口网谷产业园	工业、商业、食堂	2021/5	94.4%	145.74	5.36	14.93
		万融大厦	深圳市南山区蛇口网谷产业园	工业、商业、食堂	2021/5	84.1%	127.92	4.17	10.35
		招商局光明科技园光明项目	深圳市光明科学城中心区域	产业用房、人才公寓	2023/5	97.1%	64.52 (办公), 53.23 (厂房)	11.07	11.72
		合计						20.60	37.00
2	招商局商业房托基金	新时代广场	深圳市南山区	写字楼	2019/12	76.3%	161.40	8.73	20.46
		数码大厦	深圳市南山区	写字楼综合体		84.1%	106.50	4.04	10.38
		科技大厦		写字楼综合体		100.0%	87.30	4.16	8.67
		科技大厦二期		写字楼综合体		88.0%	100.00	4.25	10.79
		花园城	深圳市南山区	购物中心	2022/6	79.1%	162.60	5.05	15.49
		招商局航华科贸中心	北京市朝阳区	写字楼、公寓		66.4%	326.83	4.84	27.00
		合计						31.07	92.79

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 5.2 城市服务：物管会展邮轮康养，打造城市服务生态圈

招商蛇口城市服务板块涵盖物业管理、邮轮、会展、康养等业务。公司物业管理业务服务业态多元，覆盖住宅物业，以及办公、商业、园区、政府、学校、公共、城市空间等非住宅物业，管理面积达到 3.11 亿平方米，处于行业领先地位。城市服务业务中，2023 年经营策略为持续做强做大物业管理业务规模，其他业态稳健经营。

图表 85：招商蛇口城市服务主要涉及物管、会展、邮轮和康养领域

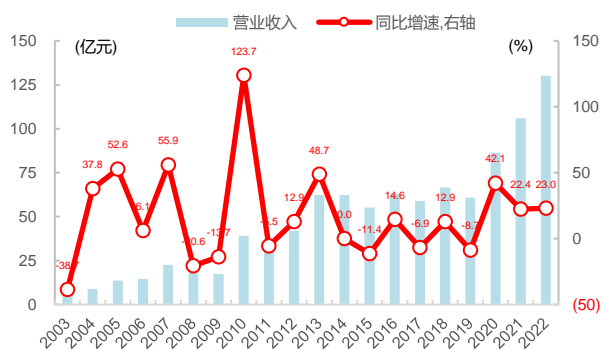


数据来源：招商蛇口 2022 年业绩发布会 PPT，信达证券研发中心

### 5.2.1 物业管理：轻资产运营平台招商积余

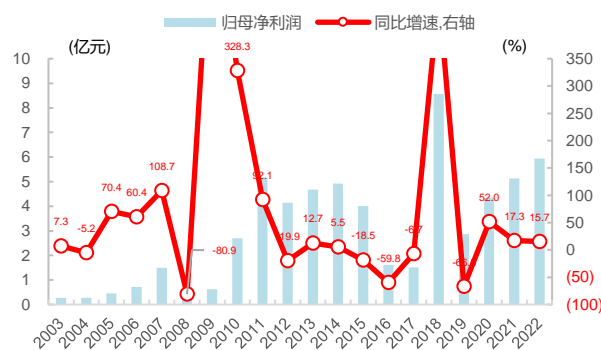
招商积余持续发展，作为公司旗下物业管理和轻资产运营服务平台。2019 年 12 月，中航善达与招商物业合并重组，更名为招商积余并于深交所上市。收并购方面，2022 年招商积余实现对标的公司上航物业、南航物业、汇勤物业、新中物业的财务并表。同时，积极推动重资产剥离，转让三家子公司股权。招商积余物管业务签约合同额持续增长，2022 年全年实现新签年度合同额 31.75 亿元。2022 年招商积余营收达到 130.2 亿，创历史新高，为招商蛇口城市服务板块收入的主力。

图表 86：招商积余 2020 年后营收增速保持稳定



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 87：招商积余 2020 年后归母净利润持续增长



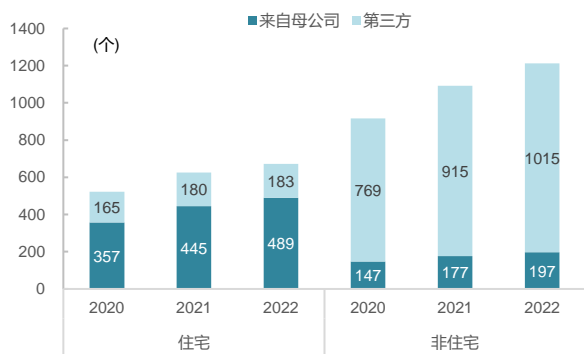
资料来源：Wind，信达证券研发中心

物业管理市场拓展持续发力，2021-2022 年非住宅外拓项目数持续增长。随着住宅市场进入存量时代，2020 年以来招商积余住宅类项目数与管理面积增幅较小。分项目来源看，

