

E-House

扬帆起航:招商蛇口太子湾项目



赞助商



2019年3月



扬帆起航:招商蛇口太子湾项目

由于经济发展开始放缓，中国再一次转向依靠基础设施投资来刺激经济增长。基于繁荣的港口可以带动经济活力这一期望，港口发展成为此次刺激经济增长的措施之一。着眼于中国日益增长的邮轮行业，招商局集团(CMG)旗下蛇口子公司利用了其新的前港-中区-后城(PPC)的城市发展模式所带来的增长潜力。PPC模式能够通过其邮轮母港提供大量的客流量和就业机会。然而，较高的资本要求和风险状况意味着只有国有企业才愿意承担这些项目。实际上，随着产能过剩和市场风险的迫近，母港的生存不仅要依靠长期资本，而且要依靠卓越的运营和差异化的能力。

中国持续推动基础设施投资

在过去的几十年里，中国一直是新兴市场增长的典范。尽管其他国家都试图超越中国，但无一成功。1991年以来，中国国内生产总值年均

增长高达14.2%。在2014年之前，这一指标从未低于7.5%。¹ 然而，2008年的全球金融危机仍然清楚地提醒人们，过度依赖外部市场来促进国家繁荣并非没有风险。因此，中国政府仍在不断寻找经济增长的新途径。²

1. "GDP Growth (annual %)." Literacy Rate, Adult Female (% of Females Ages 15 and Above) | Data. Accessed December 16, 2018. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2017&locations=CN&start=1961&view=chart>.
2. Hedrick-Wong, Yuwa. "The Reality Of China's Economic Slowdown." Forbes. August 24, 2018. Accessed December 16, 2018. <https://www.forbes.com/sites/yuwahedrickwong/2018/08/23/the-reality-of-chinas-economic-slowdown/#1fcc0e6d4d86>.

公共投资在中国经济发展模式中仍占主导地位。与大多数发达国家相比，中国的公共投资占GDP的比例仍然最高(13%)，相比美国的3%和印度的5%。2015年，中国的政府总投资额大于其后二十个国家的总和。事实上，即便按人均计算，中国的人均政府投资额也仅仅略小于美国，使其成为全球不可超越的政府投资大国。³

如今，面对另一个经济转型时期，中国领导层已明确表示，希望继续利用公共投资作为经济增长的驱动力。事实上，在2017年的中国共产党第十九次全国代表大会上，中国共产党决定将“一带一路”及其基础设施项目纳入党章，这就表明这一倡议可能会持续到下一个十年。

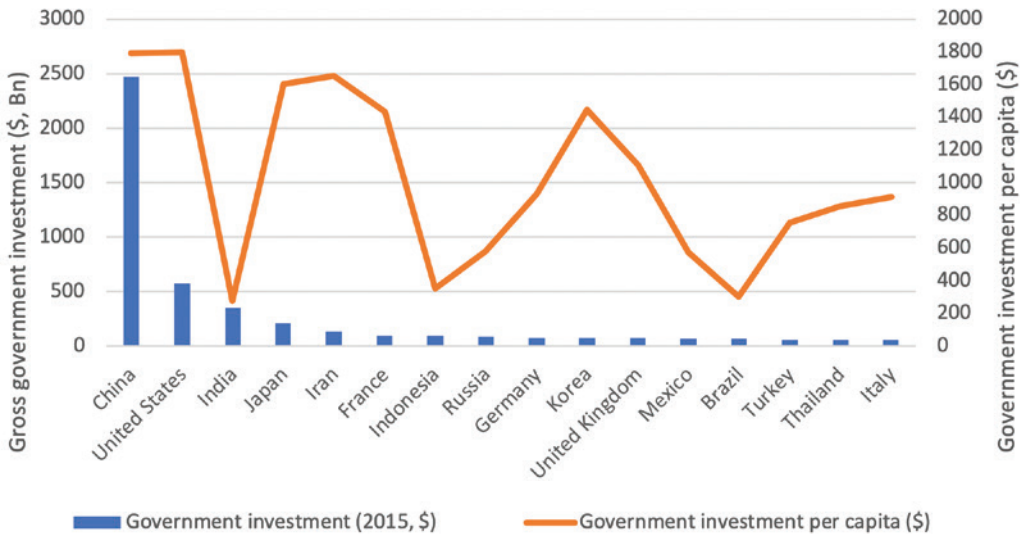
十九大还强调，政府将“加快发展高铁、高速公路、桥梁、港口和机场”，同时着重指出政

