

招商地产

000024 / 200024

增持/ 维持评级

09 年业绩仍将倚重珠三角

--08 年报点评

股 价	2009/03/30
RMB21.41	

基础数据

总股本 (百万股)	1717
流通 A 股 (百万股)	647
流通 B 股 (百万股)	141.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	13845

财务数据

市净率 (X)	2.47
TRACING P/E (X)*	30
EPS (元)	0.71
股息率 (%)	-

*最近四季盈利计算。

相关研究

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4111.6	3573	8141	10375	13308
(+/-%)	46.4	-13.1	127.8	27.5	28.3
归属母公司净利润(百万元)	1157.9	1228	1403	1533	1612
(+/-%)	83.4	6.0	14.3	9.2	5.2
EPS(元)	0.67	0.71	0.82	0.89	0.94
P/E(倍)	31.8	29.95	26.20	23.99	22.81

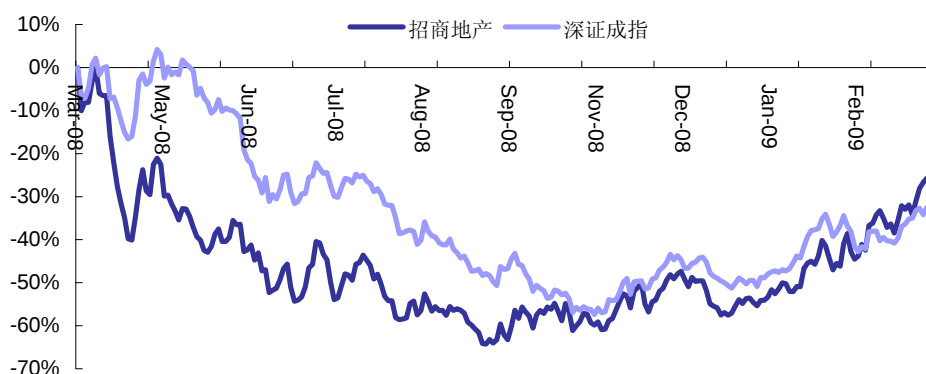
注: EPS 为全面摊薄每股收益

■ 公司今日披露年报, 受益于南京国际金融中心的整体销售 (以股权出售的方式, 体现为投资收益), 以及公司所持有的 NDF 合约 (与 ING Bank N.V., Hong Kong Branch 签订的若干不交割本金的远期外汇买卖合同) 的公允价值变动收益 1.45 亿元, 最终公司实现归属母公司股东净利润 12.28 亿元, 比上年增长 6.02%, 但仍低于我们预期的归属母公司股东净利润 8.42%。公司稀释每股收益 0.94 元 (全面摊薄每股收益 0.71 元)。

■ 公司为佛山禅城及苏州唯亭两个项目分别计提了 1.82 亿元和 1.14 亿元的减值准备, 减值比率基本均为 12%。此外公司对已交的南京仙林 G82 地块的定金全额计提了应收账款减值准备。从我们对公司各项目的成本跟踪来看, 公司本次计提减值的三个项目已基本覆盖减值风险较大的项目。显示公司财务处理较为谨慎。不过本次减值是否已计提充分, 仍取决于未来房价的走势。

■ 预测 09 年公司房地产结算收入有望达到 66 亿元, 结算面积约 63 万平米。其中约有 61% 的结算收入来自珠三角。随着土地成本的上升, 预测公司的毛利率将在 2009 年下降 2 个百分点, 在 2010 年继续下降 4 个百分点。预算公司 2009 年底 NAV 为 17.45 元。当前股价对应动态 PE 为 26X, P/NAV 为 1.22X。与其他一线房地产公司估值相比, 公司股价并未被明显低估。我们认为反映了市场对公司 09 年业绩仍将倚重珠三角, 而珠三角楼市的回暖确定性更强的预期, 以及对公司未来大股东仍将持续资产注入的预期。

最近 52 周股价表现



分 析 师
鱼晋华
 +755-8249 2232
 yujinhua@lhqz.com
胡栋梁
 +755-8208 0004
 hudl@lhqz.com

业绩略低于预期

公司今日披露年报，营业收入 35.73 亿元，比上年下降 13.1%；其中结算商品房销售收入 19.40 亿元，结算面积 11.35 万平米，分别比上年下降 26%与 55.8%。受益于南京国际金融中心的整体销售（以股权出售的方式，体现为投资收益），以及公司所持有的 NDF 合约（与 ING Bank N.V., Hong Kong Branch 签订的若干不交割本金的远期外汇买卖合同）的公允价值变动收益 1.45 亿元，最终公司实现归属母公司股东净利润 12.28 亿元，比上年增长 6.02%，但仍低于我们预期的归属母公司股东净利润 8.42%。公司稀释每股收益 0.94 元（全面摊薄每股收益 0.71 元），每 10 股派 1 元现金（含税）。

表 1、分行业营业收入构成

分行业	营业收入		营业毛利率		
	金额（亿元）	同比增减	占比	利润率（%）	同比增减百分点
房地产销售	19.39	-26%	54%	50%	-6
出租物业	5.02	31%	14%	48%	-2
房地产中介	0.60	-42%	2%	6%	-16
供电供水	7.57	4%	21%	30%	6
物业管理	3.00	23%	8%	14%	-10

数据来源：公司公告，联合证券研究所

2008 年是招商地产走出深圳后，首次在全国大面积推盘的一年。公司在全国 11 个城市，共有 18 个楼盘推盘，推盘面积高达 75 万平米。不过 2008 年全国房地产市场的剧烈调整，给公司带来了非常大的压力和考验。由于公司推盘项目中有 40%位于房地产市场调整幅度最大的珠三角区域，并且全年可售项目的 80%集中在去年下半年推出。公司最终只完成销售面积 44.52 万平米，签约销售金额 64.15 亿元，平均售价约 14,400 元/平米。以推盘面积计算，销售率 59%。其中还包括南京国际金融中心整体销售收入 16.25 亿元，面积 11.8 万平米。