2021-22 年住宅类外拓项目数和外拓面积增幅较小，对母公司的依赖程度较高。不过近两年非住宅类外拓项目快速增长，外拓项目占比远高于来自母公司的项目，体现出较强韧性。

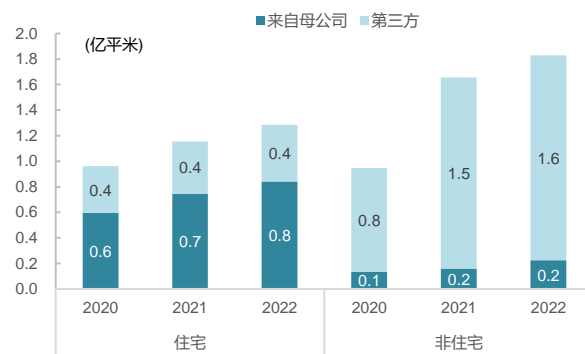
**基础物管、平台增值与专业增值服务同步发力，推动“沃土云林”商业模式落地。**2019 年重组之后，为了让公司发展战略更加清晰，招商积余梳理了“沃土云林”的图景，持续推动“沃土云林”商业模式落地。所谓“沃土云林”商业模式，也就是深耕基础物业“沃土”，在“沃土”之上培养一批专业公司，形成全国性的专业化、市场化的企业。再通过科技云手段，更好响应客户、业主的需求。多路径发展持续深化，2022 年平台增值业务营业收入也实现“翻倍式增长”。

**图表 88：招商积余在管项目个数稳定增长**



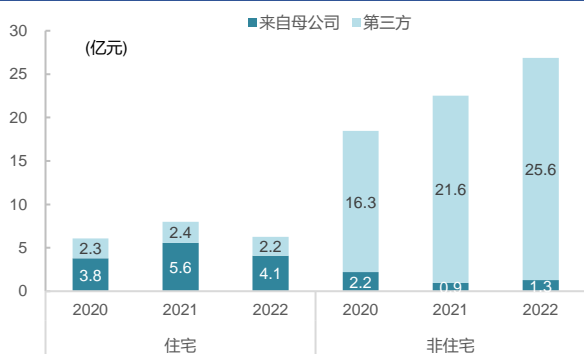
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 89：招商积余 2021 年非住宅项目管理面积大幅提升**



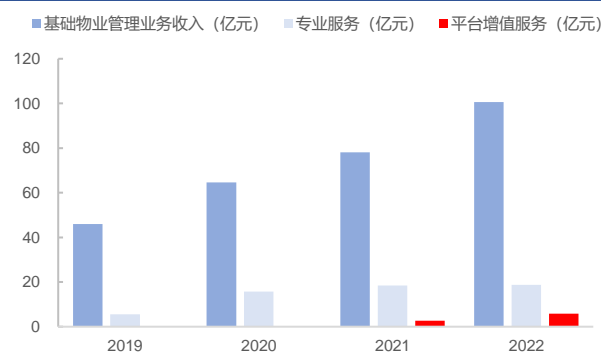
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 90：招商积余 2022 年非住宅签约金额继续高增**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 91：招商积余主营业务构成**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 5.2.2 会展、邮轮与康养：探索城市智慧服务

**招商会展致力于成为全国会展场馆项目的统一运营管理平台。**招商会展是公司会展业务的经营主体，目前已成为国内会展行业内极少数具备规划设计、建设、运营、片区综合开发全链条综合实力的企业。会展业务以场馆建设咨询、场馆运营管理、自办展会作为三大主营业务，同时打造会展管理轻资产输出核心能力，赋能综合发展。深圳国际会展中心（Shenzhen World）是深圳市政府投资建设、招商蛇口和华侨城联合体负责建设和运营的超大型会展综合体。2016 年 9 月正式奠基开工，2020 年全面建成，仅用约 3 年时间。2022 年，深圳国际会展中心在 1.5 个月有效办展时间内承办展会 16 次，参会企业合计数 19563 家，实现展览面积 191 万平方米，位居全国第一。

**招商邮轮致力于成为国内领先、全球一流的邮轮运营服务商。**邮轮业务集邮轮港口、远

洋邮轮、海上客运、湾区游轮、海洋文旅产业运营为一体，以引领海上高端文旅为使命，致力于成为国内领先、国际一流邮轮运营服务商。蛇口太子湾邮轮母港，作为中国首艘五星旗邮轮“招商伊敦”号的始发港，已实现粤港澳大湾区多城海上客运通勤、香港机场航线、国际邮轮中转、湾区近海游、邮轮远洋游、岸线岛屿与海上文旅等多层级服务功能。