府的意图是“消除过剩产能、高杠杆率，……强调高质量基础设施”。⁴ 到2020年底，中国将建成2万多公里的高速铁路，这意味着中国80%的主要城市将被覆盖，下一阶段的高铁和相关开发项目必然要把重点放在更偏远、并非急迫的交通枢纽上。⁵ 由于这些项目只有较低的经济回报，开发商同时也将目光投向其他基础设施领域，包括港口和邮轮码头。

中国邮轮行业的崛起

中国旅游业保持了相对强劲的发展势头。具体来说，作为新兴的航空旅行的替代品，中国邮轮市场一直在以惊人的速度增长。高盛的数据显示，从2013年到2016年，全球邮轮行业年同比增长了近5.6%，⁶ 而中国邮轮行业年同比增长

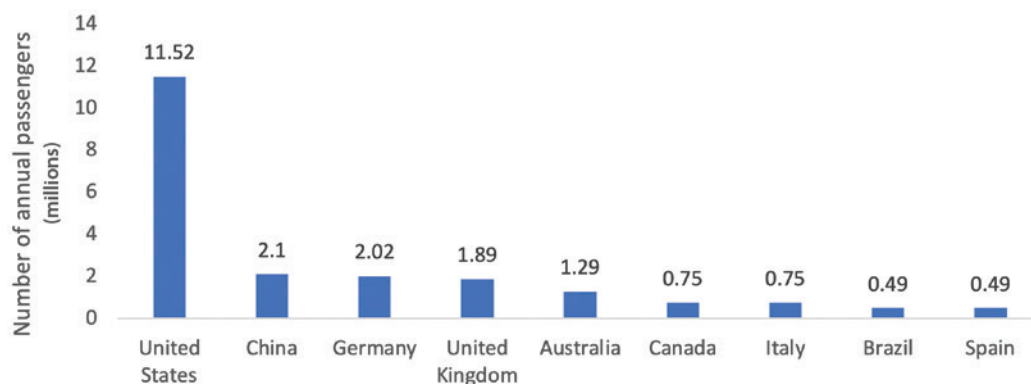
图1-中国人均政府投资高于全球多数经济体。



来源：国际货币基金组织

3. Estimating the Stock of Public Capital in 170 Countries. January 2017. Accessed January 10, 2019. https://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/pdf/csupdate_jan17.pdf.
4. Chinese Communist Party 19th National Congress. October 19, 2018. Accessed December 16, 2018. <http://cpc.people.com.cn/GB/64162/64168/415039/index.html>.
5. "China's Plan for Its High-speed Rail." September 16, 2017. Accessed December 16, 2018. https://www.sohu.com/a/192322742_250747.
6. "State of the Industry 2019." December 13, 2018. Accessed December 15, 2018. <https://cruising.org/news-and-research/research/2018/december/2019-state-of-the-industry>.

图2-邮轮乘客的国家分布（2016）



来源：国际邮轮协会（CLIA）⁸

了84%，⁷ 2016年中国邮轮乘客数量相当于全球乘客总数的近10%。中国交通部预计，到2020年，中国每年的邮轮乘客数量将增加一倍，达到450万人次，使中国成为仅次于美国的第二大邮轮市场。

全球邮轮行业已对中国蓬勃发展的市场做出了迅速反应。2015年，邮轮运营商嘉年华邮轮集团与两家中国国有企业组建了投资规模达40亿美元的合资企业。其中一家国企是中国船舶工业集团公司，该公司将专注于建造、购买和运营新的邮轮。另一家是中国投资有限责任公司。作为中国的主权财富基金，该公司承诺到2020年将建设10个新港口，以满足新的邮轮线路和乘客需求。⁹

