

强于大市

房地产行业事件点评

招商蛇口：短期业绩与盈利水平承压，看好后续优质土储兑现及多类型REITs平台构建

事件：招商蛇口发布2022年年报，实现营业收入1830.0亿元，同比+13.9%；归母净利润42.6亿元，同比-58.9%。公司拟每10股派发现金红利2.3元（含税），分红率为16.9%。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，公司积极践行当前行业“新发展模式”和“资产负债表优化”的政策方向。

核心观点

■ 营业收入稳步增长，多方因素共致盈利水平短暂承压。2022年公司营业收入同比增长13.9%；归母净利润同比减少58.9%。营业收入稳步增长，一方面开发业务实现营收1655.6亿元，同比增长14.0%，因为房地产项目竣工交付并结转的面积同比增长，2022年公司竣工面积1314.1万平，同比增长3.3%；另一方面城市服务业务（包括物业管理、邮轮、会展、康养等业务）实现收入132.2亿元，同比增长23.1%。归母净利润下滑的主要原因：1）受市场下行影响，房地产业务毛利率下降，2022年开发业务毛利率21.1%，同比下降5.94个百分点。2）响应国家房租减免政策要求，2022年减免租金合计8.4亿元。3）因市场变化，公司计提存货、投资性房地产、长期股权投资等资产减值准备以及计提应收款项信用减值准备同比增加20.3亿元。4）公司转让子公司产生投资收益同比减少。2022年公司实现投资收益20.2亿元，同比大幅减少45.9%。上年同期，以公司万融大厦、万海大厦两处产业园物业作为底层资产的蛇口产业园REIT上市，产生税后收益14.6亿元。5）少数股东损益占净利润的比重大幅提升了21.4个百分点至53.1%。公司盈利能力有所下滑。2022年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为19.3%、5.0%、2.3%，同比分别下降6.2、4.5、4.1个百分点，ROE也因此下降4.5个百分点至4.2%。公司预收款项合计为1450.9亿元，同比下降2.5%，预收款项/营业收入的比例为0.79，同比下降0.13，短期内的业绩仍有一定压力。

■ 公司财务稳健，在手现金仍能保持稳健增长；通过拉长债务久期及调整融资品种，有效降低融资成本。1）从现金流来看，截至2022年末，公司货币资金862.4亿元，同比增长8.4%。2022年公司经营性现金流净额221.7亿元，同比下降14.6%，一方面是因为销售回款的减少，销售商品、提供劳务收到的现金为1884.3亿元，同比下降3.0%，另一方面是因为购地与建安支出增加，购买商品、接受劳务支付的现金为1313.7亿元，同比增长5.7%。2）从融资来看，截至2022年末，公司有息负债规模2013.7亿元，同比增长17.7%，其中短期有息负债占比2021年下降1.6个百分点至20.1%；公司剔除预收账款的资产负债率61.6%、净负债率40.5%、现金短债比为2.1X，“三道红线”始终处于绿档。公司充分利用良好信用优势，把握融资窗口期，全年新增50亿元中期票据、100亿元公司债、100亿元超短期融资券额度注册；完成市场首单并购中票（30亿元）、绿色中票（5.5亿元）等创新品种发行。2022年公司在公开市场融资合计327.2亿元，截至2022年末，公司融资成本3.89%，同比大幅下降59BP。此外，公司第一时间抓住政策窗口期，快速启动股权融资，拟发行股份购买前海自贸投资6.83%的权益（拥有前海妈湾约455万方建面的土地），标的资产交易价格合计为89.2亿元；同时，拟向35名特定投资者非公开发行23.2亿股股份，募集配套资金不超过85亿元。

