

招商蛇口：发挥央企优势寻求突破

文 / 朱一鸣、马娟

导读：业绩规模双增长，兑现重组上市“千亿规模、百亿利润”业绩承诺。2017 年营收 754.55 亿元，同比增长 18.69%；归母净利润 122.2 亿元；净负债率大幅上升至 59.69%，平均融资成本 4.8%；长租公寓布局 60 万平方米；项目过于集中在竞争激烈的一二线城市，销售受市场波动影响较大；总土储 2300 多万方，与同等规模千亿房企相比，略显薄弱。

正文：

2015 年招商蛇口吸收招商地产重组上市后，聚焦园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营三大业务板块，依托“前港-中区-后城”独特的发展经营模式 2017 年迎来规模和盈利双增长，兑现上市提出的“千亿规模、百亿利润”的目标。

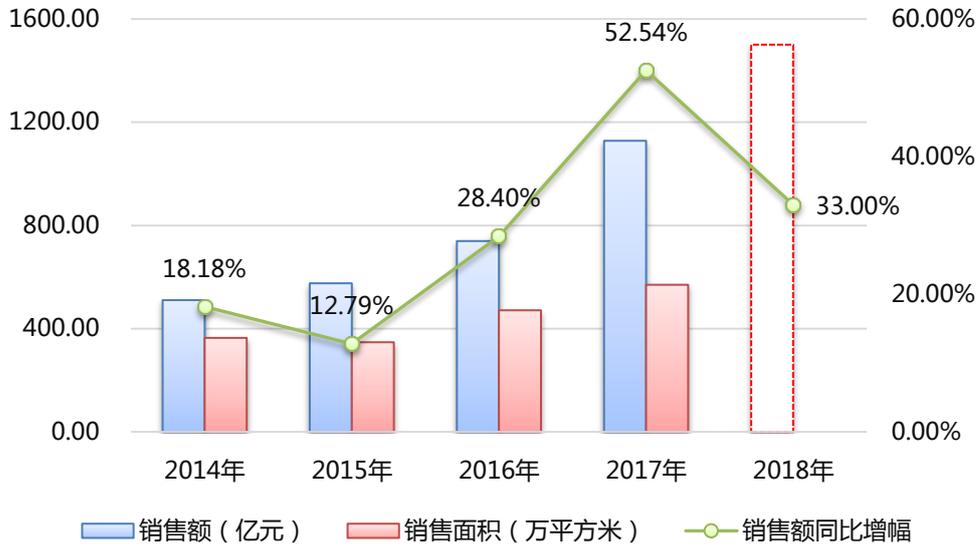
2017 年招商蛇口销售 1127.79 亿元，同比增长 52.54%，新增土地建面 1023.56 万平方米，同比上升 45.8%，新增权益建面 593.78 万平方米，同比增加 37.8%。2017 年，招商蛇口充分利用央企资源优势，落地昆钢、天津汤臣、南通中外运等项目，18 年初实现了对东风、浙江润和地产项目的收购，并成立专门的并购小组以及央企资源整合小组，加强国企合作背景下的并购，加强土地储备。

规模扩张后，2017 年招商蛇口营收规模和利润大幅上升，归母净利润达 122.2 亿元；毛利率和净利率仍保持较高水平，分别为 37.7%和 19.9%。净负债率上升至 59.7%，融资成本 4.8%，融资成本优势显著。此外，招商蛇口发挥央企优势，积极加强一二线重点城市长租公寓布局，目前已达 60 万平方米。

销售：跻身千亿阵营，金额同比增长 52.54%

2017 年，招商蛇口布局内地近 50 个城市以及香港、新西兰等地约 200 个在售项目，实现销售金额 1127.79 亿元，同比增长 52.54%，销售面积 570.01 万平方米，同比增长 20.98%，首次跻身千亿阵营。销售规模的增长主要由于其充裕的货量、产品去化率和整体销售均价的提升，以及丰富细分的产品线。2017 年，招商蛇口住宅、商务公寓产品去化率分别达 64.3%和 75.7%，同比分别增加 6.5 个和 45.5 个百分点，去化改善明显。招商蛇口布局多以一线和热点二线城市为主，2017 年销售均价达 19785 元/平方米，较 2016 年上涨 26%。