对于房地产行业来说，邮轮码头是一个令人兴奋但又充满风险的项目机会。邮轮码头不仅能够抓住消费者在上下邮轮时的消费，并且为建造、营运和服务邮轮提供了重要的商业机会。

美国佛罗里达州的迈阿密就经常被认为是该行业潜在影响的典范。2016年，该市的邮轮行业为佛州创造了79.7亿美元的经济收入，相当于全州GDP的近1%，并创造了15万个就业岗位。¹⁰ 有鉴于这些数字，再加上政府促进经济增长的强烈愿望，包括招商局集团在内的许多中国国企都在争相建设邮轮码头就不足为奇了。

邮轮母港经济:数十亿美元的商机

与机场枢纽类似，一个繁荣的邮轮母港可以在整个地区投射出一个巨大的正外部性网络。一般来说，有三种类型的港口：

- **停靠港：**为大多数邮轮航线设计的中间站。停靠港通常是位于风景优美的航线上的规模较小的补给港，既是邮轮的目的地也是补给点。

7. Sampson, Hannah. "China's Booming Cruise Industry Is Facing a Slowdown." Skift. January 06, 2018. Accessed December 16, 2018. <https://skift.com/2018/01/06/chinas-booming-cruise-industry-is-facing-a-slowdown/>.

8. "State of the Industry 2019." December 13, 2018. Accessed December 15, 2018. <https://cruising.org/news-and-research/research/2018/december/2019-state-of-the-industry>.

9. Ramakrishnan, Sruthi. "China Firms, Carnival Corp Form JV to Launch Chinese Cruise Line." Reuters. October 21, 2015. Accessed December 16, 2018. <https://www.reuters.com/article/china-britain-carnivl/china-firms-carnival-corp-form-jv-to-launch-chinese-cruise-line-idUSL3N12L4RN20151021>.

10. Cruise Lines International Association. "Global Cruise Industry Contributes \$7.97 Billion to Florida's Economy." GlobeNewswire News Room. October 04,

- **出发港** (母港通常是出发港, 但大部分出发港并不是母港): 一个旨在作为登船点的港口, 因此往往具备良好的海关、采购、补给和船舶服务功能。
- **母港**: 一个设计用于邮轮枢纽的主要港口, 其用途包括登船、离船、通关、采购、船舶维修、船舶建造, 以及与其他交通工具的联运。母港通常位于主要的沿海城市, 方便游客和邮轮到达。

由于母港通常比其他类型的港口大得多, 邮轮母港经济收益也可以达到普通港口的10到14倍之多。¹¹ 因此, 一些主要邮轮公司如皇家加勒比邮轮和嘉年华邮轮等会自然而然地将公司总部设在迈阿密。迈阿密是世界上最繁忙的母港之一,¹² 可容纳多达20艘邮轮。

一个繁荣的母港可以成为一个强大的经济引擎。2016年, 据麦肯锡公司估计, 仅深圳的一个母港, 即招商局集团的蛇口项目, 就有可能推动深圳GDP增长1%到2%。¹³ 易居公司估计, 每增加一个20万吨级的大型泊位(可停靠世界上最大的邮轮), 就可以为母港多提供30万人次的客流, 这意味着每年创造逾2.4万个就业岗位和近1亿美元的直接经济贡献。

由于母港对几个相关行业的积极影响, 每个巨型码头还可以产生高达10亿美元的间接经济效益。其中包括:

1. **消费品和娱乐**: 餐馆和其他零售部门直接受益于来自母港的乘客和船员的客流量增加。

2. **邮轮销售和旅游**: 当地的酒店和旅游销售机构应运而生, 以服务邮轮的需求。
3. **邮轮运营**: 邮轮在码头需要大量后勤支援, 包括食物采购、维修、加油及清关。
4. **商业支持**: 辅助产业(如办公空间)也将兴起, 以支持商业活动和船员。