■ 开发业务：销售市占率首破2%，投资聚焦高能级城市，稳定开发业务基本盘。1）销售：2022年公司实现销售面积1193.7万平，同比下降18.5%，销售额2926.0亿元，同比下降10.5%，销售规模虽随行业景气度下行有所下滑，但销售规模行业排名提升至第六位，市场占有率提升至2.19%，同比提升了0.3个百分点。在高能级城市深耕卓有成效，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；公司有12个城市进入当地销售金额前五，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。2023年1-2月公司销售增幅显著，实现销售额和销售面积383.1亿元、167.8万平，同比分别增长52.0%和41.2%。2023年公司计划销售金额为3300亿元，较2022年实际销售金额有12.8%的增长。2）拿地：2022年公司累计获取56宗地块，总建面726万平，同比下降53.4%；拿地总金额1279亿元，同比下降40.9%；权益拿地金额766亿元，拿地权益比例为59.9%，同比提升3.1个百分点；由于投资更聚焦高能级城市，楼面均价1.76万元/平，同比增长31.5%；拿地强度（拿地金额/销售金额）43.7%，虽同比下降23个百分点，但仍具韧性。公司在“强心30城”和“深耕6+10城”的投资金额占比分别达94%和90%，单城投放权益地价款高达31亿元，先后获取上海10宗、深圳5宗、合肥5宗优质土地。公司2022年新增项目中有22个项目实现当年拿地当年开盘，首开当日平均去化率77%，贡献销售金额约300亿元。公司积极拓展优质城市更新项目，立足大湾区，聚焦深圳、广州、佛山、东莞，2022年新增土储300万平，新增货值600亿元。截至2022年末，公司累计获取城市更新项目共25个，规划计容建面约1200万平，总货值超过4000亿元。此外，公司积极助力出险房企纾困，2022年先后与佳兆业集团、半岛城邦房地产、富力集团签署战略合作协议，积极探索合作的可能性。截至2022年末，公司土地储备4000万平，2023年可售货值6000亿元，一二线城市占比高达80%。3）受销售景气度下行的影响，公司2022年开工量腰斩，但竣工仍保持稳定增长。公司2022年新开工面积897.7万平，同比下降50.4%；竣工面积1314.1万平，同比增长3.3%。2023年计划新开工与竣工面积分别为1000、1600万平，同比增速分别可达11.4%和21.8%。

■ 资产运营业务：公司持有型物业储备丰富、业态多样，随着不同类型REITs平台的构建，未来将进一步盘活存量资产，助力公司资产运营业务的发展。2022年公司管理范围内全口径资产运营收入（下文均为未扣除租金减免金额的收入）57.1亿元（扣除租金减免后收入约49.6亿元），EBITDA 30.4亿元，同比分别增长6.2%和6.9%。公司已形成蛇口产业园REIT和招商局商业房产托境内外双REITs平台。目前公司正在积极推动蛇口产业园REIT扩募工作，拟注入位于深圳市光明区的光明科技园加速器二期项目。1）商业业态：2022年末在管项目33个，总经营建面288万平，在建及筹开项目41个，涉及建面404万平，2022年公司商业运营收入12.9亿元，EBITDA 4.7亿元。招商荟会员总数突破500万，同比提升63%。2）写字楼业态：2022年新开业写字楼共6个，截至2022年末，在管项目30个，总经营建面113万平，其中80%布局在一线城市；在建项目11个，总建面111万平。2022年公司写字楼运营收入11.6亿元，EBITDA 8.3亿元。3）产业园业态：公司目前主要运营管理网络、智库和智慧城等产业园产品线，布局国内核心一二线16个城市。2022年末产业园在管项目33个，总经营建面257万平。2022年公司产业园运营收入12.1亿元，EBITDA 8.2亿元。4）长租公寓业态：2022年末公司长租公寓布局21个城市，在管项目41个，总经营建面108万平，房源2.67万间；在建及筹开项目28个，总建面64万平，房源1.39万间。2022年长租公寓运营收入10.3亿元，EBITDA 6.8亿元。2022年公司重资产拓展获取保障性租赁住房以储备REITs的优质底层资产，在深圳、上海共落地3个保障性租赁住房项目，新增管理面积4.9万平，新增房源1262间；轻资产拓展聚焦深耕重点城市，2022年在深圳新增轻资产管理面积6.2万平，房源2644间。2022年公司新开业上海祝桥、深圳前海、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。5）酒店业态：2022年末，公司酒店业务布局国内15个城市和2个海外国家，在营酒店项目15个，总经营建面50万平。2022年公司酒店运营收入5.4亿元。在资产运营业务方面，公司践行“双百战略”，计划在2025年末营收超过百亿，商业及核心写字楼项目超过100个。

