

招商系整合解读：一家老牌房企的重生之路

2015 年 9 月 18 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/朱一鸣、傅一辰、王青青

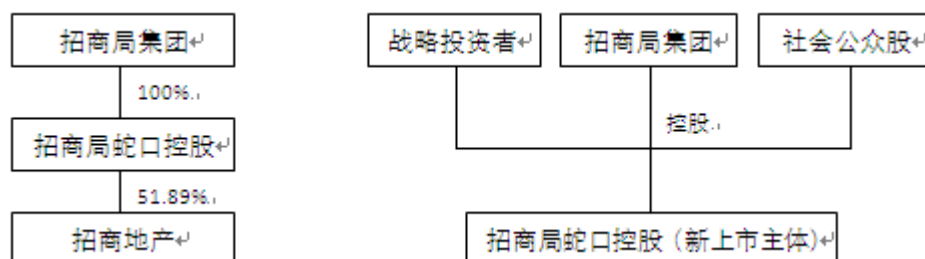
9 月 18 日，停牌五个多月招商地产公布了《发行 A 股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发行 A 股股份募集配套资金报告书》。

通读这份长达 919 页的报告书可以看到，此次整合对于上市公司来说**无异于一次重生**。对此，我们将从资产价值、业务规划和整合动因三方面进行解读。

一、资产价值：新增千万方土地储备，估值或近千亿

根据整体上市方案，招商局蛇口控股作为新上市主体，拟发行 A 股股份以换股方式吸收合并招商地产。同时，拟采用锁价方式向包括员工持股计划在内的 10 名特定对象非公开发行 A 股募集配套资金，募资总金额不超过 150 亿元，发行价 23.6 元。本次交易完成后，招商局蛇口**总股本规模将达到 80.37 亿股**，按照 23.6 元/股的价格计算，**总市值为 1897 亿元**。

图：招商地产合并前后股权结构变化



表：招商地产换股合并前后股本变动情况（单位：万股）

股东名称	本次交易前		募集资金前		募集资金后	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
招商局集团及关联方	550000	100%	550000	74.31%	550000	68.43%
原招商地产中小股东	-	-	190180	25.69%	190180	23.66%
10 名特定对象	-	-	-	-	63559	7.91%
总股本	550000	100%	740180	100%	803739	100%

数据来源：重组报告

通过这次吸收合并，新的上市平台（招商局蛇口）较原上市平台（招商地产）规模实力增强，市值攀升。招商局蛇口价值将在招商地产市值基础上，增加 150 亿元的配套融资，再增加大量新增资源价值。新增的资源主要有原招商局蛇口的土地储备、房产资源等。

值得一提的是，**原招商局蛇口的土地所有权（不含招商地产及其子公司）在今天的公告中首次被披露，截止 2015 年上半年，拥有的土地使用权共 510.55 万平方米**，其中已取得权属证书的有 133.27 万平方米，尚未取得权属证书的有 377.28 万平方米。按区域划分，近 90%分布在蛇口片区和前海片区，分别为 221.49 万平方米和 21.16 万平方米。

表：原招商局蛇口拥有的土地所有权区域分布（单位：万平方米）

是否取得权属证书	蛇口片区	前海片区	龙盛片区	太子湾片区
是	6.13	122.52	4.62	-
否	215.37	108.64	-	53.28
合计	221.49	231.16	4.62	53.28
占比	43%	45%	1%	10%

数据来源：重组报告

从目前的物业形态看，前海自贸区是商办区，蛇口自贸区的先导区内有大量的旧厂房改建、写字楼出租和住宅物业，蛇口自贸区的蛇口、赤湾港区则基本是港口工业厂房。我们假设这两大片区的平均容积率为 2.5，依此估算，前海、蛇口片区土地所有权可带来 **1131.55 万平方米的新增土地**。

不过，从土地属性来看，目前大部分土地是工业类用地性质，需要转性为住宅或商办类用地才能开发。根据我们的分析发现，这些土地资产的**灵活性相对较大，未来转性可能性充足**。一来，此前，招商局集团与前海管理局已达成协议，土地按照管理局意愿来开发，后续开发的属性和用途也取决于前海管理局，法律障碍基本扫清；二来，自贸区的落地也引入了诸多政策支持。