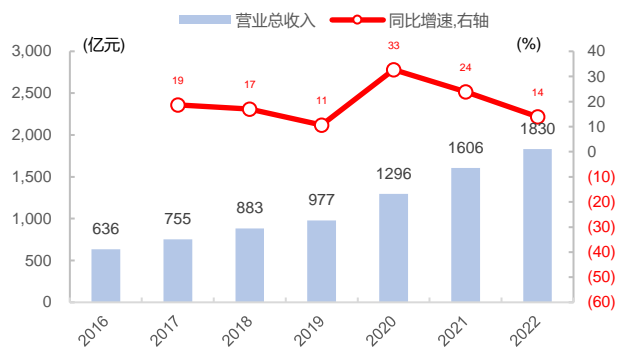
**招商观颐致力于成为全国领先、粤港澳大湾区最具规模和品质的连锁养老品牌。**目前康养业务主要包括机构养老、社区居家养老、健康管理服务、高端医院等。招商观颐拥有四大产品体系，包括 CCRC（养老综合社区）、机构养老、社区嵌入式养老、居家养老等。现有养老品牌“招商观颐之家”、健康管理品牌“招商美伦健康”及医院品牌“招商力宝”。

## 6 业绩与估值：盈利有望迎来触底回升，估值持续修复

### 6.1 业绩影响：度过高价地结算与减值时期，毛利率有望企稳回升

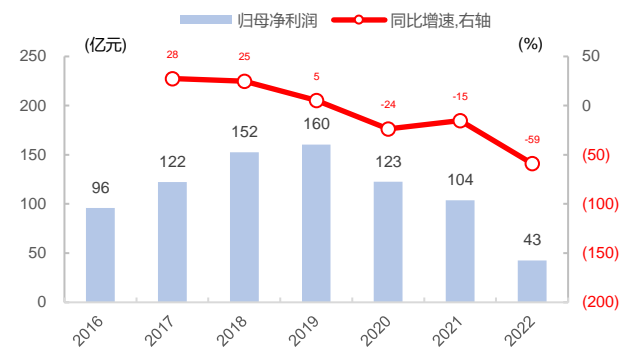
**2022 年营收续创新高，净利润降至上市以来低谷。**2022 年，招商蛇口营收达到 1830 亿元，同比增速保持在 14%。公司竣工面积增速由 2021 年 15% 下降至 2022 年的 3%，结转面积增速有所放缓。与行业中多数房企一致，2022 年招商蛇口也经历了较大规模资产减值，资产减值损失达到 50.45 亿元。2022 年归母净利润为 43 亿，仍保持盈利状态，但归母净利润规模降至 2015 年上市以来的最低值，同比跌幅也有所扩大。

图表 92：2022 年营收达到 1830 亿的历史高位



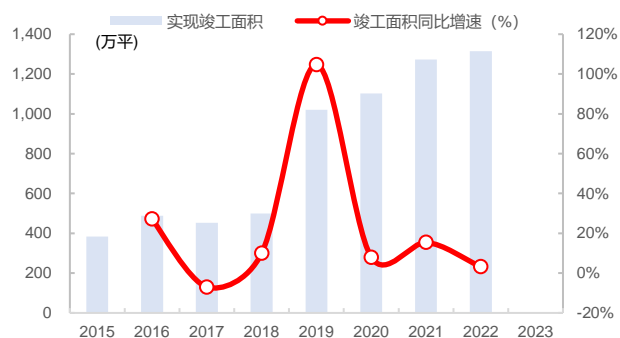
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 93：2022 年仍盈利但归母净利润增速跌幅扩大



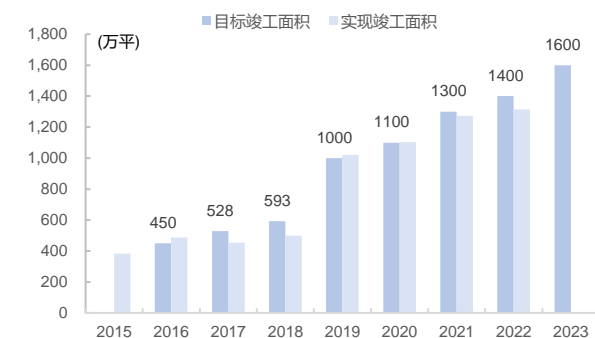
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 94：2022 年竣工增速放缓，2023 年有望恢复