■ 城市服务：1）物业管理：物业管理市场拓展持续发力，2022年实现新签年度合同额31.8亿元；收并购方面，实现对标的公司上航物业、中航物业、江勤物业、新中物业的财务并表。截至2022年末，招商积余物业在管项目达1884个，覆盖127个城市，管理面积3.11亿平，其中非住占比58.5%，非住宅业态的优势进一步巩固，积极布局了公共服务、园区、办公、城市服务等细分赛道，其中公共物业管理在非住宅业态中占比32%。招商积余2022年营收130.2亿元，同比增长23.0%；归母净利润5.9亿元，同比增长15.7%。2）邮轮业务：公司积极开辟邮轮新航线，布局新业务。“招商伊敦号”邮轮2022年共落地6条新航线；与深圳免税集团强强联合，落地中国首艘五星旗邮轮海南离岛免税项目；创新水上客运业务经营模式，开展“航线+目的地”营销组合，从单纯交通向交通+文旅模式转变。3）康养业务：公司康养业务聚焦深圳南山蛇口探索社区居家养老模式，以招商街道、蛇口街道为重点，与招商积余合作推进机构社区居家、康养医养。2022年新获取4个外部管理输出类项目；按计划推进太子湾、常熟两个医院的设计和筹开工作，其中常熟医院预计于2023年开业。4）会展业务：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1.96万家，实现展览面积191万平，位居全国第一。

投资建议

■ 受行业调整影响，2022年公司毛利率下行及减值计提压力较大，业绩明显承压。但我们认为，公司当前的销售与投资端均表现出一定韧性，后续随着优质项目入市结转，预计未来业绩压力将逐步缓解。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，公司积极践行当前行业“新发展模式”和“资产负债表优化”的政策方向。一方面，公司搭建了招商局商业房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。另一方面，公司把握股权融资开放的政策机遇，借助优质资产注入叠加配套融资，有望进一步优化资产质量，改善公司资产负债结构，助力公司在行业洗牌中脱颖而出。我们建议持续关注。

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

《未提及“房住不炒”：预期住房需求将重点来自于核心城市——2023年政府工作报告点评》20230305

《房地产行业2023年12月统计局数据点评：全年销售投资降幅创历史新高，预期2023年呈现“前低后高”走势》20230117

《Q4居民购房意愿再度走弱，房价看涨预期处于历史最低点：房企贷款需求略有改善——央行2022年四季度问卷调查点评》（2022/12/28）

《房地产行业2023年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》（2022/12/18）

《中国真实住房需求还有多少？（2022版）》（2022/8/3）

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》（2022/6/15）

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》（2022/3/31）

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

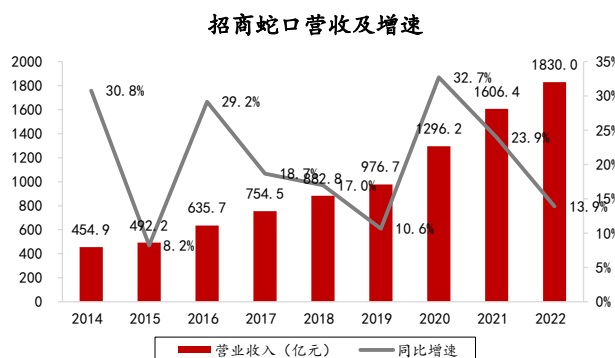
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