对于房地产开发商和市政府来说, 一个成功的邮轮母港是当地经济急需的助推器。除了游客在母港设施内进行的大量消费, 长期的就业和劳动力的增加也支撑了房地产市场和更广范的经济发展, 进而帮助维持稳定的房地产价格。例如, 邮轮母港附近的住宅开发项目可能看似无关紧要, 但它却与邮轮母港能够推动房地产销售的期望密切相关。又比如, 另一家国有企业中国交通建设总公司(CCC, 下称中国交建)承建了位于广州南部的南沙母港。¹⁴ 在母港建设的同时, 中国交建还围绕母港建设了住宅区、办公楼和学校, 并于2017年底成功完成了一期住宅销售。

珠江三角洲地区的巨头之争

鉴于中国邮轮客运量的强劲增长, 中国交通部于2015年制定了国家邮轮港口发展战略。¹⁵ 这些计划雄心勃勃, 包括在2030年之前新建2-3个母港, 并在东部沿海建立12个停靠港, 以支持各条航线。具体来说, 中国交通部预计中国的邮轮产业将集中在京津海岸、上海海岸及珠江三角洲。

2017. Accessed December 16, 2018. <https://globenewswire.com/news-release/2017/10/04/1140814/0/en/Global-Cruise-Industry-Contributes-7-97-Billion-to-Florida-s-Economy.html>.

11. "Shenzhen Executes on Cruise Terminal Economics." December 1, 2016. Accessed December 15, 2018. <http://sz.house.163.com/16/1201/10/C76P6KC5000786DO.html>.

12. County, Miami-Dade. Service Centers - Miami-Dade County. Accessed December 16, 2018. <http://www.miamidade.gov/portmiami/cruise-lines.asp>.

13. "Shenzhen Executes on Cruise Terminal Economics." December 1, 2016. Accessed December 15, 2018. <http://sz.house.163.com/16/1201/10/C76P6KC5000786DO.html>.

14. "CCC Invests in Nansha." February 16, 2017. Accessed December 16, 2018. http://www.gzns.gov.cn/tzns/tztd/nsdt/201702/t20170216_340090.html.

15. "National Plan for Cruise Terminal Planning." Accessed December 16, 2018. <https://baike.baidu.com/item/全国沿海邮轮港口布局规划方案>.

图3-蛇口邮轮母港，距深圳国际机场和香港国际机场不到20英里。



来源：邮轮地图 (CruiseMapper)

然而，邮轮港口的发展却始于蛇口。1981年，蛇口建立了珠江三角洲最早的城际客运轮渡码头，在香港、澳门和蛇口之间提供一小时时长的轮渡服务。2011年至2016年间，招商局集团完成了蛇口邮轮母港建设，并将轮渡码头并入母港。除邮轮业务外，现在蛇口邮轮母港每日在珠江三角洲运营超过150艘渡轮。

蛇口邮轮母港占地4.2万平方米，由丹尼斯·拉明设计，拥有一个22.8万吨级的泊位和一个12万吨级的泊位，以及12个800吨级的泊位。巨型泊位使得蛇口邮轮母港成为目前国内唯一可停靠全球最大的皇家加勒比“绿洲”系列邮轮的母港。¹⁶ 此外，蛇口邮轮母港设计年旅客吞吐量可达650万人次，有望成为全球最繁忙的母港之一。相比之下，目前全球最繁忙的港口迈阿密港在2017年接待旅客人数为530万人次。¹⁷

招商局集团 (CMG)：中国的百年国企

招商局集团 (CMG) 作为中国历史最悠久的企业之一，对长期基础设施投资并不陌生。招商局始建于1872年的清代，在中国早期的纺织、采矿、航运和保险行业进行了大量投资。¹⁸ 1950年，在清朝灭亡和中国内战之后，总部位于香港的招商局的所有权被移交给了中华人民共和国交通部。早在中华人民共和国成立数十年之前，招商局的外地办事处就在评估当地项目的可行性方面发挥了竞争优势。

作为一家国有企业，招商局集团长期以来一直在中国政府的经济和基础设施计划中扮演着关键角色。最为著名的是，为了全力支持中国经济的改革开放，招商局集团在1979年成立了招

16. "CruiseMapper." Cruise Port Mapper: Shenzhen. Accessed December 16, 2018. <https://www.cruisemapper.com/ports/shenzhen-port-11271>.