出租物业方面，2008 年公司新增海运中心及南海意库共 9 万平米可出租面积。由于新增项目出租率提高需经历一段自然周期，再加上受外部因素影响，有部分其他物业出租率出现下降，导致公司整体出租率由上年的 95%下降到 84%。受益于累计出租面积增长 12%，公司全年完成租赁收入 5.03 亿元，比上年仍增长 31%。

表 2、出租物业及出租状况

	可租面积 (万 m ²)	累计出租面积 (万 m ²)		出租率		标志性建筑
		2008 年	2007 年	2008 年	2007 年	
公寓	6.74	70.03	66.45	85%	81%	泰格公寓
别墅	6.59	68.9	69.39	87%	90%	鲸山别墅
写字楼	21.22	190.17	108.66	76%	98%	新时代广场
商铺	14.85	168.33	196.52	94%	97%	花园城中心
厂房等	13.16	127.85	116.1	84%	97%	科技大厦
合 计	62.56	625.28	557.11	84%	95%	

数据来源：公司公告，联合证券研究所

资产减值计提较为谨慎

尽管招商地产没有拿过地王。公司 2007 年获得的 300 万平方米项目储备，平均楼面地价仅为 2794 元/平米。但随着房价的回落，公司 2007 年所获得的部分项目亦未能避免土地减值。

年报中公司为佛山禅城及苏州唯亭两个项目分别计提了 1.82 亿元和 1.14 亿元的减值准备，减值比率基本均为 12%。影响当年归属于母公司股东净利润 1.48 亿元。此外公司还基于“公司子公司香港瑞嘉未如约定期限缴纳竞得土地的首期款”，对已交的南京仙林 G82 地块的定金全额计提了应收账款减值准备。显示出公司对南京仙林 G82 地块已生放弃之意。

从我们对公司各项目的成本跟踪来看，公司本次计提减值的三个项目已基本覆盖减值风险较大的项目。显示公司财务处理较为谨慎。不过本次减值是否已计提充分，仍取决于未来房价的走势。

表 3、2007 年获得项目储备及计提减值

项目	权益	建筑面积	地价	楼面地价	计提减值
		万 m ²	亿元	元/m ²	亿元
漳州 2007B1	51%	13.71	1.86	1357	
上海南桥	100%	9.86	3.54	3590	
佛山鑫城	50%	45.9	9.5	2070	
佛山禅城	50%	26.83	15.08	5621	1.82
苏州小石城	60%	92.9	11.86	1277	
苏州唯亭	50%	16.9	10.1	5976	1.14
重庆高新园项目	100%	51.93	12.20	2349	
南京仙林 G82	50%	42.05	24.1	5731	1.08
合计		300.08	88.24	2794	4.04

数据来源：公司公告，联合证券研究所

珠三角区域仍为 09 年业绩所倚重

公司在年报中披露，2009 年将在 11 个城市共有 28 个项目同时推进，在建总规划建筑面积 413 万平方米，其中新开工面积 112 万平米，计划竣工面积 171 万平米，计划销售 120 万平米。

我们预测 2009 年公司房地产结算收入有望达到 66 亿元，结算面积约 63 万平米。其中约有 61% 的结算收入来自珠三角，18% 的结算收入来自长三角，7% 的收入来自京津，14% 的收入来自其他城市。珠三角仍将为公司 09 年业绩的主要来源地。公司年报中披露 2008 年末已售未结的预售款为 27.3 亿元，已锁定我们预期结算收入的 41%。

不过随着土地成本的上升，我们预测公司的毛利率将在 2009 年下降 2 个百分点，在 2010 年继续下降 4 个百分点。

我们预测公司 2009 年全面摊薄 EPS 为 0.82 元，比 08 年全面摊薄 EPS 增长约 14%。预测公司 2009 年底 NAV 为 17.45 元。当前股价对应动态 PE 为 26X，P/NAV 为 1.22X。与其他一线房地产公司估值相比，公司股价并未被明显低估。我们认

为反映了市场对公司 09 年业绩仍将倚重珠三角，而珠三角楼市的回暖确定性更强的预期，以及对公司未来大股东仍将持续资产注入的预期。

表 4、09 及 10 年主要结算项目预测

项目	权益	建面（万 m ² ）	结算收入(亿元)		毛利率
			2009E	2010E	
兰溪谷二期	100%	14.75	8.85	10.62	53%
依山郡	100%	27.56	7.03	4.42	39%
海月华庭	100%	7.6	10.40	2.60	43%
招商澜园	100%	22.28	4.01	6.42	14%
佛山依云水岸	50%	45.9	4.05	6.07	25%
金山谷	100%	94.61	6.13	6.13	34%
上海依云郡	100%	10.41	4.78	0.64	49%
上海海德花园	60%	29.53	4.36	6.54	31%
苏州依云水岸	100%	22.57	2.98	2.98	48%
南京依云溪谷	100%	14.51	3.32	4.15	52%
公园 1872	100%	42.14	6.21	6.21	64%
天津西康项目	75%	3.4	2.00	2.00	67%
招商江湾城	100%	42.72	2.51	3.77	34%
花园城 5 期	100%	2.709	0.00	3.94	45%
科技大厦二期	100%	4.261	0.00	0.96	30%
佛山依云上城	50%	26.83	0.00	2.90	4%
南桥项目	100%	9.82	0.00	7.78	26%
天津星城	100%	31.18	0.00	6.88	30%
合计		797.48	66.63	84.99	

数据来源：公司公告，联合证券研究所预测

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。