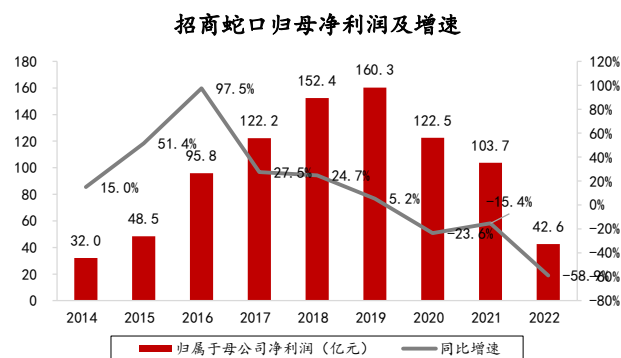
附录

图表 1. 2022 年招商蛇口实现营业收入 1830.0 亿元，同比增长 13.9%



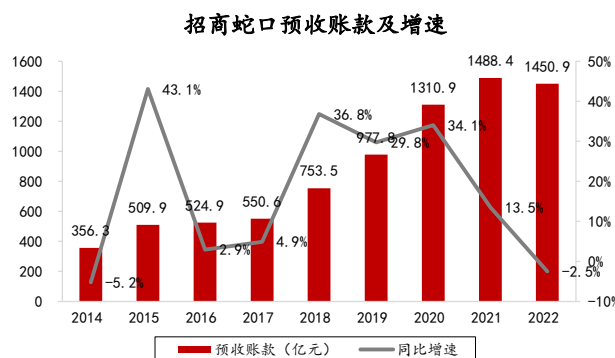
资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2022 年招商蛇口实现归母净利润 42.6 亿元，同比下降 58.9%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2022 年末，招商蛇口预收账款 1450.9 亿元，同比下降 2.5%



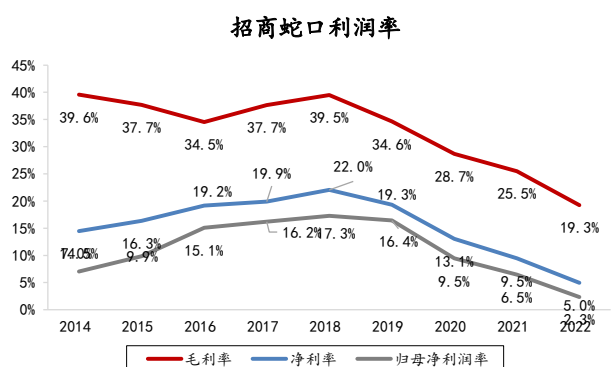
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2022 年末，招商蛇口预收账款/营业收入为 0.79X



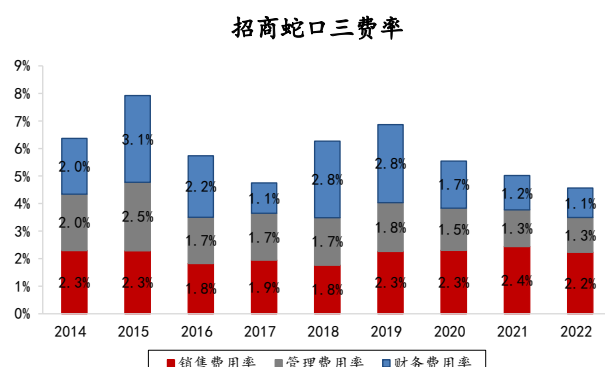
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2022 年招商蛇口毛利率、净利率和归母净利润率分别为 19.3%、5.0%和 2.3%