17. County, Miami-Dade. Service Centers - Miami-Dade County. Accessed December 16, 2018. <http://www.miamidade.gov/portmiami/cruise-lines.asp>.

18. "CMG History." History of China Merchants Group. Accessed December 16, 2018. <http://www.cmhk.com/en/ac/history/History/index.shtml>.

商局集团蛇口子公司(招商蛇口)。¹⁹ 蛇口位于香港水域对面,是中国的第一个工业区,早在引人注目的深圳经济特区(见图4)之前就开始运营了。

图4-蛇口距离香港只有一步之遥。香港是中国的特别行政区,历史上一直作为外商投资的跳板。



来源:谷歌地图

从那时起,蛇口的人均GDP很快超过了6万美元,²⁰成为中国最具生产力的地区之一,人均GDP已经与美国不相上下。然而,直到2015年12月,招商蛇口才申请在深圳证券交易所进行首次公开上市,并表明将在三个领域开展业务。²¹

前港-中区-后城:招商蛇口三管齐下的经济增长战略

尽管蛇口建设邮轮码头的消息令人兴奋不已,但招商蛇口承接的建设任务远远超出了它的船舶泊位。该公司同时也是蛇口工业园区、蛇口邮轮码头及周边蛇口居民区的房地产开发商和运营商。由此,蛇口邮轮码头成为了前港-中区-后城(PPC)这一发展模式的驱动力。如果成

功,蛇口的就业状况和基础设施发展也将得到改善。

从本质上讲,PPC模式旨在从三个方面发展一个繁荣的城市生态系统:

- 前港:蛇口邮轮码头预计将通过B2C(邮轮和渡轮乘客)和B2B(货运)的商业活动来增加蛇口的就业机会。作为中国最早的自由市场经济区之一,蛇口港区也是中国一些老牌企业孵化器所在地。中国招商银行和平安保险这两家目前处于领先地位的金融机构都起源于蛇口。²²
- 中区:20世纪80年代以来,蛇口工业园区一直是蛇口经济发展的重要基地。该园区最初是为铝和油漆等低技术含量的制造业而设计的,而现在其客户已经转向高端消费电子产品,包括苹果、IBM和飞利浦。截至2018年初,共有340多家互联网公司在蛇口设有办公室,员工超过3.5万人,营收近400亿元人民币(折合58亿美元),纳税1亿元人民币(折合1400万美元)。²³再加上港口周边的商业活动,该园区已成为蛇口商业和工业活动的支柱。
- 后城:蛇口市是蛇口PPC生态模式中的明珠。在蛇口港和工业园区就业增长的支持下,蛇口市遍布各种住宅开发项目,从而进一步带动了购物中心、医院、学校和酒店的发展。此外,由于大幅减税仍是吸引企业进驻港口和公业园区的一个关键因素,蛇口的大部分税收仍来自其住宅和土地销售,也确保了地方政府的持续支持。

19. Shekou Industrial Zone - Firsts in Reform and Opening-up. October 09, 2019. Accessed December 16, 2018. http://www.chinadaily.com.cn/regional/2016-10/09/content_27003052.htm.

20. Shenzhen City Planning (1996-2010), Nanshan District Planning

21. "China Merchants Shekou Industrial Zone Holdings Co Ltd (001979.SZ) Company Profile." Reuters. Accessed December 16, 2018. <https://www.reuters.com/finance/stocks/company-profile/001979.SZ>.