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

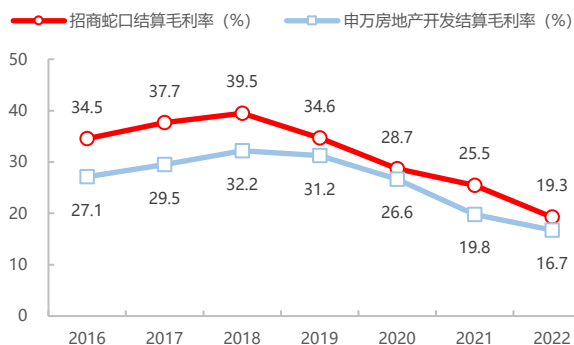
图表 95：招商蛇口竣工完成率保持高位



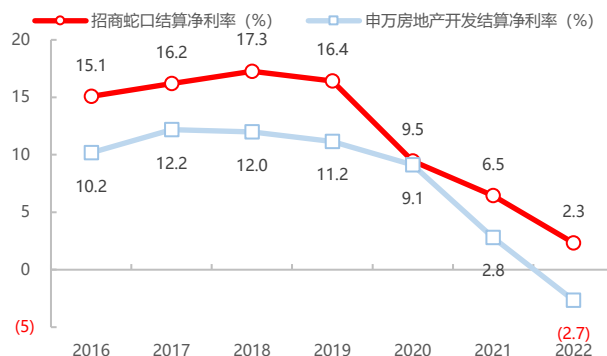
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**毛利率与净利率长期领先行业平均水平，2022 年两指标降至历史低位。**2016-22 年，招商蛇口结算毛利率超过申万房地产开发指数成分股均值，在行业内保持在较高水平。2018 年以来，房地产行业平均毛利率见顶回落，2022 年平均毛利率 16.7%，较 2018 年高点 32.2% 已下行 15.5pct。2022 年招商蛇口结算毛利率降至 19.3%。受到计提大额减值影响，2022 年结算净利率也降至 2.3% 的低位。

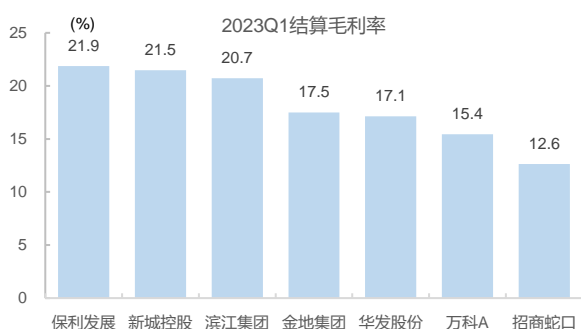


**图表 96: 毛利率长期领先行业, 2022 年毛利率 19.3%**


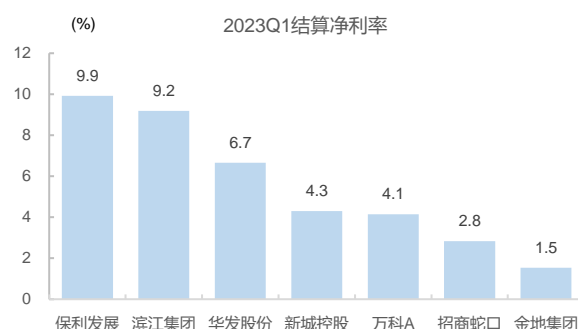
资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

**图表 97: 招商蛇口 2022 年净利率降至 2.3% 的低位**


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

**图表 98: 龙头房企中毛利率略低, 2023Q1 为 12.6%**


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

**图表 99: 招商蛇口 2023Q1 结算净利率小幅回升至 2.8%**


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

净利率下行而总资产周转率放缓, 带动结算 ROE 走低, 权益乘数有所提升。招商蛇口 ROE 从 2016 年的 16.98% 下降至 2022 年的 4.19%, 与此同时结算净利率从 2016 年的 15.07%, 下降至 2022 年的 2.33%, 为主要拖累项。总资产周转率由 25.35% 降低至 20.64%, 也有所下降。同期的权益乘数从 4.44 上升至 8.72, 提供一定支撑。

周转效率仍有提升空间。住宅方面, 公司 2022 年新增项目中有 22 个项目实现当年拿地当年开盘, 首开当天平均去化率 77%, 为报告期贡献销售金额约 300 亿元。产业园方面, 2022 年集中商业平均开发周期提速至 28-33 个月。随着“一业态一模板”、“一园一策”等经营策略逐步拓展, 公司经营效益也有望全面提升。

**图表 100: 招商蛇口 ROE 变化拆解可知, 结算净利率下滑对 ROE 拖累较大**

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE (摊薄, %)	17.0%	17.9%	20.1%	16.9%	12.1%	9.5%	4.2%
结算净利率 (%)	15.1%	16.2%	17.3%	16.4%	9.5%	6.5%	2.3%
总资产周转率 (摊薄, %)	25.4%	22.7%	20.9%	15.8%	17.6%	18.8%	20.6%
权益乘数	4.4	4.9	5.6	6.5	7.3	7.9	8.7
ROE 变动 (pct)		0.90	2.20	-3.17	-4.82	-2.54	-5.35
结算净利率贡献 (pct)		1.27	1.18	-0.99	-7.17	-3.83	-6.10
总资产周转率贡献 (pct)		-1.92	-1.53	-4.62	1.09	0.55	0.35
权益乘数贡献 (pct)		1.55	2.56	2.43	1.26	0.74	0.40
销售净利率 (%)	13.0%	10.8%	8.9%	7.3%	4.4%	3.2%	1.5%

