

会议助理：

开发龙头目前。

曹曼 申万宏源房地产分析师：

各位投资人下午好，我是申万宏源证券研究所曹曼，欢迎大家参加我们今天招商蛇口深度报告的交流。那招商蛇口现在基本上是成为 A 股的这个房地产的 beta 了，所以就是在讲招蛇之前，我们先简单更新一下目前行业的一个情况吧。今年的主旋律的话应该是这个房价的这个企稳，当然目前来看城市比较少，就是目前来看还是只有上海是最坚挺的，从冰山的这个挂牌价来讲的话，就是七八月份基本上是在零上下震荡，然后整体挂牌的上海的这个价格涨了大概四个点不到。

那从贝壳的这个成交价来讲涨的就更多一些，就是一到七月份大概涨了九个点，其中七月份环比涨了一个点，然后八月份前三周的话大致是涨了零点。三到零点四左右，所以总体就是今年应该说上海我们是觉得一月份已经是这一个房价的这一个底部了。后续的话随着北京出政策，然后以及就是目前有两个这个行业基本面的变化吧。第一个就是挂牌量的这一个下降，当中以上海下降的最多，然后其次是北京，还有一些这个二线城市，比如说苏州、宁波、合肥这种。

另外的话就是老破小出现了这一个性价比，大致整体的这个租金回报率来到了二点五到二点六的一个水平，基本上拉平公积金贷款利率，并且现在像上海、北京整个公积金贷款额度已经拉到了 240，就整体去买一个老破小，如果首付比例就是支付在四到五成的话，那么整个月供跟月租其实是差不多的。所以就是在政策、挂牌量下降以及性价比的综合推动之下，今年是点状。就是像现在的上海以及未来的北京可能有这个企稳回升的迹象，后续明年可能会有更多一些的这个城市可能有扩围，所以在这个情况之下的话，就是行业的。

它可能出现了一些变化的话，那我们再去看一下具体的这个公司。那，招商蛇口就是还是先讲一下公司的背景，那公司是由这个央企，然后是由招商局集团整个的就是通过直接跟间接持股大概是在 59%，深圳市国资持股是在五个点左右，另外还有华侨城持股零点七，剩下还有一些长线的一个资金，类似于像社保这种是股东，所以公司就是在历史上面其实也都是一个长期的比较优秀的央企，从早期的这个招保万金，然后到现在就还是行业的这个第四名左右的一个位置。

这大致是公司的背景。第二部分我们讲一下公司的销售。25 年招蛇全口径的销售额是在一千九百六十亿，同比下降 11%，仍然是好于行业的这个整体的降幅，那么是维持在行业第四的一个位置。那当中就可以看，在过去几年里面城市是持续的进行收的，市占率第一的城市就主要是包括这个上海、长沙和南通。另外还有战略保持前三的城市主要是深圳、成都、西安、佛山、南京、苏州、郑州。那另外还有市占率前五的城市就是包括合肥、北京、重庆、徐州、常州这些，整体目前公司的这个城市的布局的话是从这个强新三十城，然后包当中包括了核心十五城这样子，以及最重要的这个最核心的这个六个城市。

那么在去年，公司前五大销售规模的城市都是突破百亿的，那么这前五个城市也基本上占据了公司去年整体销售额的 60% 以上。那上海首当其冲，就是上海的全口径销售额是五百亿，重新获得了市占率第一的一个位置。接下来就是北京，就是一百九十三亿的这个全口径销售额是走到了北京的行业，北京市场的前五。第三名是杭州，是有一百七十亿的销售额，也是

公司在杭州历史上第一次进入前四。另外就是深圳有超过一百五十亿的销售额，是在第三的一个市占率。

另外成都是超过了百亿，是在第五的市占率。所以这五个就是比较重要的城市，上海、北京、杭州、深圳、成都，应该说也是现在全国新房市场最好的五个城市。所以，公司整体的一个销售的一个情况的话，还是总体优于行业的。那么，从一到七月份来看的话也是如此，就是，整体的销售额是在一千一百零一亿，同比增长五个点。那一到七月份现在是有四个公司销售的同比是正的，分别是这个中国金茂同比增长八个点，中海外增长十三个点，华润置地增长五点七，那接下来就是招蛇增长五点三。