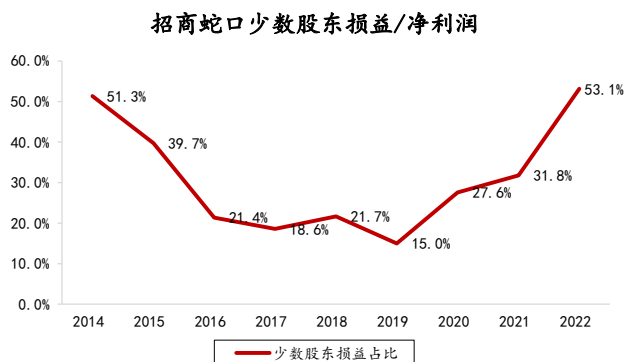
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2022 年招商蛇口三费率 4.6%，同比下降 0.5 个百分点



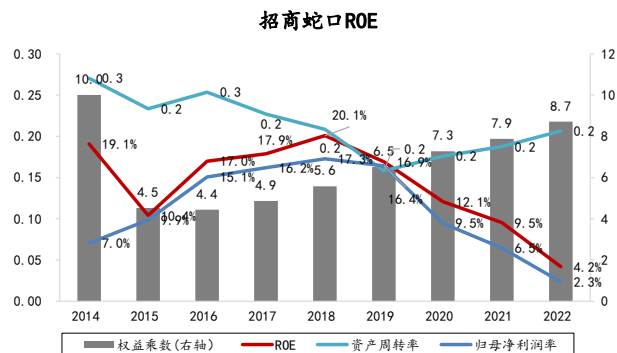
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2022 年招商蛇口少数股东损益占比大幅提升至 53.1%



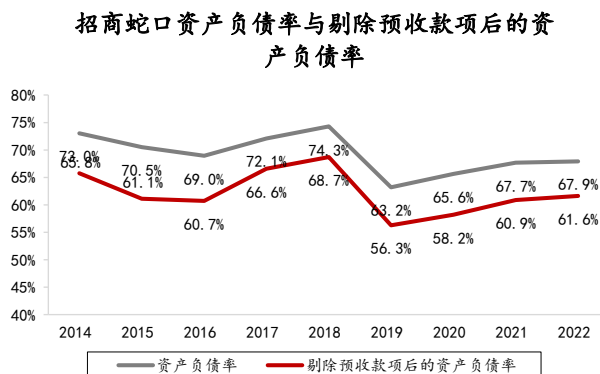
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2022 年招商蛇口 ROE 下降至 4.2%



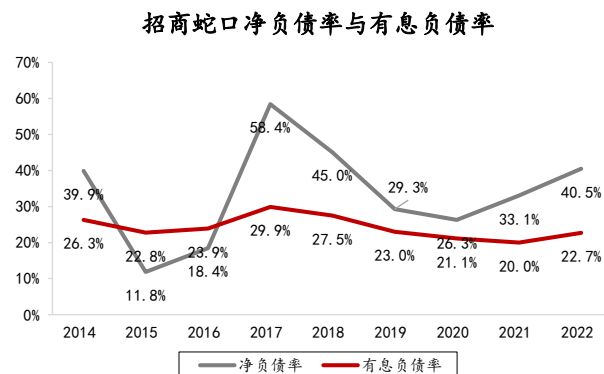
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2022 年末，招商蛇口资产负债率和剔除预收款后的资产负债率分别为 67.9% 和 61.6%



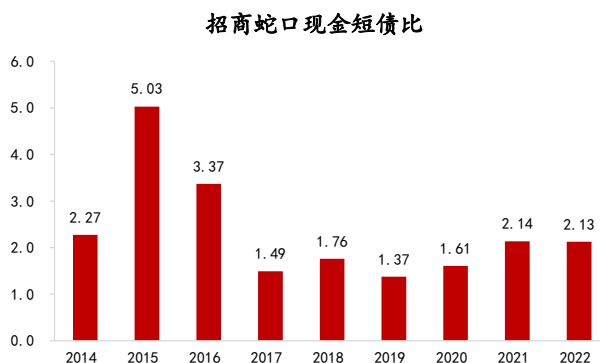
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2022 年末，招商蛇口有息负债率和净负债率分别为 22.7% 和 40.5%