总资产周转率（摊薄，%）	29.5%	33.9%	40.3%	35.7%	37.7%	38.2%	33.0%
权益乘数	4.4	4.9	5.6	6.5	7.3	7.9	8.7
ROE 变动 (pct)		0.90	2.20	-3.17	-4.82	-2.54	-5.35
销售净利率贡献 (pct)		-2.78	-3.14	-3.73	-6.64	-3.40	-5.16
总资产周转率贡献 (pct)		2.13	2.78	-1.87	0.57	0.12	-0.59
权益乘数贡献 (pct)		1.55	2.56	2.43	1.26	0.74	0.40

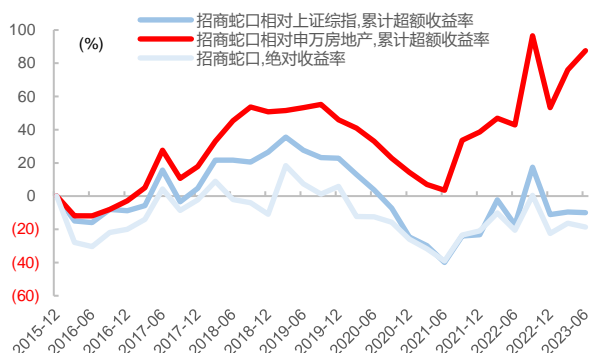
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

## 6.2 盈利与收益：股价跑赢行业指数，股息收益率维持高位

**招商蛇口重组上市以来跑赢申万房地产指数。**截至 2023 年一季度，招商蛇口累计跑赢申万房地产指数 76.07pct，相对收益具备较高韧性。2015 年末至 2023Q2，招商蛇口绝对收益率为-16.34%。2019 年后房地产行业进入一轮调整周期，2019 年 3 月至 2021 年 6 月，招商蛇口累计下跌 48.52%。2021 年下半年开始，随着房企出险情况增多，市场开始更多关注经营稳健的国央企，招商蛇口也迎来一轮估值修复。2021 年 6 月到 2023 年 6 月，公司股价累计涨幅达到 33.60%。

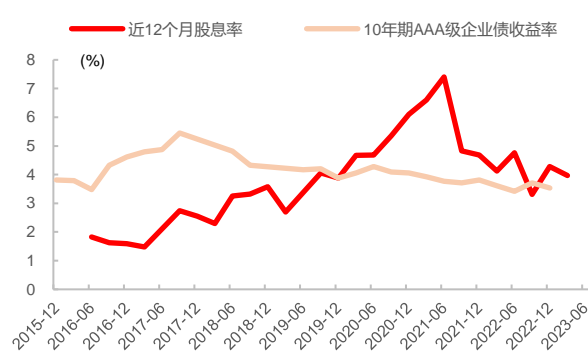
**上市以来保持高分红与较高股息率。**自 2015 年重组上市以来，招商蛇口分红率基本维持在 40%左右。2023 年一季度，上市以来分红率为 40.37%，在房企中排名居前。2020-23 年招商蛇口季度平均股息率 4.70%，与其他 A 股上市房企相比排名中游。

图表 101：2015 年上市至今跑赢行业指数



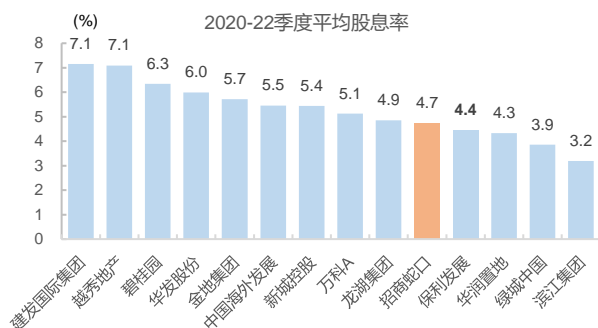
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 102：股息率超 AAA 级企业债



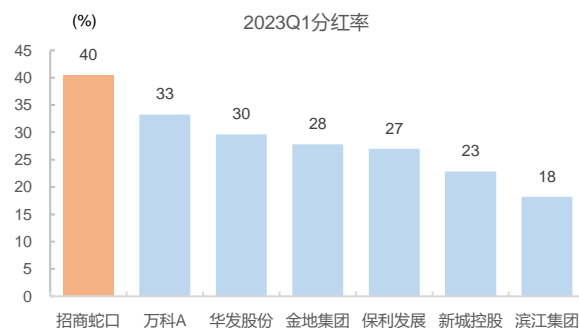
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 103：2020-23 年招商蛇口平均股息率适中



