

房企中报系列点评 ()

招商蛇口：立足社区，业务呈现多元创新化

文 / 研究员 朱一鸣、江健豪

导语：业务多元创新，拿地方式多样，净利润下降

一、业绩：社区开发运营占比仍然最大，园区业务有增长势头

2017 年上半年，招商蛇口实现营业收入 193.95 亿元，同比减少 8.72%。分板块来看，社区开发运营营业收入 167.06 亿元，占比 86.14%；园区开发与运营收入 24.52 亿元，占比 12.64%；邮轮产业建设与运营 2.37 亿元，占比 1.22%。社区开发与运营所占比重仍然最大，园区开发与运营所占比重较 2016 年有所上升。

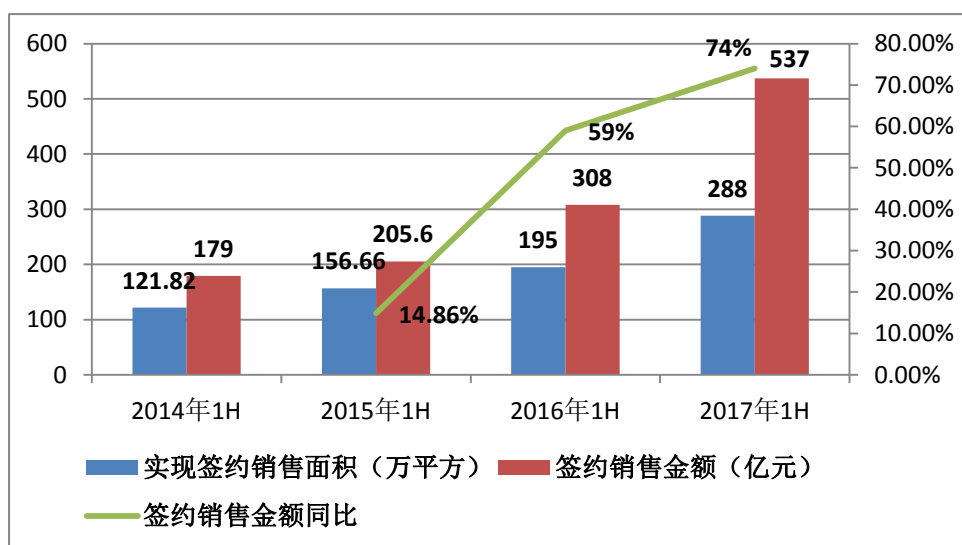
表:招商蛇口三大板块业务分布(单位：亿元，%)

	2017H1 营业收入	占比	2016 营业收入	占比
社区开发与运营	167.06	86.14%	561.39	88.3%
园区开发与运营	24.52	12.64%	70.93	11.15%
邮轮产业建设与运营	2.37	1.22%	3.40	0.53%

数据来源：企业公告

社区开发与运营板块上半年销售业绩增长明显。2017 年上半年，招商蛇口实现签约销售额 537 亿元，同比增长 74%，签约销售面积 288 万平方米，同比增加 48%。按年初的销售目标，已完成 53.7%，已接近去年全年完成签约销售额的 72.6%。

图：2014H1-2017H1 销售业绩走势（单位：万平方，亿元）



数据来源：企业公告

园区开发与运营业务汇聚众多资源，重要性增强。上半年园区开发与运营主营业务收入占比达到 12.64%，比 2016 年底占比 11.15%略有上升。为响应国家政策号召，据企业公告，招商蛇口与湖北省黄冈市蕲春县政府签署合作协议，立足当地中医药资源建设**大健康产业园推进医药工程、医药文化、药材食品安全、医疗物流**等健康工程；与深圳市光明新区签署战略合作协议，建设招商局智慧城；与华为建立联合创新中心蛇口网谷创业壹号，还与力宝集团成立招商力宝医疗合资平台等等，服务产业升级换代。园区业务的开拓为实现“前港—中区—后城”这一实践多年的模式打下基础。**公司已有蛇口工业区从独立开发到运营管理的全套经验体系，立足样板园区，积极的对外输出蛇口标杆模式，是其用已有成果提升盈利效益的积极应对。**据企业公告，其在广州、重庆、青岛、镇江等多个城市将开展主题特色产业园区的开发和运营，公司也会拓展海外业务。