图：招商蛇口 2014-2017 年合同销售规模

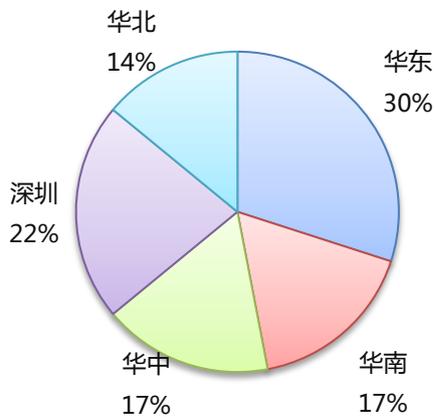


数据来源：企业业绩公告、CRIC

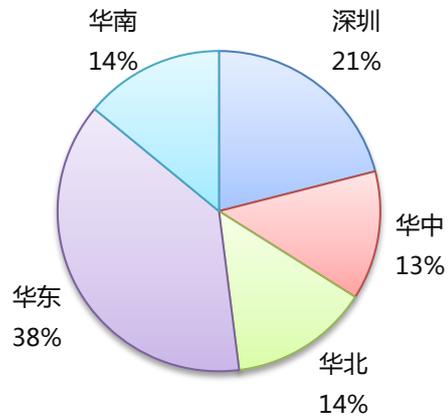
从销售区域来看，华东和深圳区域贡献较大，其余区域贡献相对均衡。作为深圳起家的房企，深圳地区一直是招商蛇口布局的核心区域，2017年深圳销售贡献达22%，区域贡献率排名第二，其中深圳招商中环项目更是年销售近百亿，业绩亮眼。近几年招商蛇口加大华东区域市场布局，2017年在原有布局基础上新进入南通、昆山、嘉兴、无锡等城市，华东区域销售贡献不断提升，2017年销售贡献达30%，占据首位。

招商蛇口提出2018年销售目标1500亿元，同比增长33%，从其拥有的可售资源来看，要实现这一目标难度不大。2018年招商蛇口可售资源预计达2650亿元，年内新增货值2090亿元，去化率57%即可达到1500亿元销售目标。其中，华东和深圳地区仍是其区域布局重点，货值占比分别达38%和21%。考虑到城市布局及市场情况，招商蛇口2018年可售货源推出主要集中在2018年第二、三、四季度，分别占比达28%、28%和31%。

图：招商蛇口 2017 年销售金额区域分布



图：招商蛇口 2018 年可售货值额区域分布



数据来源：企业业绩公告、CRIC

投资：深耕一二线，合作拿地、收并购成主要手段

招商蛇口 2017 年在一线、核心二线及周边重要城市收获 84 个项目，新增土地建面 1023.56 万平方米，同比上升 45.8%，新增权益建面 593.78 万平方米，同比增加 37.8%。2015 年招商蛇口吸收招商地产后企业重组，拿地较少，新增土地有所下滑。此后，招商蛇口开拓多元化拿地方式，积极补仓，加大土储，其中合作拿地和收并购成为其主要拿地路径。2017 年，新增的 84 个项目中，合作拿地和收购项目占比个数分别占 70%和 10%，合计占比达八成。2017 年，招商蛇口落地昆钢、天津汤臣、南通中外运等项目，18 年初实现了对东风、浙江润和地产项目的收购，并成立专门的并购小组以及央企资源整合小组，加强国企合作背景下的并购，预计 2018 年兼并购占比将上升至 20%。