所以，上半年就是，一到七月份销售能够做到正增长也是比较的不容易的。那公司二六年整体的销售计划的话，就是保持跟 25 年相当，就是持平的一个水平。那一到七月份招蛇的这个销售均价是在三万二，同比增长百分之十九，应该说这个销售均价还是比较高的。那么即使是放在九个积极拿地的这个企业里面，那销售均价大概是在三万三左右，也基本上和公司的销售均价是基本一致的。所以我们总结一下，就是销售的话，就是聚焦这个以五个核心城市为首，然后在一些重点十来个城市基本上都有市占率前五的一个位置，销售均价基本上跟重点积极拿地的企业是跑平的，那么肯定是远高于就是行业的就是二十强或者是这个五十强的这个销售的金额，销售的均价。

然后今年销售的计划的话是保持一个持平的水平，应该说也是在行业里面是领先的。那第二，接下来第三块的话就是拿地。拿地就是长周期上面公司的拿地都是非常的积极的，从一六年到 23 年整体平均的拿地力度的话是在百分之六十一，24 年就跟行业整体一起下降到了百分之二十二，然后 25 年的话又回到了百分之四十八，一到七月份整体的拿地力度是偏弱的，是在百分之二十六左右，主要还是因为整个供地节奏的这一个后置。那一到七月份拿地力度比较高的企业的话就是包括像绿城中国百分之五十三，建发国际百分之五十二，保利百分之四十六，华润置地百分之四十，滨江集团百分之三十四，接下来基本上都是拿地拿的相对不多的，在三十以内的这个拿地力度的公司。

那么。从拿地的城市来看的话，上海、北京、杭州是公司过去三年的持续投入的这个重心。这三个城市在二三到 25 年拿地金额占比公司整体拿地金额的这个比例分别是在百分之五十二、百分之六十三跟百分之五十七，所以基本上均值就是在这个五十五到六十这个区间。然后 25 年公司还有几个比较有特点的这个拿地吧，第一个就是继续加码了在深圳的这个投资，深圳 25 年整个拿地金额占比到百分之十三，深圳也是公司的这个起家的这个大本营，就是就后面我们也会讲一下公司在这个前海妈湾的这个突出。

那第二个就是成都的拿地的金额占比是从五个点提升到了九个点，成都也是现在目前新房市场比较好的这个城市。那另外南京就是在过去几年里面基本上都是保持在四到五的这个投资的比例。另外还有一个点状的投资性机会，就是去年在 25 年在南通就增加了一些投资份额到四个点，这个就是说明招蛇其实在这个。核心的一线以及强二线城市之外，也抓住了一些点状的这个机会。那南通的这个投资的加码，主要是因为 24 年末当时和南通的国资，在南通市创新区合作了一个比较成功的招商和园的这个项目。

这个是南通的最近十几年历史上第一个定制化的豪宅，它是在紫琅湖旁边的这个低密的墅类的一个产品，整个的套均价是在 700 到三千万左右，所以这个做的比较好。就后来其实我

们可以看到就是包括在上海那个。康定一十九也是跟这个南通国资进行这个合作的，所以除了刚刚所说的上海、北京跟杭州，然后以及深圳、南京、成都，然后点状的南通之外，其他城市的这个投资比例就是非常的少了，基本上都是在一个点左右。所以现在公司整体的一个拿地是非常的聚焦的，那么 25 年就是所谓的强新三十城的这个投资占比是在 100%，然后核心十个城市的占比的话是在 90%，那当中一线城市的这个投资占比是在 63%，这个是大致公司拿地的一个情况。

那，第四部分我们讲一下公司的这个土地储备，公司的未竣工的这个面积是在两千两百万方，当中一线城市是占比在 22%，二线占比在 61%，所以横向对比来看，招商的土储能级还是相对比较高的，可能在就是，龙头房企里面仅次于中海外。那这两千两百万方当中，从业态来看的话，住宅占比 64%，然后商办占比 32%，整体的商办占比也是在减少。那两千两百万方当中，上海、杭州、北京等九个城市占比是在 53%。所以这个是大致公司大面上的这个土储，那在历史上面的话就是招蛇的 PB 一直都是高于行业的，主要是因为它在深圳就是前海那一块有比较多的这个就是长期可能八到十年的周期上面去滚动开发的一个这个土地储备。

那这一块的这个历史渊源的话也是一五年公司重组上市的时候就是装进公司里面的，那么在一八年末当时是确认了整个前海的土地置换跟价值分成的模式，当中土地增值部分的话政府拿 60%，招蛇拿 40%。那在一九年就是完成了就是招蛇跟前海投控的这个合资公司当中，招蛇持股 50%，前海投控持股 50%，那么妈湾全部的八十一万方的土地面积，四百五十万方的金融土储全部装进这个合资的公。公司前海自。投资里面由招蛇来并表来统筹开发，就是，当然有一系列的这个股权的这个摊薄，然后以及。

