

# 中国房地产、汽车行业

## 购物中心的新希望 - 新能源汽车

我们认为新能源汽车时代会给购物中心的高空置率带来转机。因此地产和汽车团队从6个维度收集并分析了1000多家新能源汽车的购物中心门店数据和实地调研。从中发现未来的趋势。结论是新能源汽车会快速扩张商场店铺，预计从去年的1200家增加到2022年的2000-2200家，带来在高能级城市24-32万平米的租赁面积需求。这个会对龙头购物中心2022年带来接近5-10%的面积增量。并且他们的租金一般3倍于商场平均，租金的增量贡献可以到15%-30%。加上汽车店对于中高端购物中心的流量偏好，所以整体会利好购物中心龙头如：龙湖（960 HK，买入），华润（1109 HK，买入），以及华润万象生活（1209 HK 买入），但不利于中骏、宝龙和合景泰富（由于它们购物中心的定位和城市能级）。

- **购物中心 - 逆风中寻找新机遇：**由于国内疫情反复不断，购物中心仍面临着高空置率和租金下滑的双重压力。2021年第三季度8个1-2线城市重点城市的空置率高达10.4%（4Q2019为7.6%），租金也在持续下跌（较4Q19和2Q21低7%/1%）。展望2022年，我们认为租金会反弹。原因有：商场供应将有所下降（2022E同比下降6%）、疫情情况能够得到控制与改善和最重要的是新能源汽车将积极扩张商场门店。预计2022年1/2线城市租金将同比回升2-5%。
- **为什么是购物中心和新能源汽车？从购物中心的角度来看，**1) 新能源汽车门店可以支付高额租金，通常为商场平均租金水平的三倍，因为租售比很低（<1%）以及在底层。2) 对续约租金上调还不太敏感，3年后租金上调30%。3) 门店的面积也很大，300平米起租，大于一般租户。所以新能源车门店支付的租金将远高于普通租户。**从新能源汽车企业的角度来看，**我们的汽车团队认为优质的购物中心可以给新能源汽车门店带来高质量的流量，来满足其广告效应，经销商向直营的转变以及抓住消费习惯的转变（将新能源车当做快消品来购买）。
- **哪类购物中心符合新能源汽车的定位？**通过对1000余家新能源汽车门店进行分析，我们主要观测到：1) 65%的门店位于1-2线城市。2) 前五大购物中心运营商（万达、华润置地、龙湖、新城、万科旗下印力）占据了30%的市场份额。3) 中高端购物中心（华润置地、龙湖、来福士、合生创展）更能在同一商场中引入多个新能源汽车门店进驻，代表了汽车店的竞争和倾向性。所以新能源汽车的“本命”是高能级城市中客流量大的中高端购物中心运营商。
- **新能源汽车在2022E能为购物中心带来多大帮助？**截止2021年8月，全国共有1200家新能源汽车门店位于购物中心内。汽车团队预测，2022年门店数将新增800-1000间门店，主要集中于一线城市。如果我们假设每家门店300平米，这意味着一、二线城市购物中心租赁面积的净吸纳面积为24-30万平方米或2022年购物中心供应面积的2-3%。这将降低一、二线城市的空置率0.2ppt。应为龙头购物中心在新能源汽车店里面的份额有30%，所以我们预计对于他们的带来接近5-10%的面积增量。
- **两者结合的局限性：**结合我们的实地调研和底层数据，购物中心并不倾向于在同一家商场内引入3家以上的新能源汽车门店。主要因为：1) 99%的新能源汽车零售门店都开在底层，总面积供给有限。2) 新能源汽车门店并不能自带客流量，所以商场需要平衡租户组合才能促进客流量。这意味着新能源汽车从面积上来看，只占购物中心的1-2%。另一个观测到的想象是，已经非常有品牌效应的车企特斯拉46%的门店已经不在购物中心内了。
- **个股推荐：**根据新能源汽车门店扩张这一趋势，我们预计**龙湖、华润置地、新城**和它们的物管公司**华润置地、龙湖创智生活**将赢得最多的市场份额并成为关键受益方。鉴于此，我们将**龙湖2021-23E**的年度收益上调2-10%（来源于租金收入的增加），并将目标价提至**52.7港元/股**。我们认为**中骏、宝龙、合景泰富**不太可能会从这波浪潮中受益。因为它们的购物中心的定位和城市能级和新能源汽车的理想定位并不相符。

优于大市（维持）

### 曾展

(852) 3916 3727  
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

### 史迹, CFA

(852) 3761 8728  
shiji@cmbi.com.hk

### 肖潇

(852) 3761 8952  
xiaoxiao@cmbi.com.hk

### 窦文静, CFA

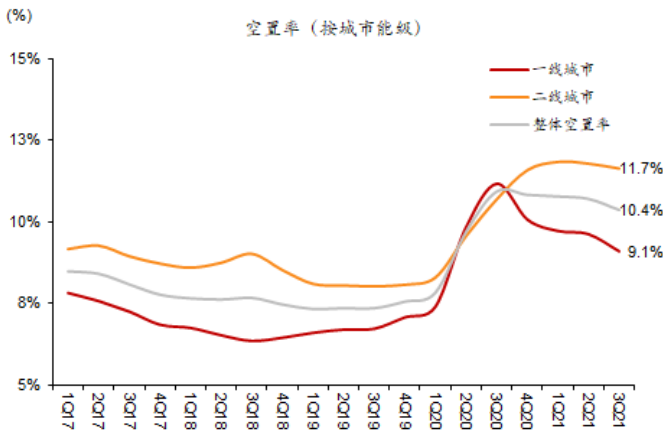
(852) 6939 4751  
douwenjing@cmbi.com.hk