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心。注：根据 2020Q1-2023Q2 股息率计算

图表 104：2023Q1 分红率保持在 40% 的高位



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

### 6.3 估值：2021 年至今估值修复，国央房企投资价值凸显

当前业绩与估值均处于底部区间，国央房企投资价值凸显。2016 年至今，房地产企业估值整体下行。申万房地产指数市净率 (PB,LF) 从 2016 年年初的 2.9x 左右，下降至 2023 年 7 月初的 0.8x；与此同时，招商蛇口市净率 (PB,LF) 从 2.3x 降至 1.1x 左右，降幅更低，但目前仍接近历史低位 (0.9x)。

招商蛇口市净率与行业走势曾经出现三次背离。第一，2016-2018 年的地产销售上行周期中，楼市监管政策趋严，房地产指数市盈率下行。第二，2018 年下半年至 2019 年，地产调控政策频次降低，招商蛇口市净率领先于行业回升。第三，2021 年至今。2020-2021 年初，银行体系加强对经营贷流入楼市的监管，同时“三道红线”、贷款集中度管理等调控政策集中出台。2021 年下半年疫情重燃，叠加民营企业暴雷出险，国央房企与民企估值走势开始分化。招商蛇口市净率也从 2021 年 10 月的 1.02x 升至 2022 年 10 月的 1.23x。

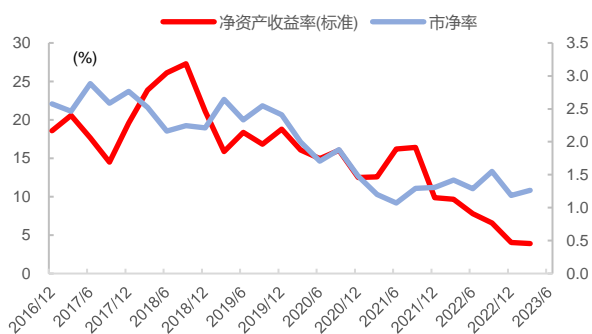
图表 105：招商蛇口与申万房地产行业指数市净率 (PB) 估值出现两次背离



资料来源：Wind，信达证券研发中心

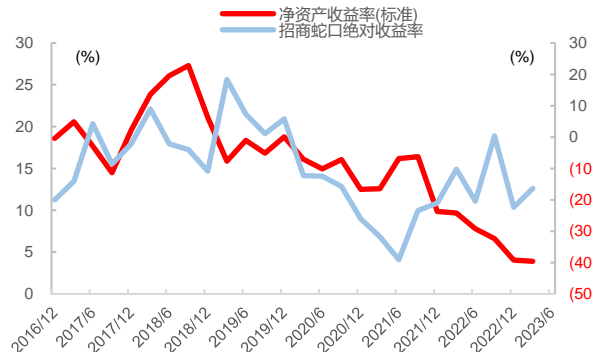
我们认为，从结转周期、市场热度、财务状况三方面来看，当前以招商蛇口为代表的国央房企具备较高投资价值。第一，低毛利项目结转拖累效应减弱。受 2019-2021 年高价地项目进入结转周期影响，房企毛利率普遍下滑。国央房企在行业上行周期中依然保持稳健的投资策略，因而在结转周期内受到更小的拖累。第二，大额减值计提后，业绩有望触底反弹。2023 年市场热度有所回升，随房价止跌企稳，房企存货减值压力逐步缓解。尤其是以招商蛇口为代表的国央房企，布局更加聚焦于高能级城市，受减值影响相对较小。第三，财务状况稳健，受益于再融资和公募 REITs 扩容。国央房企本身财务指标满足监管要求，相对于民企具备更加有效的扩表能力，同时抓住政策窗口期，通过再融资补充股权资金，并凭借 REITs 平台加快资金周转，有望在未来行业格局重塑的背景下获得竞争优势。

图表 106：2016-2021 年招商蛇口市净率降低



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 107：招商蛇口绝对收益率反弹



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

## 盈利预测：预计 2023-25 年 EPS 为 0.89/1.26/1.60 元/股，给予“买入”评级

我们对公司 2022-2024 年盈利做如下预测：

开发业务方面，公司 2019-2021 年获取项目将逐步进入结转周期。公司披露的半年业绩快报中，上半年营收同比降低 10.63%，但考虑到公司竣工主要集中在下半年，我们认为全年结算口径收入将恢复增长。我们预计 2023-2025 年开发业务结算收入增速分别为 10%/9%/9%。由于 2019-2021 年期间土地市场热度较高，而随后取得地块地货比等指标有所优化，预计此类地块将在 2024 年后陆续结算，我们预计公司毛利率在 2023-2024 年期间或企稳回升，假设 2023-2025 年开发业务毛利率分别为 21%/22%/23%。

资产运营与城市服务业务方面，随着疫情对公司经营的影响逐步消除，我们预计此类业务的收入和盈利将稳步恢复。假设 2023-2025 年资产运营收入增速为 15%/18%/20%，毛利率为 18%/20%/20%；城市服务收入增速为 20%/20%/20%，毛利率为 12%/13%/13%。