图：招商蛇口 2014-2017 年新增土地储备、权益土地储备情况（万平方米）

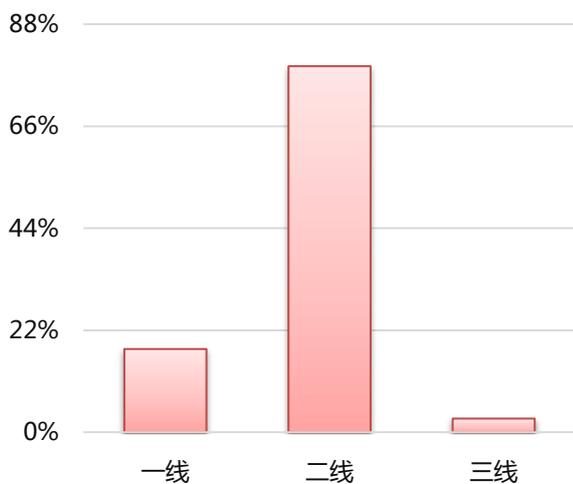


数据来源：企业业绩公告、CRIC

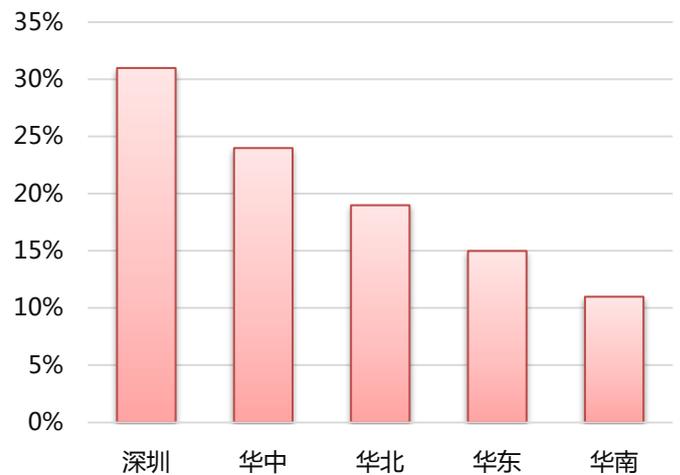
从城市结构来看，2017年招商蛇口新增土储依旧专注于在一二线热点城市，二者权益地价占比分别为18%和79%，三线城市占比仅为3%。其中，年内新增土储中70%的项目位于京津冀、长三角和珠三角三大都市圈。招商蛇口2017年总土储达2300万平方米，其核心区域深圳土储占比最高，达31%，华中区域占比24%，位列第二。长三角、珠三角、京津冀三大都市圈在总土储中占比依旧较高，合计占比近60%，其中，珠三角占比达38%。2018年计划实现新开工面积1,066万平方米、竣工面积593万平方米。

未来这些土储将为招商蛇口发展打下良好基础，但与其他千亿房企相比，招商蛇口总体布局相对集中竞争激烈的一二线城市，受市场波动影响较大，总土储2300万方，也略显薄弱。2018年2月春节期间三四线返乡置业需求旺盛，一二线城市销售市场大幅下滑，招商蛇口2月销售金额仅为72.43亿元，环比下降38.4%，同比下降17.8%。

图：招商蛇口2017年新增土储各能级城市权益地价占比



图：招商蛇口2017年总土储区域分布



数据来源：企业业绩公告、CRIC

财务：营收利润双增长，融资成本4.8%保持行业低位

2017年招商蛇口跻身千亿阵营的同时，营收规模和利润大幅上升。2017年实现营业收入754.55亿元，同比增加18.7%。其中，作为企业主要收入来源的社区开发与运营板块营业收入稳步上涨，2017年达690.46亿元，同比增加23.0%，占比高达91.5%；园区开发与运营板块由于受2016年同期出售零散物业的影响，营业收入同比下滑18%至58.14亿元。就区域分布来看，华东区域、深圳区域、华中区域收入占比较高，分别为33.2%、19.8%和19.3%。其中，由于武汉公园1872、西安依云曲江、成都大魔方等大额项目的结转，招商蛇口2017年华东区域和华中区域的收入规模