## 目录

重点图表.....	3
购物中心：回顾与展望.....	4
■ 2021 年 - 充满挑战的一年.....	4
■ 2022 年 - 租金调整将带来正增长.....	5
新能源汽车 - 购物中心新希望.....	6
■ 购物中心的角度：.....	6
■ 新能源车企的角度：客流量、体验与营销效果.....	7
新能源车可替换的业态有哪些？.....	7
2022 年新能源汽车门店净吸纳预测.....	8
市场调研情况.....	9
谁将从中获益？.....	10
个股推荐.....	12

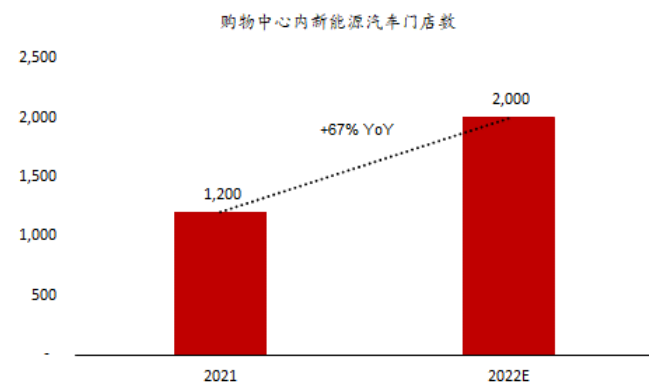
**重点图表**

**图 1: 空置率仍处于高位**



资料来源: 第一太平洋注: 一线城市有北京、上海、广州、深圳。二线城市有西安、天津、武汉、重庆。

**图 3: 新能源汽车门店扩张将为商场行业带来新机遇**



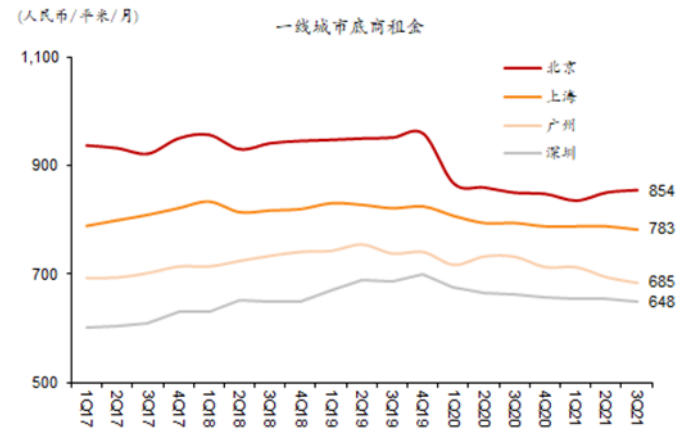
资料来源: 中国汽车行业协会, 招银国际预测

**图 5: 市场集中于龙头企业**

购物中心运营商	购物中心数量	新能源车企进驻购物中心数	进驻比例
万达	380	156	41%
华润	70	47	67%
新城	100	44	44%
龙湖	61	27	44%
SCP 印力 (属于万科)	69	19	28%
宝龙	48	10	21%
凯德集团	45	8	18%
大悦城	21	7	33%
来福士	7	5	71%
合生创展	6	5	83%
世茂	6	5	83%
恒隆	10	5	50%
合景泰富	16	3	19%
中骏	6	2	33%
远洋 (颐堤港)	2	2	100%
<b>总数</b>	<b>847</b>	<b>345</b>	<b>41%</b>

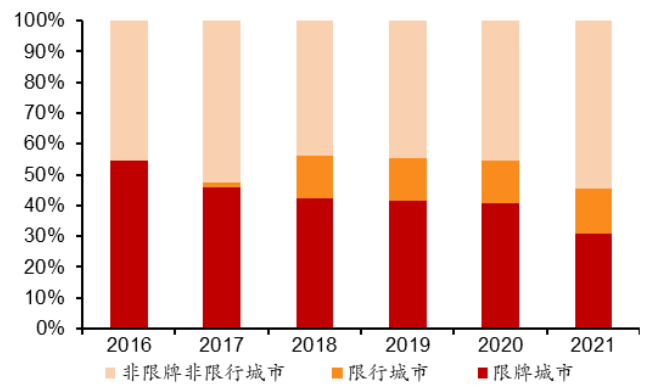
资料来源: 公司数据, 招银国际

**图 2: 底层商铺租金仍处于低位**



资料来源: 第一太平洋

**图 4: 因限行政策, 新能源门店将进入二线、强三线城市**



Source: 中国汽车技术研究中心, 招银国际预测 注: 24 城市有限行

**图 6: 中高端购物中心能吸引>1 家新能源汽车门店进驻**

购物中心运营商	购物中心数	多家新能源门店购物中心数	比例
华润	70	31	44%
合生创展	6	2	33%
来福士	7	2	29%
龙湖	61	16	26%
世茂	6	1	17%
中骏	6	1	17%
大悦城	21	3	14%
万达	380	46	12%
SCP 印力 (属于万科)	69	7	10%
恒隆	10	1	10%
凯德集团	45	4	9%
合景泰富	16	1	6%
宝龙	48	3	6%
新城	100	6	6%
远洋 (颐堤港)	2	0	0%
<b>总数</b>	<b>847</b>	<b>124</b>	<b>15%</b>