那么，基于土地转性的前提，这部分土地未来的价值可观。已知 2014 年至今，前海、蛇口片区通过招拍挂出让的土地平均楼板价约 19000 元/平方米，这部分地块均位于片区内核心区域，由世界 500 强企业竞得，未来作为总部办公，因而价格相对较高，其中最低的是 2014 年 5 月腾讯所拿的南山区 T201-0081 地块，楼板价 8138 元/平方米。考虑到过去 1 年半成交地块的特殊性，并站在片区全局角度进行考量，我们姑且假设前海、蛇口片区土地平均楼面价为 8000 元/平方米。照此计算，**1131.55 万平方米土地的未来价值为 905.24 亿元**。不过，目前前海蛇口自贸区房地产市场也存在一定的风险，供应激增现象明显，商品房消化周期已攀升至 30 个月左右，土地消化周期也相对较长。

新的招商局蛇口框架下，资产全面整合，除去原招商局蛇口上述丰富的土地资源外，**招商地产也将其拥有的超过 1265 万平方米土地储备注入到新的组织结构中**。另外，还有诸多其他门类资产，不一而足。比如，招商局蛇口有全新的邮轮全产业链业务，旨在打造船舶公司，并涉及码头和邮轮目的地开发项目，但此类业务风险度较高，容易受到国内外经济环境及货币政策的影响。

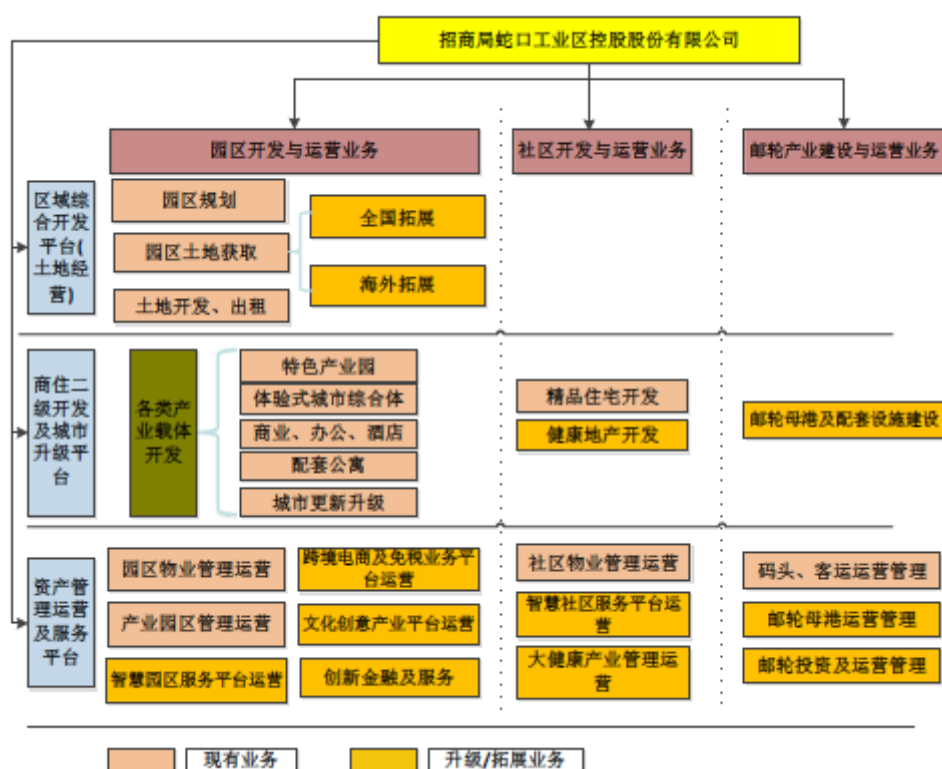
二、业务规划：淡化房地产，重点发展蛇口产业园区

招商地产原本是以“房地产开发和经营”为主业的上市公司，而根据重组后的招商局蛇口控股的组织架构，上市公司定位为“中国卓越的城市综合开发和运营服务商”，三大主营业务包括“园区开发与运营业务、社区开发与运营业务、邮轮产业建设与运营业务”。从纵向角度来看，新的上市公司的业务在上下游均有延伸，涵盖了区域综合开发平台——商住二级开发及城市升级平台——资产管理运营及服务的全产业链。

