

分析师: 苏雪晶 021-63296838 suxj@cjsc.com.cn
联系人: 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

业绩弹性高的一线地产蓝筹

事件描述

2009年3月30日招商地产公布2008年报, 2008年招商地产实现营业收入357318.42万元, 同比减少13.09%; 实现营业利润129020.8万元, 同比减少2.79%; 实现归属母公司净利润122761.58万元, 净利润比去年同期增加6.02%。每股收益0.94元。

事件评论

第一, 业绩略低于预期源于减值准备

我们原先估计招商地产2008年归属母公司净利润应该在13亿左右, 由于公司对佛山依云上城(原佛山禅城)、苏州唯亭、以及由于未如约定期缴纳土地款, 公司子公司香港瑞嘉竞地款的预付定金1.08亿元全额计提了减值准备。这直接影响了归属母公司净利润约2.5个亿。

表1: 存货跌价准备明细(单位: 万元)

项目名称	权益比例	提取减值准备	影响净利润	影响归属于母公司
佛山依云上城(原佛山禅城)	50%	18,237	18,237	9,119
苏州唯亭	50%	11,384	11,384	5,692
合计		29,621	29,621	14,811

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 高毛利率自于公司优质资产, 期间费用占比源自销售压力

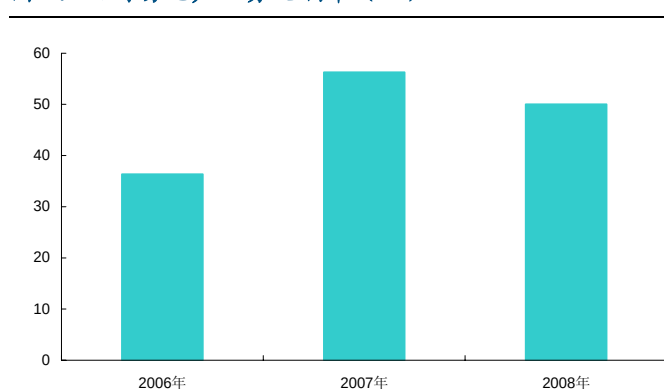
公司的商品房销售收入19.40亿元, 结算面积11.35万平米。在售项目中的40%位于房地产市场调整幅度最大的珠三角区域; 从销售的节奏上看, 可售项目中的80%集中在市场急剧恶化的三、四季度推出, 面对严峻的形势, 公司的房地产开发业务在2008年的毛利率仍然维持达到50%。正如我们在三季度点评所指出的, 这主要源自于公司储备的优质性。

在其他业务方面, 出租物业经营投资性物业租赁收入5.03亿元, 租赁面积累计达625万平米, 增长了50%, 其毛利率基本维持不变; 园区供电销售收入6.79亿元, 售电84,146万度; 园区供水销售收入0.79亿元, 售水2,841万吨。

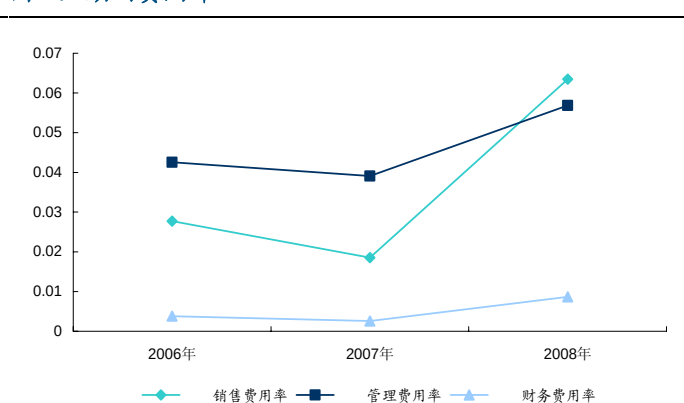
表 2：报告期内公司主营业务情况

分行业	营业收入			营业成本			营业毛利			营业毛利率	
	金额（千元）	比上年 增减	占总额 的比重	金额（千元）	比上年 增减	占总额 的比重	金额（千元）	比上年 增减	占总额 的比重	利润率	比上年 增减
房地产开发销售	1,939,969	-26%	54%	976,394	-15%	47%	963,574	-35%	65%	50%	-6
出租物业经营	502,593	31%	14%	261,195	38%	12%	241,398	25%	16%	48%	-2
房地产中介	60,089	-42%	2%	56,506	-29%	3%	3,583	-84%	0%	6%	-16
园区供电供水	757,237	4%	21%	533,292	-4%	25%	223,945	30%	15%	30%	6
物业管理	300,650	23%	8%	258,193	39%	12%	42,457	-26%	3%	14%	-10

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：公司房地产业务毛利率（%）


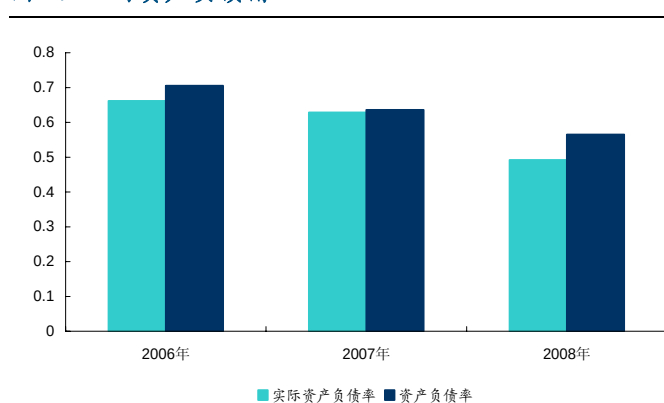
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：期间费用率