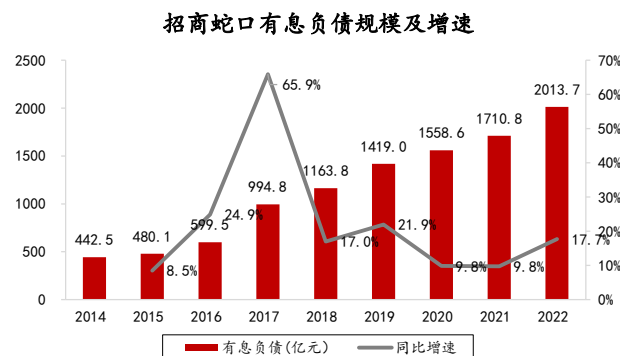
资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2022 年末，招商蛇口现金短债比为 2.13X



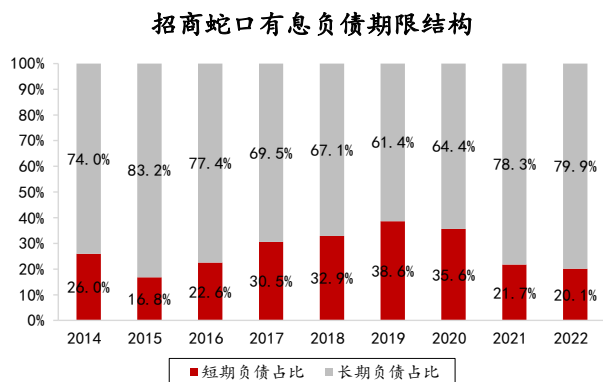
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2022 年末，招商蛇口有息负债规模 1213.7 亿元，同比增长 17.7%



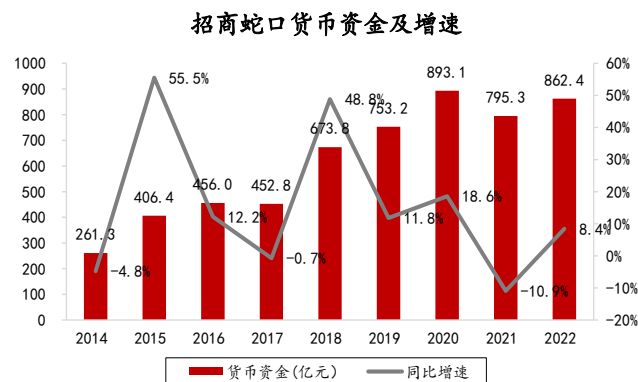
资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2022 年末，招商蛇口短期有息负债占比 20.1%，长期有息负债占比 79.9%



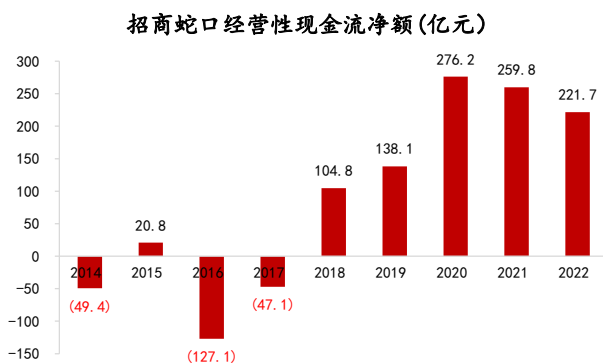
资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2022 年末，招商蛇口货币资金 862.4 亿元，同比增长 8.4%