“房地产”三个字甚至未出现在主营业务中，而是被涵盖在“社区开发与运营业务”中。

而在对“社区开发与运营业务”的解释中，**房地产开发部分也被淡化，反而强调了招商地产原本并不突出的社区和物业管理概念**，并表示将拓展“健康地产开发”、“健康产业管理运营”和“智慧社区服务平台”，产品布局则将重点聚焦“精品住宅开发与社区运营、健康地产、海外置业等领域”。

招商局蛇口新业务板块分布图



数据来源：重组报告

事实上，房地产开发业务是招商局蛇口控股有史以来收入的主要组成部分，对利润贡献也远高于其他业务。

2014 年，招商局蛇口控股的房地产业务收入（即报告中的社区开发和运营，包括房地产开发和极少量的物业管理收入，其他业务尚未产生收入，下同）占比高达 90.29%，另两大主业园区开发与运营和邮轮产业建设与运营的占比则分别为 9.03%和 0.68%。

盈利数据方面亦如此，**房地产业务毛利率尽管有下降趋势，但仍远高于园区开发与运营业务。**

招商局蛇口控股 2013-2014 年主营业务毛利占比及毛利率情况

	2014			2013		
	毛利(万元)	毛利占比	毛利率	毛利(万元)	毛利占比	毛利率
园区开发与运营	122,206.96	6.79%	29.76%	106,500.76	7.19%	27.88%
社区开发与运营	1,661,556.74	92.34%	40.46%	1,362,688.75	91.98%	44.37%
邮轮产业建设与运营	15,649.67	0.87%	50.28%	12,304.89	0.83%	49.26%

数据来源：重组报告

招商局蛇口控股对“房地产”概念的淡化，或许是想给投资者服下一颗“定心丸”：一方面是为了让投资者更多地关注和了解新上市公司多元业务，展现出充足的想象空间；另一方面也有迎合资本市场对传统房地产业务的看淡，和对自贸区、大健康等概念的追捧之意。

但投资者可能产生的担心也不无道理。重组后加入的新资产，也是招商局蛇口控股重点强调的产业园区运营回报周期长，短期内甚至拉低了原招商地产的盈利数据。

根据报告中对重组前后盈利数据预设的对比，重组后的上市公司 2015 年上半年的 ROE 将从 10.79% 下降至 7.5%，2014 年则从 18.74% 减少至 17.08%。

此外，**原招商地产股东基本每股收益也将有所降低**，原招商地产 A 股股东 2014 年度扣非前基本每股收益将降低 0.52 元/股，降低 31.33%，扣非后基本每股收益将降低 0.63 元/股，降低 36.84%。

对此，报告中的解释是，“招商局蛇口控股非上市的主要资产为蛇口、前海及太子湾的土地资源，盈利还有待于开发后释放，而释放需要一定开发周期才能完成。两家公司合并后，随着两家公司协同优势显现，尤其是相关土地资源逐步完成开发释放效益，合并后公司的盈利能力将快速提升，股东每股收益将逐步增厚”。

但并非所有投资者都会将目光放在公司的长期发展上，并且重组后盈利数据被拉低，以及短期内看不到快速提升或将是事实。

正因如此，招商局集团还推出了员工持股计划，并承诺若招商局蛇口控股上市之日起的 3 个交易日内收盘价低于换股吸收合并的发行价格，本集团将在投入累计不超过人民币 30 亿元的资金，以加强投资者信心。

三、整合原因：错过房地产黄金时期，借力母公司发展产业

事实上，从整个重组方案来看，招商系整合的内容和市场此前的预期并不完全一致。

方案出台前，市场的判断普遍为，招商局集团将旗下所有的房地产开发业务和土地储备整合后装入招商地产中，增加布局，降低土地成本，进而加强招商地产在房地产开发领域的竞争力，突破发展瓶颈。

整合方案中透露出的讯息，是**招商地产原有的房地产开发业务，仅是新上市公司丰富繁多业务类型中的一种**。但从财务数据却可以看出，**在短期内，这部分原有业务承担着支撑上市公司短期内营收和利润增长的重任**，重组后的上市公司 ROE 和每股收益等数据将被摊薄。

在大部分房企今年不断细化和梳理旗下业务类型计划分拆的大背景下，招商系的整合似乎与行业趋势相背离。我们认为，出现这样的情况主要有三大原因：

1) 从央企改革的宏观层面来看，国资委要求央企确立在国民经济运行中不同的市场定位和承担的不同职能，国有资本在不同的行业中将实现有进有退。

国资委旗下指定能从事房地产开发的央企共有 16 家，相比母公司主业建筑的中海，房地产业务发展势头强劲并已稳居第一阵营的保利，乃至布局一线定位高端的方兴等颇具特色的“后起之秀”，招商地产尽管起步早，但在近几年的发展中缺乏核心优势，金字招牌正在“褪色”，急需确立自己在差异化领域的地位。