资料来源: 公司数据, 招银国际

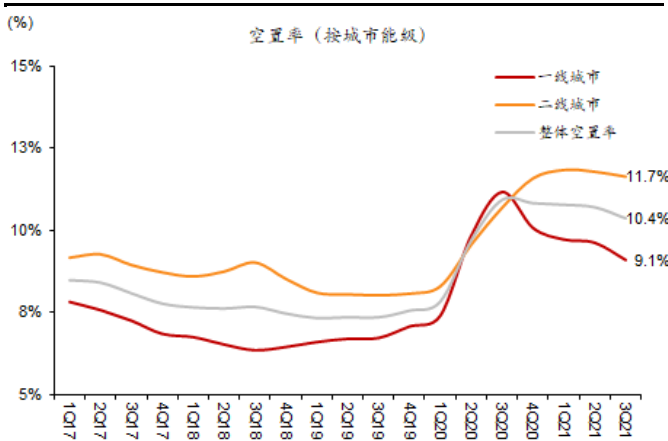
## 购物中心：回顾与展望

### 2021年 - 充满挑战的一年

受疫情反复的影响，整体消费行业仍承压。与2019年相比，购物中心的需求仍呈疲态。这一结论的佐证有1) 2021年第三季度8个1-2线重点城市的空置率高达10.4% (4Q2019仅为7.6%)。2) 2021年第三季度的租金水平在539元/平方米/月，较2019年下跌7%，较前一季度(2Q21)下跌1%。

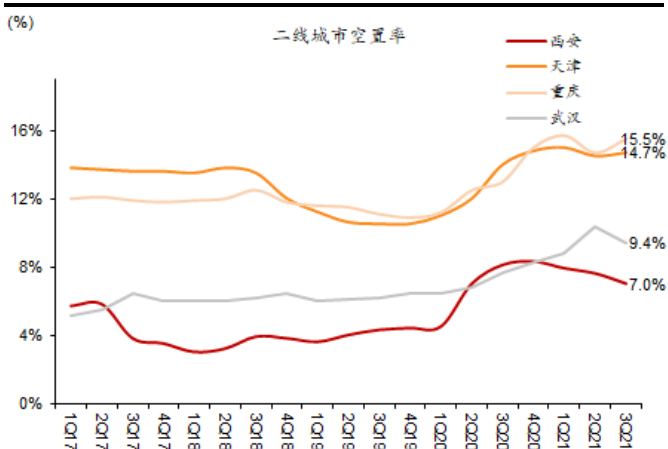
值得关注的是，2021年第三季度，一线城市的租金较二线城市下滑情况更为明显(较19年一线城市下跌8%，二线城市下跌3%)。其原因是经济下行的周期中，一线城市租金比二线城市高许多(超两倍)，所以面对的下行压力更大。此外，过去几年，一线城市的供应较二线城市也多，这也在一定程度上给租金带来了更大压力。但是，二线城市的空置率略高于一线城市(3Q21年二线城市空置率11.1%，一线城市9.1%)。

图7: 一、二线城市空置率均处高位



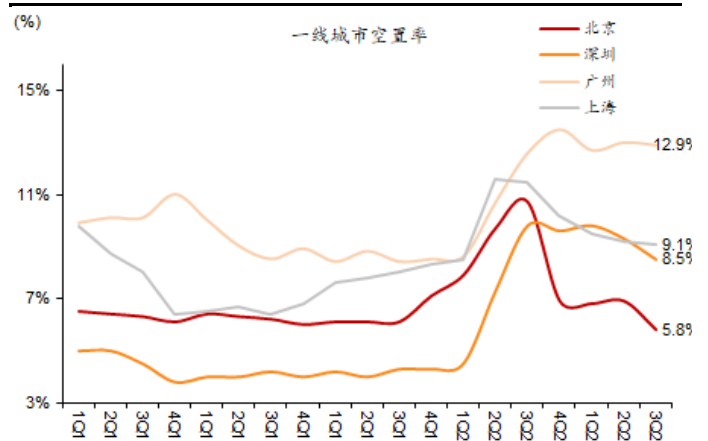
资料来源: 第一太平洋注: 一线城市有北京、上海、广州、深圳。二线城市有西安、天津、武汉、重庆。