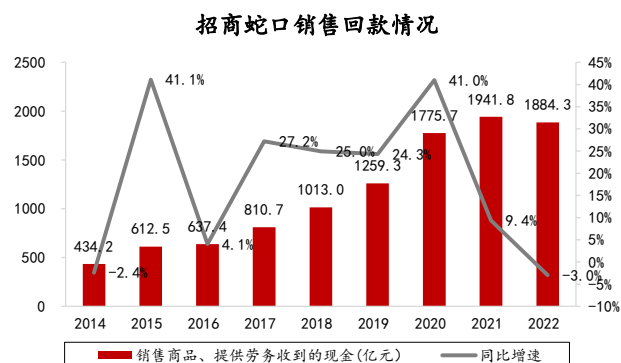
资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2022 年招商蛇口经营性现金流净额 221.7 亿元



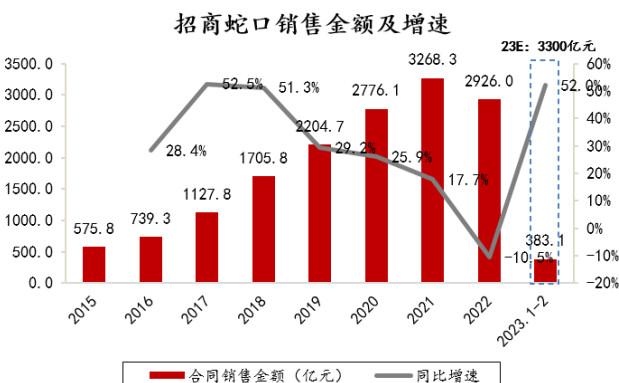
资料来源：公司年报，中银证券

图表 16. 2022 年招商蛇口销售商品、提供劳务收到的现金为 1884.3 亿元，同比下降 3.0%



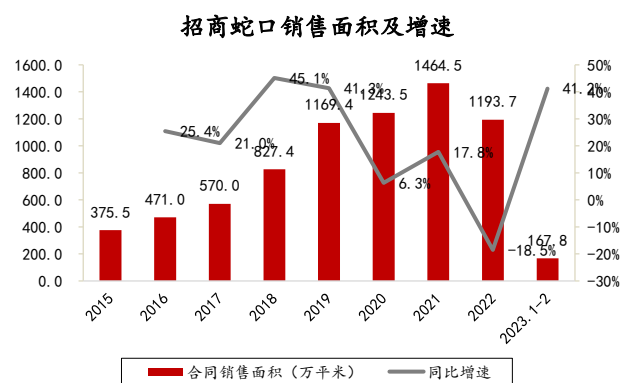
资料来源：公司年报，中银证券

图表 17. 2022 年招商蛇口销售金额 2926.0 亿元，同比下降 10.5%



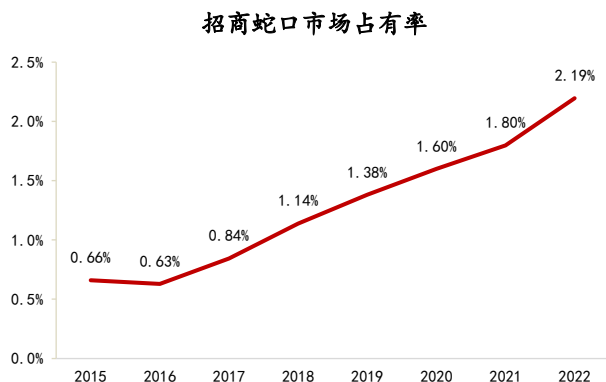
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2022 年招商蛇口销售面积 1193.7 万平，同比下降 18.5%