图表 108：公司主要业务营收增速及毛利率

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售金额（亿元）	576	739	1,128	1,706	2,205	2,776	3,268	2,926	3,306	3,637	4,001
同比（%）		28%	53%	51%	29%	26%	18%	-10%	13%	10%	10%
销售面积（万平方米）	347	471	570	827	1,169	1,244	1,464	1,194	1,285	1,346	1,410
同比（%）		36%	21%	45%	41%	6%	18%	-18%	8%	5%	5%
销售均价（元/平）	16,572	15,692	19,785	20,618	18,853	22,324	22,318	24,513	25,739	27,026	28,377
同比（%）		-5%	26%	4%	-9%	18%	0%	10%	5%	5%	5%
营业总收入（亿元）		636	755	883	977	1,296	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461
同比（%）			19%	17%	11%	33%	24%	14%	11%	10%	10%
整体毛利率（%）		35%	38%	39%	35%	29%	25%	19%	20%	21%	22%
地产结算金额（亿元）	442	561	689	808	894	1,169	1,453	1,656	1,821	1,985	2,164
同比（%）			23%	17%	11%	31%	24%	14%	10%	9%	9%
地产结算毛利率（%）			38%	39%	34%	18%	21%	21%	21%	22%	23%
地产结算面积（万平方米）	308	429	436	419	514	634	786	864	933	999	1,069
同比（%）			2%	-4%	22%	23%	24%	10%	8%	7%	7%
地产结算均价（元/平方米）	14,376	13,095	15,810	19,266	17,405	18,426	18,493	19,158	19,513	19,878	20,249
结算价格/销售价格	87%	83%	80%	93%	92%	83%	83%	78%	76%	74%	71%
销售回款（亿元）		637	811	1,013	1,259	1,776	1,942	1,884	2,182	2,400	2,640
同比（%）			27%	25%	24%	41%	9%	-3%	16%	10%	10%
销售回款率（%）		86%	72%	59%	57%	64%	59%	64%	66%	66%	66%
城市服务营收（亿元）							107	132	159	190	228
YOY（%）								23%	20%	20%	20%
毛利率（%）								6%	12%	13%	13%
资产运营营收（亿元）							46	42	49	57	69
YOY（%）								-9%	15%	18%	20%
毛利率（%）								-12%	18%	20%	20%
总毛利（亿元）		220	284	349	338	372	409	352	410	473	541
同比（%）			29%	23%	-3%	10%	10%	-14%	16%	15%	14%
归母净利润（亿元）		96	122	152	160	123	104	43	74	105	134
同比（%）			28%	25%	5%	-24%	-15%	-59%	74%	42%	27%
归母净利率（%）		15%	16%	17%	16%	9%	6%	2%	4%	5%	5%

数据来源：Wind，信达证券研发中心。注：1）2016-21 年地产结算毛利率为“社区开发运营业务”毛利率，2022 为新口径“开发业务”毛利率，2）销售回款为销售商品、提供劳务收到的现金

根据财务模型测算，预测公司 2023-2025E 归母净利润分别为 74/ 105/ 134 亿元，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.89/ 1.26/ 1.60 元/股，8 月 8 日收盘价对应 2023-2025E 的 PE 分别为 15.32/ 10.82/ 8.51 倍。选取同类型国企央企保利发展，以及万科地产、金地集团、滨江集团，同时参考华润置地和中国海外发展为可比公司，2024 年可比公司预期平均 PB 为 0.66 倍。

招商蛇口 2012 年至今销售额保持高速增长，未来我们看好公司作为房地产行业龙头央企在市场复苏中的销售弹性和规模增长。同时公司土地储备规模较大，核心区位土储确权开发后将有力支撑未来的收入和盈利。尽管近期政策定调变化后，公司估值有所上升，但与自身过去 5 年水平相比仍较低。随着 2023 年后房地产市场逐步企稳修复，行业估值水平有望回升。我们对 2024E 的 PB 给予一定溢价至 1.10x，目标价 15.87 元/股。因此首次覆盖给予“买入”评级。

图表 109：可比公司每股净资产与市净率情况

公司名称	证券代码	最新股价(元)	每股净资产(BPS)				市净率(PB)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
保利发展*	600048.SH	13.76	15.64	17.52	19.18	21.10	0.84	0.79	0.72	0.65
万科 A	000002.SZ	14.58	20.87	22.77	24.22	25.84	0.72	0.64	0.60	0.56
金地集团*	600383.SH	7.99	14.44	16.18	18.22	20.28	0.55	0.49	0.44	0.39
滨江集团	002244.SZ	9.91	7.56	9.42	10.94	12.77	1.31	1.05	0.91	0.78
华润置地	1109.HK	31.32	33.19	39.14	42.69	46.80	0.91	0.87	0.79	0.72
中国海外发展	0688.HK	16.22	32.39	34.61	36.76	39.34	0.48	0.51	0.48	0.45
均值			20.68	23.27	25.34	27.69	0.80	0.72	0.66	0.59
招商蛇口*	001979.SZ	13.63	10.79	13.69	14.43	15.39	1.12	1.00	0.94	0.89