22. CMG Shekou - Introduction. Accessed December 15, 2018. <https://www.cmsk1979.com/about.aspx?type=2>.

23. CMG Shekou Internal Data.

国有企业在PPC城市发展模式中的独特位置

由于回报风险更大、资本要求更高，以及对政府强力支持的需求，国有企业在推行PPC城市发展模式方面占有独特的位置。事实上，中国南方的三个邮轮母港——香港启德邮轮码头、广州南沙邮轮码头和蛇口邮轮码头——都是由国有企业或地方政府资助建立的。²⁴ 目前亚洲最繁忙的母港，上海吴淞口国际邮轮码头，也是上海市政府与招商局集团另一家子公司，中国外运长航集团建立的合资企业。²⁵

与一般的商业或住宅开发相比，PPC城市发展模式不仅需要更多的资本，而且需要更长期的资本。例如，仅蛇口母港的建设就耗资210亿元人民币(折合30亿美元)²⁶ 并将在五年内建成。此外，邮轮码头不能像传统的房地产开发项目那样，通过销售立即收回成本。²⁷ 它的投资回报取决于整个生态系统的良好运作。

我们需要进一步通过对比来说明这类项目的特殊性。恒大是中国营收最高的房地产开发商之一，2018年该公司有822个项目储备，平均土地价值为6.23亿元人民币(折合8900万美元)。国土资源部估计，土地价值平均占项目总收入的23%。²⁸ 以恒大目前的毛利率计算，这意味着恒大一个项目的平均成本约为17亿人民币左右(折合25300万美元)。²⁹ 即便是对中国最知名的房地产开发商来说，蛇口母港的建设成本也至少是普通房地产项目的12倍，这还不包括住宅楼、周边基础设施以及邮轮码头上的其他配套项目的成本。

规模如此庞大的项目之所以能够进行，完全取决于中国公司治理的性质。换言之，国有企业在一定程度上受益于政府的支持，而这是私营企业无法获得的。与私营企业相比，国有企业的大股东（即“国家”）愿意承担更长的资本回收期，从而使国有企业有可能追求成本更高、风险更大的项目。此外，大多数国有企业在经营过程中一旦出现财务困境都能够期望得到国家财政的间接支持。

除了更高的资本要求和更长的回报期限外，PPC项目还需要中央和地方两级政府的大力合作。这类项目往往包含各种业务线：邮轮、货运站、住宅开发、高速公路开发等等，而其中每一条都需要大量的执照和地方监管部门的批准。特定的基础设施，如指定的母港，也需要中央政府的监管支持。而在这一点上，国有企业更有可能在各级政府中达成利益一致，进而更能成功地实施城市发展的PPC模式。

实际上，PPC项目的结构与中国日益增多的公私合营项目(PPPs)并不相同。如下图所示，与传统PPP项目相比，招商蛇口的开发项目拥有更多的长期运营和财务协议。与华夏幸福基业股份有限公司（华夏幸福）最近在固安高调启动的“新型城镇化”PPP项目相比，招商局集团的国企地位为该公司带来了更大的代理权、更高的灵活性和更长期的保护。

24. "CruiseMapper." Cruise Port Mapper: Nansha. Accessed December 16, 2018. <https://www.cruisemapper.com/ports/nansha-guangzhou-port-1395>.

25. <http://www.sinotrans-csc.com/col/col11636/index.html>

26. "CruiseMapper." Cruise Port Mapper: Shenzhen. Accessed December 16, 2018. <https://www.cruisemapper.com/ports/shenzhen-port-11271>.

27. "CruiseMapper." Cruise Port Mapper: Shenzhen. Accessed December 16, 2018. <https://www.cruisemapper.com/ports/shenzhen-port-11271>.

28. "Ministry of Land and Resources: Land Costs Is about 23% of Total Sales Price." Accessed December 16, 2018. <http://tool.ccb.com/Info/1258351>.

29. "Evergrande Annual Report 2018." Accessed December 16, 2018. <http://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/interim/2018/intrep.pdf>