邮轮产业业务向上攀升。上半年，招商系布局的上海、天津、厦门、深圳等邮轮码头共接待出入境邮轮 763 艘次，占全国的 72%；累计客流量 179.69 万人次，占全国的 85%。**邮轮母港所吸引来的巨大客流量也给岸上的住宅购买租赁市场带来大量的流量客户。**虽然邮轮产业业务营收有所增加，但总体占比仍然较小。

二、土地：聚焦一二线核心和强三线城市、合理土地储备

2017 年上半年，一线及热点二线城市土地市场竞争激烈，招商蛇口拿地方式由招拍挂转为收购和合作方式为主。

上半年拿地依旧稳健。公司在北京，上海，广州，南京等重要城市拿得新项目，共新增录得 17 幅地块，新增土地建面积为 224.72 万平方米，权益建面积为 186.30 万平方米，新增土地总价为 353.19 亿元，权益土地总价为 186.30 亿元。随着地价的居高不下，可能招拍挂已经不是最优的拿地方式。招商蛇口选择通过母公司招商局内外资源整合。据公告，公司自中外运长航并入集团以来，地产资源协同合作首个项目南通市港闸区住宅项目铺开。此外，与武钢集团、昆钢集团合作开发城市土地资源将使招商蛇口的土地获取成本大大降低，以此接收更多存量土地资源的更新开发，实现资源的打通与协同。**内涵式发展和外延式增长并生的选择，使招商蛇口获取土地的方式更加多样化。**

从拿地区域来看，公司加大了对长三角，珠三角土地聚焦。今年上半年，招商蛇口在新增土地方面，仍集中在长三角区域，新增土地价值占比达 66.26%，进入上海，杭州，嘉兴，合肥，特别是环上海都市圈的布局。截止目前，集团土地储备面积为 426.13 万平方米，其中粤港澳大湾区区域的储备占总储备的 45%。

表：区域新增拿地金额、面积占比（单位：亿元，%，万平方米，%）

	金额	金额占比	面积	面积占比
长三角	234.04	66.26%	63.55	60.71%
珠三角	88.02	24.92%	30.99	29.60%

环渤海	24.28	6.87%	6.64	6.34%
中西部	6.85	1.94%	3.5	3.34%

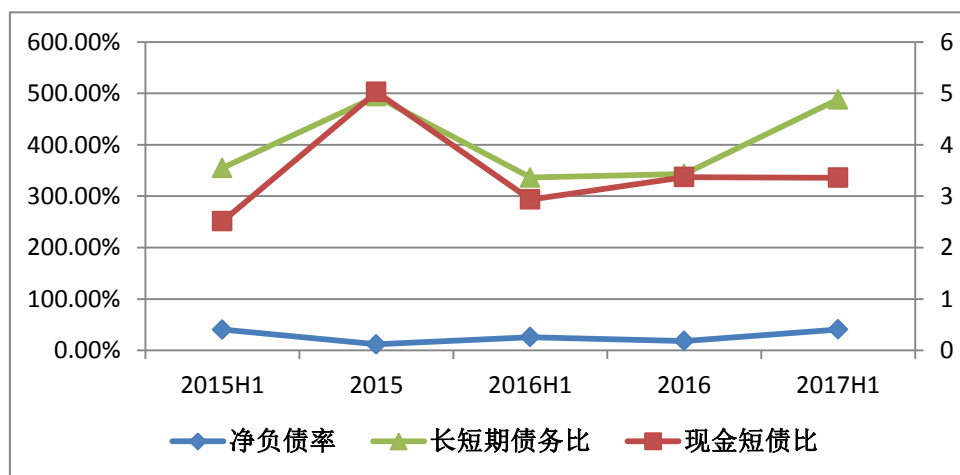
数据来源：企业公告

三、财务：总毛利率下降，净负债率上升，财务稳健

2017 年上半年，招商蛇口实现社区开发与运营、园区开发与运营与邮轮产业建设与运营的毛利率分别为 18.97%，27.31%，-5.83%，比上年同期分别增加 1.32 个百分点，减少 29.79 个百分点和减少 62.93 个百分点。其中后两个板块毛利率下降的原因是园区业务剔除了去年出售深圳零散物业的影响；邮轮产业尚处于拓展期，营业成本增速始终高于营业收入。上半年招商蛇口归属母公司的净利润为 34.66 亿，同比下降 9.49%，主要原因为社区业务结构调整的季节性因素。