这个并表以后的话，就总体招社当时对妈湾的底层资产实际享有的一个权益比例大概是在 72.34%。那么后来在 23 年的时候，招蛇是以八十九亿收购了就是最早这个南油集团剩下来百分之二十四的这个股权。那么交易完成了以后，招蛇对于这个妈湾的这个土地的话，就是实际的权益从百分之七十二提升到了百分之八十六。当然这一部分就是整体的这个面积的话，在四百多万方，然后目前已经开发了一百万方，所以差不多可能还剩个这个三百二十万方左右的一个面积当中，不完全是住宅，因为它需要一些土地的这个变性。

然后如果我们假设就是当中有百分之三十是住宅的话，其实也是有这个一百万方左右的这个住宅。那么那边就是妈湾整体的销售均价的话，大概是在十万块钱左右，也就是深圳这一部分的这个土储的话，其实就这部分土储是不记在就是公司对外。交流的这个图说口径上面的，因为它是一个滚动开发的这种长周期的资产，差不多我们估算下来有个一千亿左右。这部分就是在未来逐步的这个开发过程当中，能够给公司释放一定的这个利润。这个也是历史上面招手 PB 就是相对行业比较高的一些原因。

那最后的话，我们就是再讲一下两块，一个是公司的这个投资性房地产，招蛇 25 年的这个投资性房地产就当中包括酒店的这个全口径的租金收入是在七十六亿，同比增长两个点。那当中如果从结构来看的话，商业就是花园城系列占比百分之六十二，接下来的话所有业态都有一点，就是包括产业园、公寓、办公、酒店这些，基本上都是占比在百分之十五到十八这一个区间。当然大家去看招蛇的话，好像，可能由于它业态比较的。复杂，各个业态都有，所以可能在给估值这一块，基本上没有怎么去给这一部分的投资性房地产的这个估

但是这个七十六亿的这个租金收入，应该说横向来比的话，也是不小的一个体量。那



部分的话就是减值，公司是从二零年开始就提减值了，整体减值的进程是快于行业的，所以就是二零年开始是有一个业绩的这个下降，然后在这个相当于就二二年吧，就是整体后续也是有一个业绩的下降，所以从一九到 25 年公司累计提了二百八十九亿的这个减值，占比 25 年末公司的存货是在八个点左右。那如果是现在十一家积极拿地的这个房企的话，它整体这个减值的这个比例占比存货是在六点三，所以招蛇计提减值的这个进度以及力度应该都是高于头部积极拿地的房企了，所以相对来讲可能整体的这个。

减值计提继承是相对的充分的，最后还有一块应该就是融资，因为作为央企的话融资现在难度不是很大，目前 25 年的融资成本大概是在 2.74 左右，也是行业最低的水平之一。所以最后我们总结一下就是招蛇它可能代表的是一个行业的这一个 A 股的贝塔，因为现在 A 股可能整体因为可选择的房企也不多，然后目前来看招蛇的销售规模，然后以及在重点城市的这个市占率的规模，以及拿地的这个聚焦应该来说都是。彰显出还是相对比较优秀的一个能力的，特别是在像上海这块，像在徐汇的话，就是基本上都是被招商的盘给包圆了，就是从跟中海合作的这种。

安澜，然后以及就是徐汇那边的这个清河系，以及未来要推出的上中影翠这一些，整体在上海的一个，深耕还是比较的有结果的。然后另外就是在深圳的大本营，这两年也是加快了投资，并且在一些就是像杭州、成都这样子典型的新房比较好的城市，也是在持续的进行投入，并且看到了市占率的提升。所以总体来看，我们觉得招商蛇口就是一方面土地储备在龙头里面，整体的一二线的纯度是属于比较高的，拿地是比较积极的，并且现在也能够点状的在一些三线城市获得一些比较成功的做这个当地高端改善的一些项目，然后并且获得比较好的销售。

那么从长远来看的话，就是妈湾这一些就是深圳前海这边的这一些土储是能够长期给公司带来利润的增厚的。所以现在 A 股里面我们可能觉得就是招蛇是主要代表行业贝塔的这样一个标的。好呀，那我们就是今天这个招手的会议基本上分享到这里，后续各位投资人如果有需要的话，也欢迎联系我们申万宏源房地产团队进行交流。我们今天会议就到这里，谢谢大家，再见。