图9: 重庆和天津的购物中心仍面临挑战



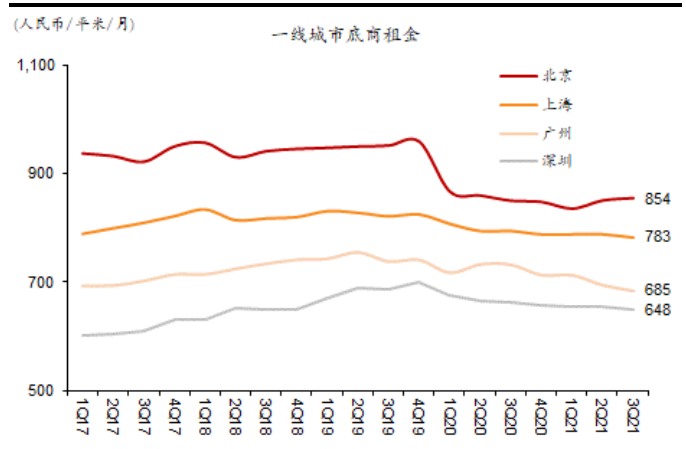
资料来源: 第一太平洋

图8: 广州空置率差强人意, 北京正稳步复苏



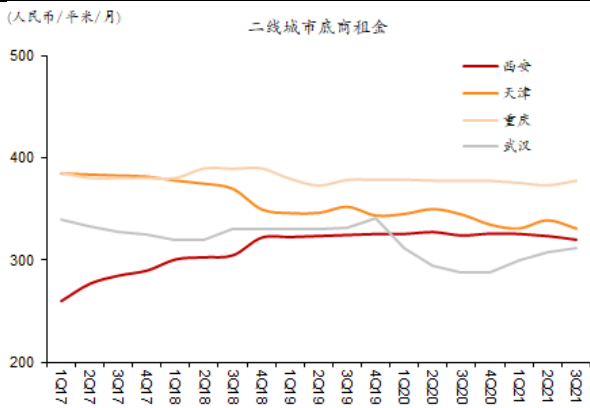
资料来源: 第一太平洋

图10: 一线城市底商租金



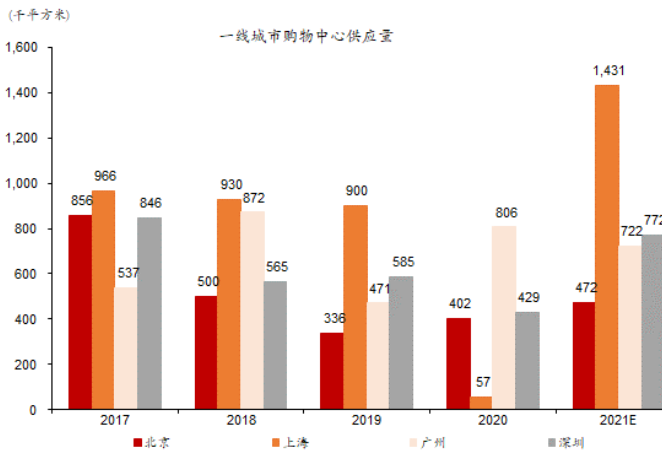
资料来源: 第一太平洋

图 11: 因租金较低, 二线城市底商租金较为平稳



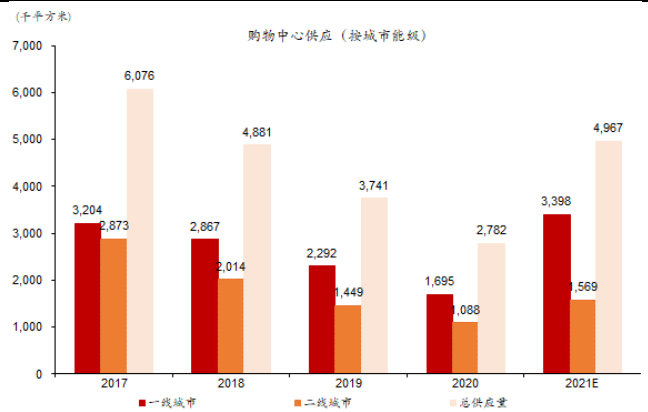
资料来源: 第一太平洋

图 13: 一线城市购物中心供应量



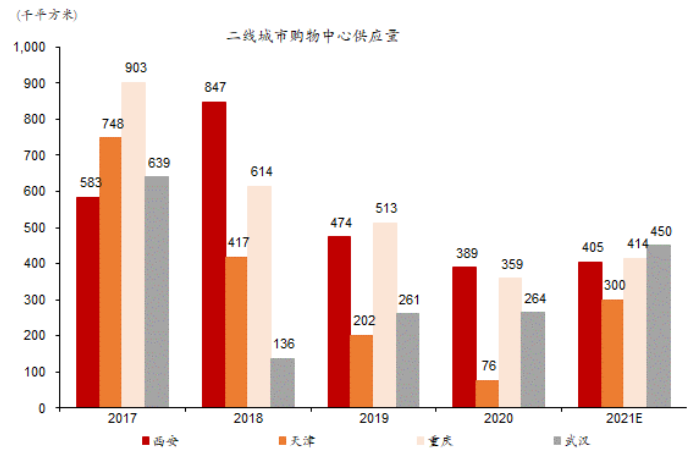
资料来源: 第一太平洋

图 12: 购物中心供应量 (按城市能级)