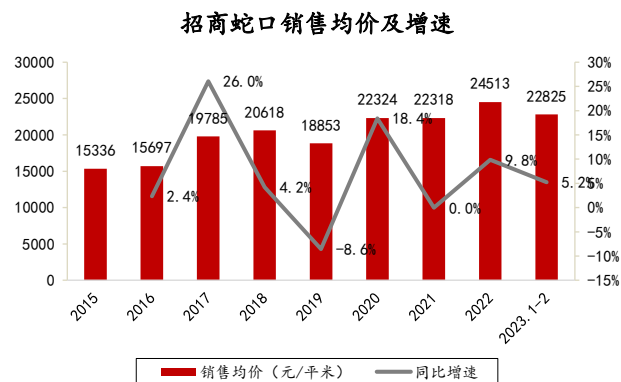
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 19. 2022 年招商蛇口市占率提升至 2.19% (招商蛇口销售金额/全国商品房销售金额)



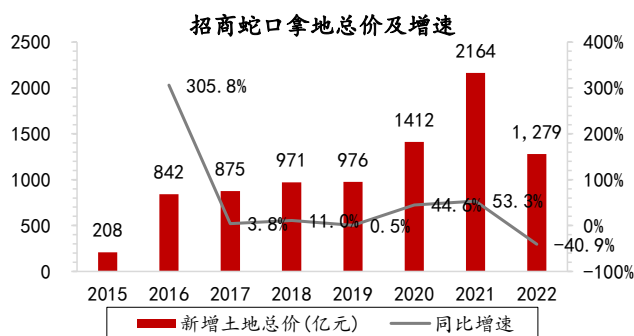
资料来源：公司年报，中银证券

图表 20. 2022 年招商蛇口销售均价 24513 元/平，同比增长 9.8%



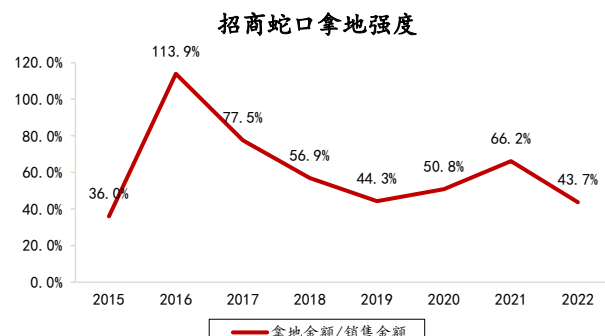
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 21. 2022 年招商蛇口拿地总价 1279 亿元，同比下降 40.9%



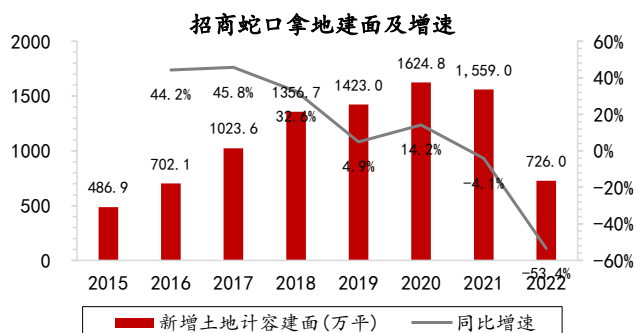
资料来源：公司年报，中银证券

图表 22. 2022 年招商蛇口拿地强度 43.7%，同比下降 23 个百分点



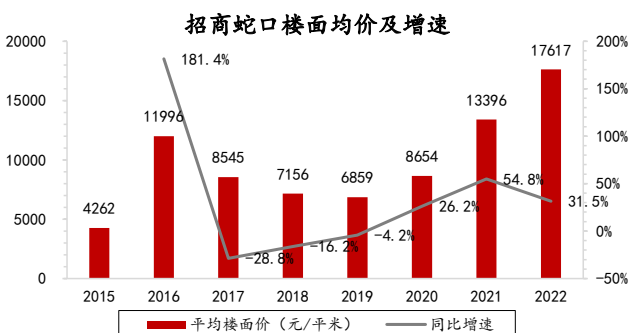
资料来源：公司年报，中银证券

图表 23. 2022 年招商蛇口拿地建面 726 万平，同比下降 53.4%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 24. 2022 年招商蛇口楼面均价 17617 元/平，同比增长 31.5%



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得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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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