大幅上升，同比分别增加 98.3%和 71.0%。

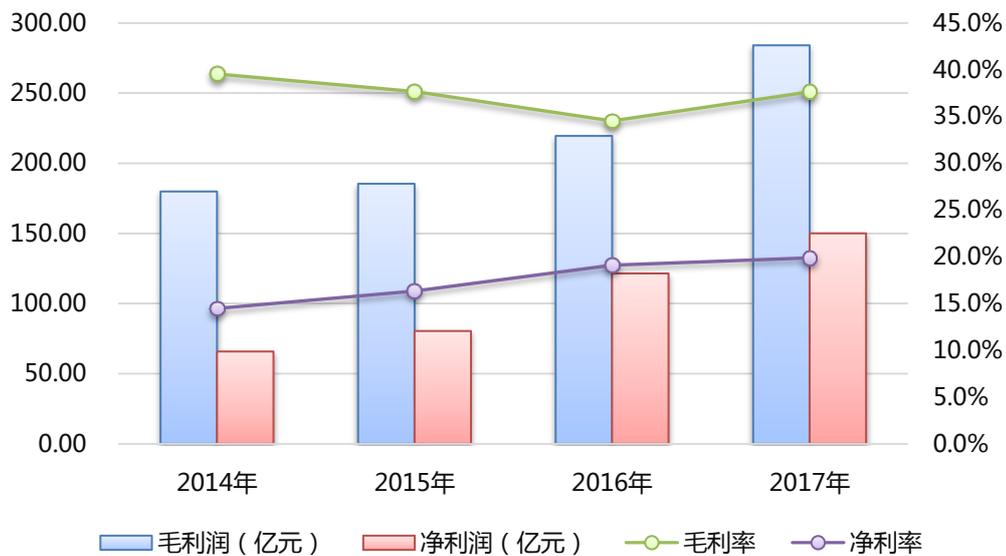
表：2016 年、2017 年招商蛇口营业收入行业分布

营业收入构成	2017 年收入	2017 年收入占比	2016 年收入	2016 年收入占比
社区开发与运营	690.46	91.5%	561.40	88.3%
园区开发与运营	58.14	7.7%	70.94	11.2%
邮轮产业建设与运营	5.95	0.8%	3.40	0.5%
收入合计	754.55	100.0%	635.74	100.0%

数据来源：企业业绩公告、CRIC

2017 年招商蛇口完成“千亿规模，百亿利润”目标，盈利水平再上新台阶，实现净利润达 150.1 亿元，归母净利润达 122.2 亿元，较 2016 年分别增长 23.5%和 27.6%。2017 年招商蛇口利润率仍保持较高水平，毛利率和净利率分别为 37.7%和 19.9%，较 2016 年分别增加 3.1 个百分点和 0.8 个百分点。