资料来源: 第一太平洋

图 14: 二线城市购物中心供应量以重庆居多



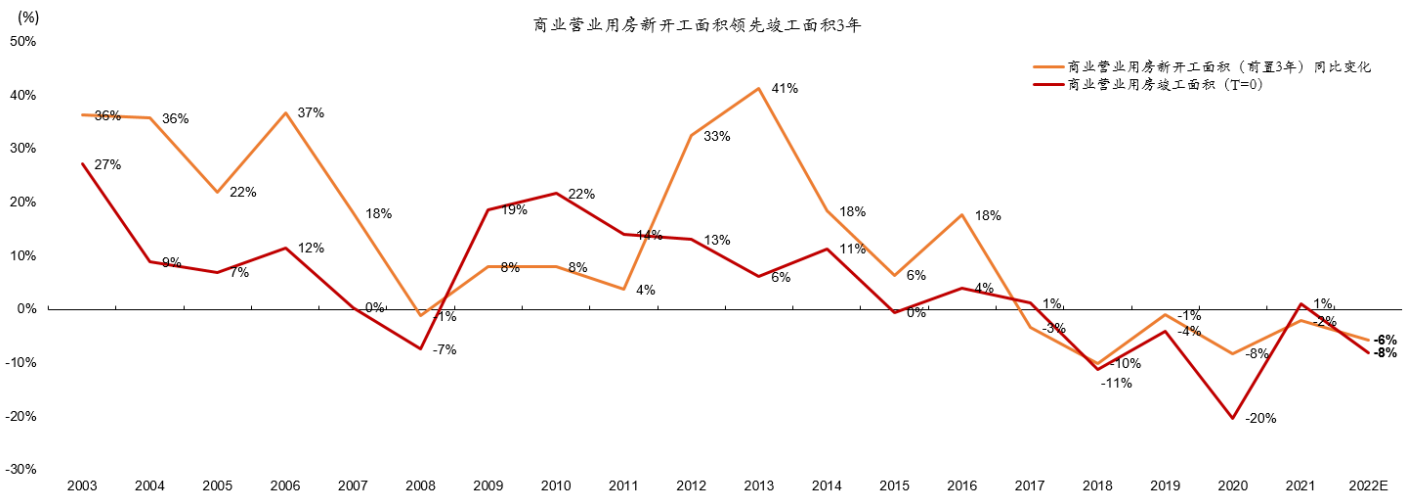
资料来源: 第一太平洋

## 2022年 - 租金调整将带来正增长

我们预计一二线城市租金在 2022 年会同比反弹 2-5%，主要原因如下：

- **疫情得到控制。** 随着新冠疫情确诊病例逐渐下降，我们预计西安、天津等受到疫情影响较为严重的城市将逐渐恢复常态。全国性疫情有效控制后，也将逐渐增加跨省、跨市的流动性。这对总体客流量来说是正面的，因此利好购物中心，尤其是一二线的购物中心。
- **2022 年的新增商场供给可能会下跌。** 我们根据历史数据得出商业营业用房的新开工面积较竣工面积前置了三年（请见下图）。因此，2019 年商业营业用房新开工面积下跌同比下跌 6% 意味着 2022E 商业营业用房竣工面积可能会从 2021 年下降（2021 年同比增长 1%）。供给下降也将纾缓整体的供应过剩问题，并有助租金上调。
- **新能源汽车快速扩张可填补店铺租赁需求。** 汽车团队预计，2022 年新能源汽车门店数量将翻倍。细节将于下文讨论。

图 15: 商业营业用房新开工面积领先竣工面积 3 年



资料来源：国家统计局，招银国际预测

## 新能源汽车 - 购物中心新希望

### 购物中心的角度：

- **租金高：**根据我们的实地调研，新能源汽车的门店租金基本是平均租金的两倍。另外，由于新能源车的出入需求，99%的门店都位于购物中心首层。所以租金几乎是平均租金的三倍有余。以上海 LCM 置汇旭辉广场为例，首层平均租金为 8 元/平米/天，而比亚迪、小鹏的租金为 15 元/平米/天。
- **不受租金上调影响：**虽然新能源汽车门店的租金较高，但是租金提价的空间仍然要比其他租户大。这主要是因为新能源汽车门店的租售比，与苹果店相仿，远低于一、二线城市 12%-15% 或三、四线城市 <10% 的平均比例。以上海 LCM 置汇旭辉广场为例，比亚迪和小鹏的年销售额合计为 4 亿元，年租金为 270 万元，租售比仅为 0.7%。商场表示，新能源汽车的租金上调空间预计为 30%（每三年），而其他租户则是 20%（每三年）。
- **租赁面积大：**除了租金和底商这两个因素，新能源汽车门店的租赁面积也较大。新能源汽车门店的面积从 200 平米到 1100 平米不等，至少可以展示 3 辆汽车或以上。这比服装类商店的平均租赁面积（150-200 平米）要大。
- **需求量将提升：**新能源汽车行业正在快速增长，2021 年的销售量同比增长 126%，2022 年预计将同比增长 45%（汽车团队预测）。购物中心内的品牌竞争也将逐渐激烈。据我们的全国数据显示，有新能源汽车的购物中心中没有 40% 以上拥有超过一家新能源车企。新能源车企间的相互竞价将进一步帮助购物中心整体平均租金的提高。

综合以上四个维度，新能源汽车对购物中心的总租金贡献要高于平均租户，这也是它们如此受欢迎的原因。



## 新能源车企的角度：客流量、体验与营销效果

- **业务渠道的升级：**据汽车团队的分析，车企正逐渐将其销售渠道从经销商模式转向直销模式，以获取更多的消费者数据。因此，车企将更倾向于选择可以提供人流量的购物中心。
- **消费升级 - 新能源汽车逐步演变成快消品：**据汽车团队的分析，他们认为购车者对待新能源汽车更像是快消品。与传统渠道（4S店）相比，购物中心展示厅和服务体验有助于将流量转化为销售。
- **客流量与营销效果：**大部分新能源车企需要购物中心的客流量，并将此转化为销售。因此，他们更倾向于选择进驻华润万象城，龙湖天街，万达广场，新城吾悦广场，来福士等品牌购物中心。因为这些购物中心的客流量和营销效果都很好。

综上所述，目前购物中心和新能源汽车之间能迸发出较为坚定且双赢的“双向奔赴”。

图 16: 华润万象天地中的新能源汽车门店



理想汽车北京清河万象汇零售中心

资料来源：理想汽车

图 17: 特斯拉在内地建立越来越多自己的特斯拉中心



资料来源：特斯拉

## 新能源车可替换的业态有哪些？

根据我们的实地调研，新能源汽车主要是替换了近期表现不佳的底层商户，如：时尚品牌（H&M, Zara等）和餐饮业（受疫情影响较为严重）。例如，比亚迪替换了 LCM 置汇旭辉广场中的一家餐厅，并支付了 30% 的租金溢价。但是，因为新能源汽车门店主要需要底层商铺，所以很难在同一家购物中心里进驻超过 3 家以上的新能源车企。所以纵观购物中心的整体租户组合，可替换的租赁面积大约在 1-2%。但由于租金单价较高，对整体租金的贡献可达 3-6%。

图 18: LCM 置汇旭辉广场中的小鹏汽车展厅



资料来源: 招银国际

图 19: LCM 置汇旭辉广场中的小鹏汽车零售门店



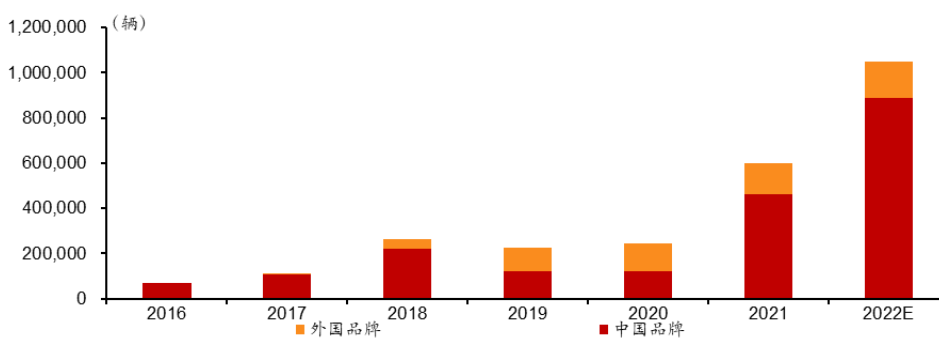
资料来源: 招银国际

## 2022 年新能源汽车门店净吸纳预测

据汽车团队预测，2022 年购物中心内的汽车门店总数将至少同比增长 67%，部分原因为 1) 新能源龙头车企的开店数量仍在快速扩张，理想汽车计划在 2022 年将其零售门店增加一倍。2) 许多内燃机 (ICE) 品牌也将在购物中心中开设新能源车型专卖店。综上所述，我们认为这将显著提升购物中心租赁面积的净吸纳量。