维度	招商蛇口PPC项目	华夏幸福固安 PPP 项目
应用	蛇口地区独有	适用于近十年来大部分PPP城市化项目
运营模式	蛇口地方政府授予招商局集团独家经营权、开发权、建设权和运营权。招商局集团在城市规划设计方面拥有重大决策权。	固安当地政府负责管理城市发展规划，并审计华夏幸福的服务水平和成本。华夏幸福为固安及其客户提供设计和施工方案。华夏幸福通过合同获得了管理该市运营的专有权。
可扩展性	低: 需要港口资源和中央机构的一次性批准	高:该模式侧重于为城市发展提供资金并获得城市开发和管理权限。较小的项目可以在地方一级得到批准。
位置	需要具备合适地理条件(例如港口的深度)的主要港口	重点发展二、三线卫星城市
发展权利	招商局集团向蛇口地方政府购买了开发权。	华夏幸福在承诺未来利润共享的前提下，获得固安的独家开发经营权。
利益共享	土地权利，公共服务费用，商业收入委员会，工业收入委员会	华夏幸福因增加对固安的投资和纳税而获得公共服务费用、税收优惠/土地权利
退出机制	政府并购	合同到期时，华夏幸福退出并将不获得补偿。

来源：易居中国的内部研究

风险依旧:产能过剩和未知的可行性

尽管有政府的大力支持，招商蛇口模式仍面临严重的产能过剩风险，进而面临长期财务可行性问题。毕竟，其他沿海地区也希望从新的市场趋势中获益。例如，交通运输部提出到2030年全国发展2到3个母港，而仅中国南方在过去10年就建成了3个母港(深圳、广州、香港)。³⁰ 厦门、大连、烟台母港也正在建设中，³¹ 到2020年中国很可能拥有近10个母港。

此外，尽管中国邮轮行业增长可观，但仍存在巨大的波动性，其标志是2017年邮轮行业收入的大幅下滑。外国邮轮运营商也注意到，消费者的变化无常、价格下跌的压力以及运营困难，正使中国的邮轮市场逐渐失去其吸引力。³² 例如，政府禁止邮轮运营商直接向消费者销售船票，这意味着邮轮船票通常会以大幅折扣批量销售给在线旅行社，而旅行社往往通过大幅降价来扩大销量。消费者需求最近也出现了下降，中国消费者可能对中国那些千篇一律并且数量有限的邮轮目的地失去了兴趣。

30. "National Plan for Cruise Terminal Planning." Accessed December 16, 2018. <https://baike.baidu.com/item/全国沿海邮轮港口布局规划方案>.
31. Dell. Yantai to Be an International Homeport for Cruise Liners by 2019. January 29, 2018. Accessed December 16, 2018. http://www.chinadaily.com.cn/m/shandong/yantai/2018-01/29/content_35608209.htm.
32. Sampson, Hannah. "China's Booming Cruise Industry Is Facing a Slowdown." Skift. January 06, 2018. Accessed December 16, 2018. <https://skift.com/2018/01/06/chinas-booming-cruise-industry-is-facing-a-slowdown/>.

表1：中国邮轮客运量同比增长率（2007-2017）

年份	年同比增长率
2007	78%
2008	78%
2009	81%
2010	156%
2011	-15.30%
2012	119.20%
2013	148.40%
2014	44.40%
2015	50.40%
2016	93.00%
2017	11.40%

来源：中国游艇工业协会

另一方面，任何母港的长期经济发展都面临不确定性。例如，招商蛇口的年报强调，母港对蛇口的发展造成了巨大的资金消耗。招商蛇口2018年第三季度的财报称，即使在主要建设项目完工后，运营和财务现金流仍为负数，仅在过去9个月就消耗了118亿元人民币(折合17亿美元)³³。尽管招商蛇口可能会通过PPC模式的商业和住宅销售收回成本，但投资者有理由质疑，如果没有政府的援助，招商蛇口将如何应对港口在售出后缺乏盈利的状况。

结论：变幻莫测的未来形势

PPC模式是中国沿海资源城镇化的创新先导，但到目前为止，市场仍对如此大规模的基础设施项目能否持续还存有怀疑。由于产能过剩，尤其是在中国南方一些主要城市，招商蛇口的母港将需要明确差异化管理和运营规则，才可能实现盈利。尽管招商蛇口的商业和住宅资本收益最终可能会抵消部分亏损，但未来十年招商蛇口必须管理好母港在财务和运营上面临的持续压力，为其长期的可持续性发展奠定基础。

33. CMG Shekou – Investor Relations. Accessed December 15, 2018. <https://www.cmsk1979.com/investor.aspx?type=33>