重组后，招商系房地产板块的职能和核心优势更为清晰，即“发展路径将紧跟国家自贸区发展规划，并将前海蛇口自贸区的发展经验逐步拓展至国内外。对于自贸区内的建设，公司将在蛇口的产业基础之上、自贸区政策红利之下，寻求在科技服务、文化创意、港口经济、邮轮产业等领域进行战略性的突破发展。”

这也为整个招商局集团利用新一轮经济发展的机会，通过产业、港口、贸易等业务实现增长，起到了辅助作用。

2) 招商地产错过了房地产行业的黄金发展期，如今要靠房地产开发业务实现突破已经十分困难，需要母公司的资源支持。

2012 年前，相比万科、保利等，招商的发展速度已有“掉队趋势”。2012、2013 年，在大部分房企都回归一二线城市布局时，招商地产却继续选择了进军三四线城市的布局策略，2013 年所有新增土地储备均位于二线和三四线城市，其中二线占 75.6%，三四线占 24.4%。这也使得招商失去了最后一次扩大规模的机会。2012-2014 年，招商地产的销售金额从 363 亿元增加至 510 亿元，每年增速不到 20%。

如今，城市和区域间的分化现象更为明显，三四线城市的市场风险也已被认识。部分三四线城市的项目不仅因供远大于求而销售困难，还影响了房企的盈利水平。招商地产 2014 年年报显示，全年营业收入 438.6 亿元，同比增长 33.2%；但同时，42.6 亿元的净利润相比 2013 年却仅增长了 1.7%，净利率从 12.9% 下滑至 9.8%。

未来，宏观经济背景的变化使得的房地产市场环境还将继续恶化，依靠简单粗放、标准化模式就能赚钱的时机已过。如果招商地产想像万科、保利、中海等一样发挥规模效应，将要耗费更大的成本代价；且从追求规模转变为追求盈利也是如今房企的共识。对于招商地产来说，能够利用母公司资源，通过拉长产业链和内部相互协同，将是最佳出路。

3) 传统的房地产开发业务不被看好，而产业园区开发等业务回报周期虽长，但长期来看更具成长性，成为新的盈利增长点。

对于整个招商局蛇口控股来说，房地产开发业务尽管占了营收大半，但盈利水平却呈下降趋势。招商局蛇口控股对公司净利率、毛利率逐年下降趋势的解释为，“受房地产行业整体下滑的影响，社区开发与经营业务（即房地产）销售毛利逐步下降所致”。

相较之下，招商局蛇口控股却对产业园区业务抱有较高期望。2014 年，公司产业园区业务的毛利率为 29.76%，房地产业务为毛利率 40.46%。在盈利预测中，公司对 2015-2017 年产业园区业务的毛利率预估分别为 52.70%、55.41%和 69.85%，逐年上升；对房地产业务的毛利率预估则分别为 33.14%、28.89%和 30.30%，总体呈下降趋势。

事实上，**产业地产尽管回报周期更长，但目前被看做是房企颇具拓展潜力的新方向**，包括万科、绿地等龙头房企，以及阳光城等新晋中型房企，均对该领域进行了摸索。

而专注产业地产的房企，以被招商局蛇口控股列为竞争对标房企的华夏幸福为例，其 2015 年上半年的 30.3 亿元，同比增长 31.7%；加权平均净资产收益率为 26.36%，相比去年同期提升了 5.52 个百分点，是万科 5.41%的近五倍。

华夏幸福的业绩高增速，源于其在北京周边县城的产业布局和拓展，未来还将进一步受益于京津冀一体化。而**作为蛇口自贸区的大地主，招商地产的优势不言而喻，可以说想象空间更大。**

同时，根据整合后的招商局蛇口战略调整，公司未来将实施轻重资产并举的经营策略，通过“租售结合”以及创新金融产品如 REITs 等产品，处理分布于深圳蛇口地区、香港、上海、北京等地的存量物业，园区开发运营业务的毛利率水平将会有较大幅度的提升。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团（CRIC）

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。