据中国汽车经销商协会统计，截止至 2021 年 8 月，15 个新能源汽车品牌在购物中心内共有 1200 家门店。招银国际汽车团队预测在 2022 年将新增 800-100 家新能源汽车门店，同比增长约 67-83%。如果我们假设每家门店 300 平米，这意味着一、二线城市购物中心租赁面积的净吸纳面积为 24-30 万平方米或 2022 年购物中心供应面积的 2-3%。这也将降低一、二线城市的空置率 0.2ppt。

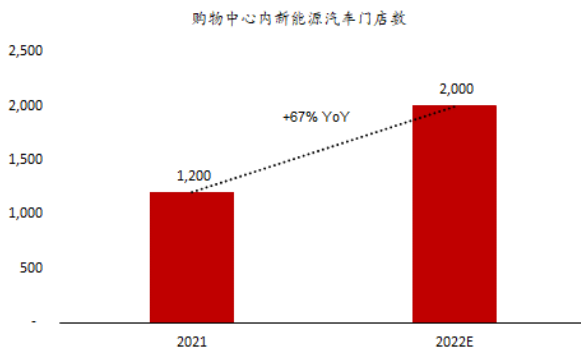
图 20: 插电式混合动力汽车在中国的批发量 (按品牌产地)



资料来源: 中国汽车工业协会, 招银国际预测

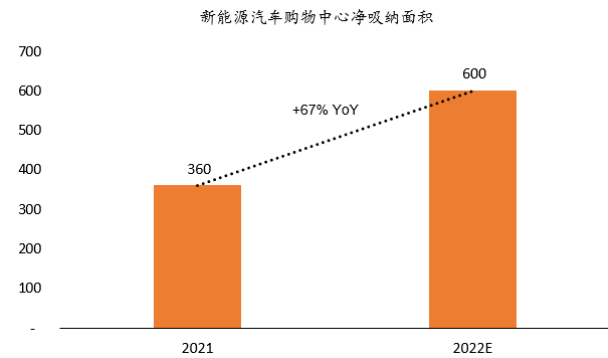


图 21: 2022 年新能源汽车门店将快速扩张



资料来源：中国汽车流通协会，招银国际

图 22: 净吸纳面积超 24 万平方米



资料来源：中国汽车流通协会，招银国际

## 市场调研情况

上海团队去香港置地 and 旭辉共同开发的上海 LCM 置汇旭辉广场进行了实地调研并得出以下主要收获：

### 1. 客流量可观：小鹏比亚迪进驻，蔚来撤出

LCM 置汇旭辉广场坐落于上海浦东洋泾，建筑面积 10 万平方，可出租面积 6 万平方，地下直通地铁站，年度客流达 2000 万人次，日均 5-6 万/人次，除地铁外主要人流贡献商户为超市、影院等。目前商场首层进驻了小鹏、比亚迪两间新能源汽车展厅，商场表示：此前蔚来也有布局，但出于店铺密度及提高区域店铺效率的考虑于 2021 年撤店。新能源展厅所在店铺一般替换的多为受疫情影响难以继的餐饮、服装等店铺。

### 2. 新能源汽车店铺租金单价两倍以上于其他店铺，销售贡献占比高

LCM 整体店铺平均租金价格 8.4 元/平/天，B1 层 17 元/平/天，首层 8 元/平/天，而首层的新能源汽车店铺（小鹏 300 平米，比亚迪 200 平米）支付的租金价格则为 15 元/平/天，2020 年 LCM 整体租金收入 1.8 亿元，新能源汽车展厅贡献 270 万，占比 1.5%。商场表示：新能源车价格不敏感，不会花太多时间为租金讨价还价。由于汽车单价高，新能源车展厅通常对商场销售额贡献十分可观，LCM 商场 2020 年整体销售额 16 亿元，其中 4 亿来自汽车销售。对于车企来说，4 亿元的年销售额只花费了 270 万作为销售费用及部分营销推广费用是非常划算的。

### 3. 依然存在涨幅空间

贡献客流的主力店铺一般合同签约期限 3-5 年不等，新能源汽车 2-3 年，如小鹏汽车签约 3 年，租金价格 15 元/平/天，合同期内每年涨幅 8-10%，租金会涨至 17.5-18.2 元/平/天，3 年合同期满后租金价格一般跳升 20-30%，那么说明新签订合同时租金价格可能约为 21-23.6 元/平/天。商场表示：由于新能源车竞争较激烈，租金涨幅存在超过 30% 的可能性。

### 4. 需求可能持续，但商场吸收能力有限

商场认为：在新能源汽车市场份额竞争的压力下，在购物中心开设展厅是性价比最高的方式。即使有些车企在品牌力及市场份额达到一定程度后关掉部分店铺，也会有其他市场份额较低品牌力较弱的车企需要这种方式以靠近市场。然而商场可能对这种需求的吸收能力有限，主要由于：1) 商场需要考虑整体业态的合理分布，面积 5-20 万方的商场最多开设 2-4 家展厅；2) 并不一定所有品牌都符合商场的定位，即使新兴品牌想要进驻也可能因为其不符合商场的定位而无法进入，但这种竞争可能对推高租金价格有一定支持。