图：招商蛇口 2014-2017 年盈利指标

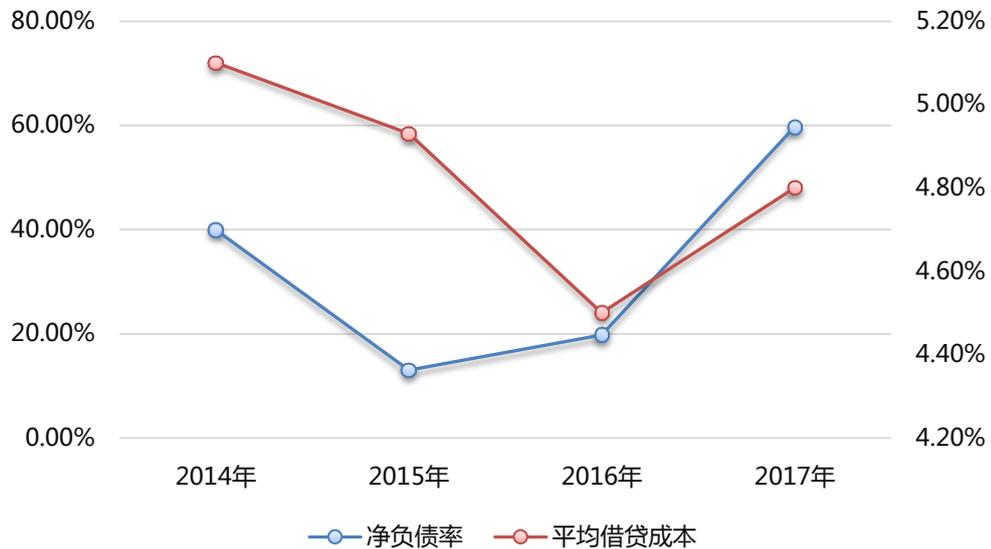


数据来源：企业业绩公告、CRIC

净负债率大幅上升至 59.7%，融资成本 4.8%，维持较低水平。由于规模扩张，2017 年招商蛇口负债率大幅上升至 59.7%，较 2016 年增长 40.0 个百分点，但仍处于行业合理水平。2017 招商蛇口不断拓展多渠道融资，完成 50 亿元中期票据的注册和发行，150 亿元公司债发行额度并完成首期 24 亿发行等，融资结构和成本大大优化。在行业融资成本不断走高的情况，招商蛇口 2017 年平均融资成本 4.8%，较 2016 年小幅上升 0.3 个百分点，处在行业较低水平，融资成本优势显著。现

金短债比和长短期债务比呈下降趋势，2017 年分别为 1.49 和 2.21。

图：招商蛇口 2014-2017 年净负债率、平均借贷成本



数据来源：企业业绩公告、CRIC

战略：加强一二线重点城市长租公寓布局

“租购同权、租售并举”观念逐渐深入人心，2018 年国家将全力推进租购并举住房制度租赁住房市场将进入发展快车道，作为切入租赁住房市场的长租公寓无疑会成为更多房企挖掘存量市场新的触点。2017 年招商蛇口大力拓展长租公寓，全国布局约 60 万平方米，并积极探索长租公寓资产证券化，获批交易所首单储架式长租公寓 CMBS 发行额度 60 亿元以及银行完成银行间首单长租公寓 ABN 产品注册额度 200 亿元等多种融资融资方式，加快长租公寓布局。

日前，招商蛇口已形成青年白领公寓—“壹栈”、精品公寓—“壹间”、服务式公寓—“壹棠”三大核心产品线，并完成产品、服务、运营以及品牌等细分标准化体系的建设。其中壹间公寓在北京、重庆以及深圳福海意库等项目均已签约。未来，招商蛇口将加大一二线重点城市场长租公寓布局。

附表 1：招商蛇口 2014-2017 财务指标

指标分类	指标体系	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
规模性指标	营业收入（亿元）	754.55	635.74	492.22	454.86
	销售收入（亿元）	690.46	561.40	419.26	410.69
	净资产（亿元）	927.83	779.52	621.63	454.00
	总资产（亿元）	3326.21	2557.27	2108.99	1682.64
	总负债（亿元）	2398.38	1777.75	1487.36	1228.64
	股东权益（亿元）	683.68	564.79	466.28	168.12
	新增土地储备 （万平方米）	610.74	486.90	702.13	1023.56
	新增权益土地储备（万 平方米）	466.23	266.20	430.76	593.78
营利性指标	毛利润（亿元）	284.15	219.56	185.46	179.94
	净利润（亿元）	150.09	121.51	80.47	65.86
	毛利率	37.66%	34.54%	37.68%	39.56%
	净利率	19.89%	19.11%	16.35%	14.48%
	每股盈余（元）	1.55	1.21	0.88	0.58
抗风险指标	现金（亿元）	452.78	460.00	406.44	261.33
	现金短债比	1.49	3.40	5.03	2.27
	长短期债务比	2.27	3.50	4.94	2.85
	净负债率	59.69%	19.74%	13.00%	39.91%
	总资产负债率	72.1%	69.5%	70.5%	73.0%
	净资产负债率	258%	228%	239%	271%
	平均借贷利率	4.80%	4.50%	4.93%	5.10%
运营效率指标	总资产周转率	0.26	0.27	0.26	0.54
	营业成本（亿元）	470.39	416.17	306.77	274.92
	存货（亿元）	1642.33	1230.10	1213.80	1006.76

存货周转率	0.33	0.34	0.28	0.55
三费比率	4.8%	5.8%	7.9%	6.4%
销售费用率	1.9%	1.8%	2.3%	2.3%
管理费用率	1.7%	2.6%	4.0%	3.4%
财务（利息）费用率	2.9%	6.5%	8.4%	5.1%

数据来源：企业业绩公告、CRIC