数据来源：Wind，信达证券研发中心。注：1）2023-2025 年数据根据 2023/8/8 股价计算，2）带星号标志的房企 2023-2024E 数据为信达证券研发中心预测，其余为万得一致预测



## 风险因素

---

**政策风险：**房地产调控政策收紧或放松不及预期。

**市场风险：**地产行业销售下行幅度超预期。

**业务风险：**公司地产开发、资产运营、城市服务主要业务拓展不及预期。

**跨市场选取可比公司风险：**选取的部分可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

资产负债表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6,531	6,552	6,868	7,110	7,425
货币资金	795	862	1,112	911	720
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	33	39	33	29	29
预付账款	119	40	43	47	51
存货	4,176	4,115	4,047	4,348	4,692
其他	1,407	1,495	1,633	1,774	1,932
<b>非流动资产</b>	2,031	2,313	2,615	2,913	3,208
长期股权投资	616	746	907	1,067	1,227
固定资产(合计)	92	108	137	163	188
无形资产	14	14	18	22	26
其他	1,310	1,444	1,554	1,661	1,767
<b>资产总计</b>	8,562	8,865	9,483	10,023	10,633
<b>流动负债</b>	4,281	4,239	4,626	4,984	5,386
短期借款	36	15	15	15	15
应付票据	1	1	1	2	2
应付账款	578	561	614	668	729
其他	3,665	3,662	3,995	4,299	4,640
<b>非流动负债</b>	1,514	1,781	1,827	1,877	1,927
长期借款	1,078	1,211	1,211	1,211	1,211
其他	436	570	617	667	717
<b>负债合计</b>	5,794	6,020	6,454	6,861	7,313
少数股东权益	1,681	1,827	1,888	1,958	2,037
归属母公司股东	1,087	1,017	1,142	1,204	1,283
<b>负债和股东权益</b>	8,562	8,865	9,483	10,023	10,633

重要财务指标					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461
同比(%)	23.9%	13.9%	10.8%	10.1%	10.2%
归母净利润	104	43	74	105	134
同比(%)	-15.3%	-58.9%	74.0%	41.6%	27.2%
毛利率(%)	25.5%	19.3%	20.2%	21.2%	22.0%
ROE%	9.5%	4.2%	6.5%	8.7%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	1.24	0.51	0.89	1.26	1.60
P/E	10.96	26.66	15.32	10.82	8.51
P/B	1.05	1.12	1.00	0.94	0.89
EV/EBITDA	8.07	11.27	7.84	7.12	6.60

利润表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	1,606	1,830	2,028	2,233	2,461
营业成本	1,197	1,478	1,618	1,760	1,920
营业税金及附加	97	78	91	95	105
销售费用	39	41	47	52	57
管理费用	21	23	26	28	31
研发费用	1	1	2	2	2
财务费用	20	20	38	37	41
减值损失合计	-34	-50	-16	-11	-6
投资净收益	37	20	22	25	27
其他	-6	-6	-6	-4	-1
<b>营业利润</b>	228	154	206	269	326
营业外收支	1	5	2	2	2
<b>利润总额</b>	228	158	208	270	328
所得税	76	67	73	95	116
<b>净利润</b>	152	91	135	175	212
少数股东损益	48	48	61	70	78
<b>归母净利润</b>	104	43	74	105	134
EBITDA	247	191	274	337	400
EPS(当年)(元)	1.16	0.41	0.89	1.26	1.60

现金流量表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	260	222	471	147	166
净利润	152	91	135	175	212
折旧摊销	22	29	27	29	31
财务费用	29	29	47	48	50
投资损失		-37	-20	-22	-25
营运资金变动	73	40	264	-98	-109
其它	21	53	21	17	9
<b>投资活动现金流</b>	-243	-100	-308	-306	-303
资本支出	-100	-58	-54	-54	-54
长期投资	-93	-76	-277	-277	-277
其他	-50	34	22	25	27
<b>筹资活动现金流</b>	-112	-59	87	-41	-54
吸收投资	270	145	89	0	0
借款	1,166	1,346	0	0	0
支付利息或股息	-159	-150	-78	-91	-104
<b>现金净增加额</b>	-96	65	249	-201	-191

## 研究团队简介

**江宇辉**，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

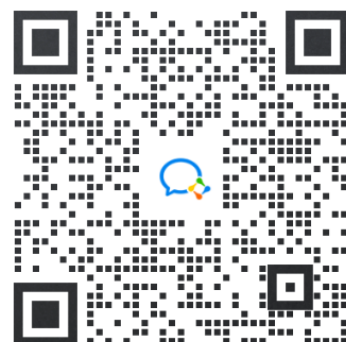
免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



## 行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

## 知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。