图 23: LCM 置汇旭辉广场中的比亚迪零售门店



资料来源：招银国际

图 24: LCM 置汇旭辉广场中的比亚迪零售门店



资料来源：招银国际

## 谁将从中获益？

### 1. 利好于客流量大的购物中心龙头运营商

我们收集了 1412 家新能源汽车门店的详细数据。在 1412 家门店中，有 87%（1234 家）位于购物中心内，其中理想汽车的比例（99%）最高，特斯拉的比例最低（54%）。这表示大多数新能源车企更倾向于进驻购物中心来获取客流量。经过我们进一步的分析得出品牌购物中心能够吸引更多的新能源车企进驻。参考以下表格可以证明，万达、华润置地、新城、龙湖占据了 22% 的新能源汽车门店的市场份额，它们 50% 的购物中心中已经引入了新能源车企。这证明了购物中心龙头运营商在吸引新能源车企进驻方面更有优势。

图 25: 万达、华润、新城、龙湖拥有最多新能源汽车租户

购物中心运营商	购物中心数量	新能源车企进驻购物中心数	进驻比例
万达	380	156	41%
华润	70	47	67%
新城	100	44	44%
龙湖	61	27	44%
SCP 印力（属于万科）	69	19	28%
宝龙	48	10	21%
凯德集团	45	8	18%
大悦城	21	7	33%
来福士	7	5	71%
合生创展	6	5	83%
世茂	6	5	83%
恒隆	10	5	50%
合景泰富	16	3	19%
中骏	6	2	33%
远洋（颐堤港）	2	2	100%
<b>总数</b>	<b>847</b>	<b>345</b>	<b>41%</b>

资料来源：公司披露，招银国际统计

### 2. 利好于中高端购物中心运营商

我们还收集了拥有超过一家新能源汽车门店的购物中心数据（下图）。其中，中高端购物中心脱颖而出，如：华润置地，合生创展，来福士和龙湖，它们拥有多家新能源汽车品牌入驻的比例更高。在我们看来，底层逻辑是来源于它们更契合的定位和更高的客流量。

图 26: 华润置地、合生创展、来福士、龙湖拥有多家新能源车企入驻

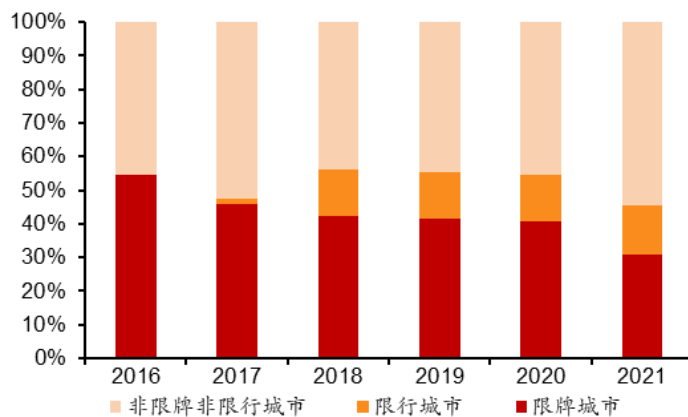
购物中心运营商	购物中心数	多家新能源门店购物中心数	比例
华润	70	31	44%
合生创展	6	2	33%
来福士	7	2	29%
龙湖	61	16	26%
世茂	6	1	17%
中骏	6	1	17%
大悦城	21	3	14%
万达	380	46	12%
SCP 印力 (属于万科)	69	7	10%
恒隆	10	1	10%
凯德集团	45	4	9%
合景泰富	16	1	6%
宝龙	48	3	6%
新城	100	6	6%
远洋 (颐堤港)	2	0	0%
<b>总数</b>	<b>847</b>	<b>124</b>	<b>15%</b>

资料来源: 公司披露, 招银国际统计

### 3. 展望未来, 新能源车企将进一步深耕二线和三线城市

据汽车团队分析, 他们认为新能源汽车的关键战场将是在二、三线城市。主要因为 1) 一线城市的新能源汽车竞争激烈, 销售渗透率已经高达 30%, 这意味着其快速扩张的空间有限。2) 许多二、三线城市 (共 24 城) 正在对燃油车实施限行政策, 从而使得新能源汽车获益。因此专注于高能级城市的购物中心运营商将重点获益。

图 27: 新能源汽车市场份额 (按城市类型) - 未来将流向限行城市



资料来源: 中国汽车技术研究中心, 招银国际注: 实施限行的 24 个城市主要包括: 贵阳、石家庄、武汉、郑州、西安、重庆等。

图 28: 主要新能源车企门店 (按城市能级)

特斯拉	门店数	占比
一线城市	72	32%
二线城市	110	49%
三四线城市	44	19%

蔚来	门店数	占比
一线城市	68	18%
二线城市	158	43%
三四线城市	142	39%

小鹏	门店数	占比
一线城市	75	22%
二线城市	146	43%
三四线城市	119	35%

理想	门店数 (含展厅)	占比
一线城市	51	11%
二线城市	233	49%
三四线城市	194	41%

资料来源: 公司披露, 招银国际

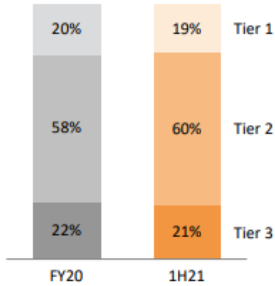
## 个股推荐

上文中已经着重分析了未来购物中心赢家的关键要素, 就吸引新能源车企而言, 位于高能级城市的中高端购物中心运营商将获益最多。从这几个角度出发, 我们认为龙湖和华润置地将受益最大。主要是因为它们在高能级城市的商场定位和稳健的扩张计划。这已经能让它们从众多购物中心运营商中脱颖而出, 我们相信它们在未来将进一步拉开这一差距。