2017 年上半年，招商蛇口有息负债达到 773 亿元，其中短期负债略有上升，占比达到 17%，长期负债占比达到 83%。净负债率持续上升，达到 41%，相比 2016 年中期，高出 15 个百分点。净负债率的增加主要是因为银行借款的增加和发行总和为 20 亿元的 2017 年第一期中期票据。由于 2017 年房地产融资收紧，下半年企业会转为发行公司债，预计负债总额维持在前值水平。截止 17 年 6 月份，招商蛇口持有货币现金 441.23 亿元，现金短债比为 3.35，企业持有现金较充裕。此外，长短期债务比为 4.88，负债结构较为合理。

图：招商蛇口部分财务指标（净负债率，长短期债务比，现金短债比）



数据来源：企业公告

四、战略：旧改、租赁、金融相辅相成，共促创新

旧改异军突起。招商蛇口与武钢、昆钢的合作基础建立在对武钢、昆钢老旧厂房的升级改造，两家钢铁厂商存有大量的土地资源。招商蛇口发挥优势引入相关产业带动产业升级，最大效用的发挥土地价值。其中合作的重点是将武钢、昆钢的部分存量工业用地进行变性工作和进行相关不动产利润中心合作；在园区开发方面，合作公司将对武钢、昆钢老旧厂房进行升级改造，并引入相关配套产业以提高土地价值的使

用率。通过与武钢、昆钢的联姻，实施武汉、昆明地方存量土地的深耕，积极落实“前港—中区—后城”模式的大规模复制和创新。在与武钢的合作中，土地存量处于典型的工业城区中，有大量的实际价值可挖掘。在与昆钢的合作中，建设合资公司发挥招商蛇口建设方面的优势将是一大重点。

图：招商蛇口与武钢、昆钢合作模式

与武钢合作模式	与昆钢合作模式
社区开发以委托交易方式完成土地变性相关工作	成立合资公司，其中昆钢出资 3500 万元，占比 35%，招商蛇口出资 6500 万元，占比 65%
园区开发与运营对旧厂房进行升级改造	
物业与商业运营管理对合作物业进行管理及运营	
产业对接利用武钢在钢铁行业的特色和优势	

数据来源：企业公告

聚焦中高端租赁市场，三年实现全国布局。据预测到 2020 年中国房产租赁市场租金规模将超 1.6 万亿元，就今年来说，长租公寓处在一篇蓝海中，鼓励住房租赁市场的政策频出，作为一种新业态被万众瞩目。这次招商蛇口首次推进长租公寓产品，**布局深圳约 50 万平米、1.3 万套长租公寓产品，形成“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠”高端服务式公寓三大核心产品线**，并已全面形成产品与服务标准化体系，在北京、天津、武汉、重庆等城市以自有物业改造成公寓的多个项目正在同时推进。据企业公告，招商蛇口计划以三年的时间实现长租品牌的全国布局。

金融与业务结合深化。凭借招商局集团旗下金融协同实力，招商蛇口三个板块业务都离不开金融的支持，在社区开发中正探索资产证券化，用以盘活资产；在园区开发与运营中，以资本支持产业移入的功能；在邮轮产业，推动更多的投资者参与邮轮全产业链建设，用金融更好的服务于实体经济。

结语：招商蛇口 2017 年上半年业务逐渐**呈现多元化创新化趋势**，公司在市场热点中积极拓展布局中高端租赁、旧改、邮轮母港。在**强调传统社区实业板块重要性的同时**，园区业务呈现出向规模化的特色科技文化园区建设，涵盖**科技、大健康、文化、教育**等服务行业。园区业务逐渐成为利润增长的新引擎。在员工激励方面，是首家实现**员工持股激励与跟投机制**实施的央企，大大激发了员工的自身不竭动力为公司创造效益。

但需要指出的是，从中报数据上看，招商蛇口仍存在问题。短期负债的大幅提升导致净负债率明显上升，但从今年上半年的新增拿地来看，较去年同期未有明显增长。而营业收入和归母净利润都出现下滑，尽管有季节性因素，但仍然反映出公司可结算资源的不充足，以及长期低负债率运营导致土地储备不足的必然结果。另外园区业务开发方面，招商蛇口有其资源禀赋优势，但也要注意开发节奏，毕竟园区类项目产出的周期较长，需注意风险。