我们觉得中骏、合景泰富、宝龙不太容易获益。主要是因为它们商场的定位较为大众化, 市场份额相对较小, 很难抓住新能源车企的需求。

图 29: 华润置地购物中心 (按城市能级)

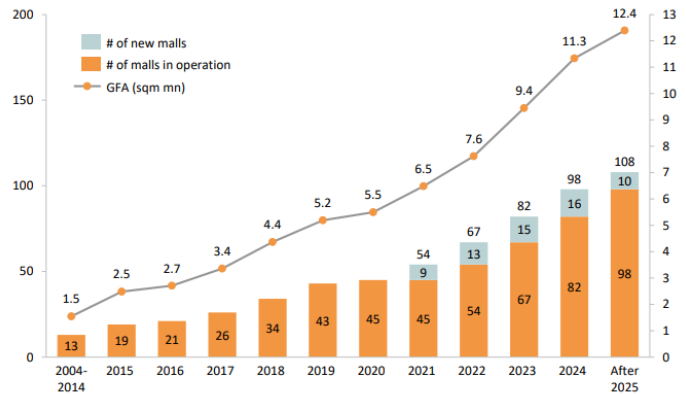
IP Land Bank By City Tiers  
Sqm in mn



资料来源: 公司披露

图 30: 华润置地将加速购物中心扩张

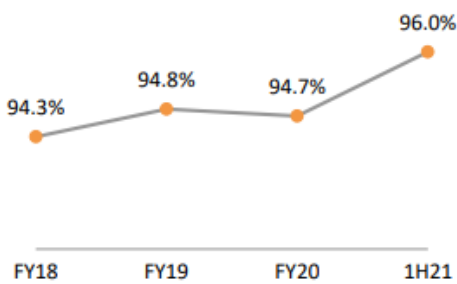
Shopping mall launch schedule



资料来源: 公司披露

图 31: 华润置地购物中心出租率

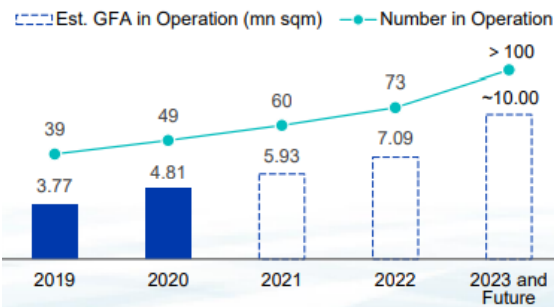
Occupancy Rate



资料来源: 公司披露

图 32: 龙湖将加速购物中心扩张

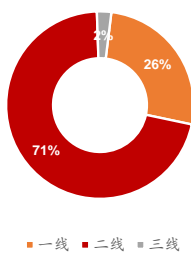
Operating Area\* & Malls Number



资料来源: 公司披露

图 33: 龙湖购物中心 (按城市能级)

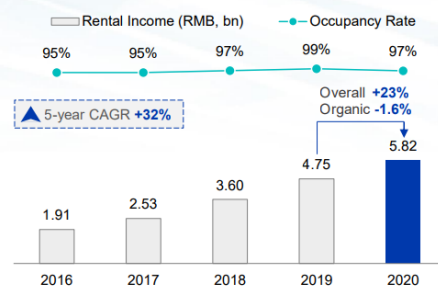
龙湖购物中心 (按城市能级)



资料来源: 公司披露

图 34: 龙湖购物中心出租率

Overall Rental Income & Occupancy



资料来源: 公司披露

我们将龙湖 2021-23 年核心利益分别上调了 2%/10%/6%，主要因为租金收入增长好于预期。综上所述，龙湖将成为新能源汽车门店扩张中的主要受益者，因此我们预计 2021-23 年龙湖的租金收入将达到 40%，高于此前历史水平的 30%。我们同时将龙湖升级为买入评级，并将目标价调整至 52.6 港元/股（之前为 34.3 港元/股）。



图 35: 龙湖受益变化一览

(人民币百万)	更新后			更新前			变化 (%)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
收入	260,789	311,642	407,485	225,992	253,366	311,665	15.4%	23.0%	30.7%
毛利润	71,901	81,401	101,367	66,702	73,917	90,405	7.8%	10.1%	12.1%
核心利益	23,432	27,493	32,061	22,883	25,039	30,273	2.4%	9.8%	5.9%
EPS (人民币)	3.9	4.6	5.1	3.8	4.2	5.1	2.3%	9.7%	0.0%
毛利率	27.6%	26.1%	24.9%	29.5%	29.2%	29.0%	-1.90 ppts	-3.10 ppts	-4.10 ppts
净利率	9.0%	8.8%	7.9%	10.1%	9.9%	9.7%	-1.10 ppts	-1.10 ppts	-1.80 ppts

资料来源: 公司披露, 招银国际预测

图 36: 龙湖目标价

	(百万人民币)	(百万人民币)	每股资产净值 (港元)	资产净值%	评论
在建物业	259,407	312,539	52.22	65%	加权平均资本成本 9.8%
投资物业	170,000	204,819	34.22	42%	
出租物业	59,397	71,562	11.96	15%	4x 22 P/S
物业总值	488,804	588,920	98.40	122%	
净负债	(86,900)	(104,699)	(17.49)	-22%	Dec-21
资产净值	401,904	484,221	80.90	100%	
股数	5,985				
汇率 (港币/人民币)	0.830				
资产净值折让率	35.0%				
目标价 (港元)	<b>52.59</b>				
升幅空间	16.6%				

资料来源: 公司披露, 招银国际预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其公司与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行业务相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。