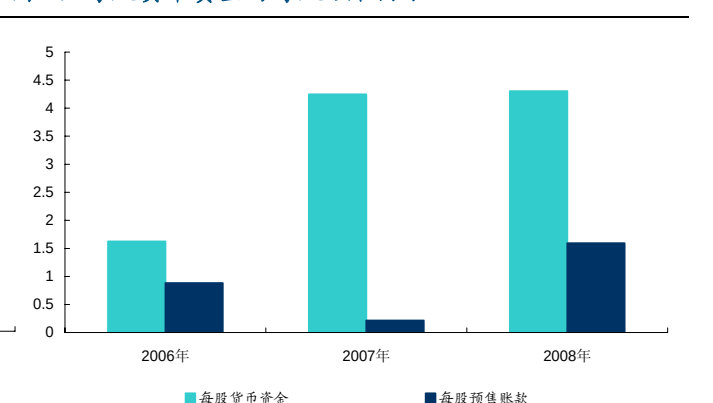
资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在 08 年初把 2008 “销售年”，公司原计划推盘项目多、推盘量大，由于正赶上严峻的市场形势，营销压力明显加大。我们从图 2 可以明显看到的是销售费用大幅度的上升了。当然我们认为随着公司内部整合的加强，未来三项费用将趋于下降态势，招商地产将逐步体现更优秀的管理能力。

第三，公司的财务稳健，未来业绩较为确定

图 3：公司资产负债情况


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：每股货币资金与每股预收账款


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在 2008 年适时启动了在资本市场和货币市场的融资工作。在资本市场融资方面，顺利完成增发，实现融资 57.77 亿元，有效地缓解了公司的资金压力、增强了公司抵御市场调整的能力。我们看到无论在资产负债率还是在实际资产负债率方面都下降的很快。我们一直认为资本化的先发优势，让招商地产拓展了未来发展空间。而较高的预收账款和可维持的高毛利状态，将使招商地产 2009 年业绩确定性较高。

表 3: 招商地产部分项目销售情况¹

城市	楼盘名	批准销售	已售	未售	签约面积占比	成交均价
北京	公园 1872	76611.02 平米	23480.03 平米	53130.99 平米	30.65%	22829
上海	海德花园	37622 平米	24309 平米	13313 平米	64.61%	11035
番禺	金山谷花园爱榕街 1-9 栋、红枫街 1-10 栋、竹溪街 1-8 栋	31866.35 平米	31259.66 平米	606.69 平米	98.10%	12500
番禺	金山谷花园爱榕街 10-25 栋	24602.86 平米	24346.48 平米	256.38 平米	98.96%	12500
深圳	依山郡	1098 套	223 套	875 套	20.31%	7000
深圳	曦城	97 套	53 套	44 套	54.64%	48000
深圳	曦城	54 套	29 套	25 套	53.70%	48000
深圳	海月华庭	646 套	479 套	167 套	74.15%	18000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，盈利预测和估值

我们早在去年 3 季报点评中上调公司评级，截止目前绝对涨幅已将近 100%。根据我们的判断，深圳市场未来成交仍有望维持高位，而对于 4 季度价格相对乐观。而招商地产在深圳项目主要为高毛利准现房，所以预计其将成为 09 年业绩弹性最大的地产公司之一，暂时上调 09、10、11 年的 EPS 为 1.03、1.32、1.60 元。对应的 PE 为 20.72、16.27、13.36 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3573	9562	11587	15190	货币资金	7389	7956	8159	8519
营业成本	2098	5922	7039	9384	交易性金融资产	97	97	97	97
毛利	1475	3640	4548	5806	应收账款	886	1513	1833	2403
% 营业收入	41.3%	38.1%	39.2%	38.2%	存货	23869	54409	60725	72183
营业税金及附加	265	709	859	1126	预付账款	28	78	93	124
% 营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	其他流动资产	228	507	614	805
销售费用	227	478	579	760	流动资产合计	32497	64560	71521	84131

¹深圳楼盘截至 2009 年 2 月底，其他地区楼盘截至今

% 营业收入	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	2	2	2	2
管理费用	203	478	579	760	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	771	771	771	771
财务费用	31	76	84	116	投资性房地产	2633	2633	2633	2633
% 营业收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	固定资产合计	324	384	460	490
资产减值损失	408	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	145	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	803	0	0	0	递延所得税资产	41	0	0	0
营业利润	1290	1899	2446	3045	其他非流动资产	1168	1168	1168	1168
% 营业收入	36.1%	19.9%	21.1%	20.0%	资产总计	37437	69519	76555	89196
营业外收支	12	0	0	0	短期贷款	5424	21076	21732	22997
利润总额	1302	1899	2446	3045	应付款项	2007	5705	6764	9037
% 营业收入	36.4%	19.9%	21.1%	20.0%	预收账款	2731	7315	8864	11621
所得税费用	210	323	440	609	应付职工薪酬	122	313	371	495
净利润	1092	1577	2006	2436	应交税费	271	588	741	989
归属于母公司所有者的净利润	1227.6	1774.1	2260.0	2752.4	其他流动负债	3663	9993	11888	15838
少数股东损益	-136	-198	-254	-317	流动负债合计	14218	44990	50360	60978
EPS (元/股)	0.71	1.03	1.32	1.60	长期借款	6807	6807	6807	6807
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-3920	-21647	85	-299	其他非流动负债	132	132	132	132
取得投资收益	13	0	0	0	负债合计	21158	51929	57299	67917
收回现金	677	0	0	0	归属于母公司	14863	16371	18292	20631
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	-81	-96	-116	-76	少数股东权益				
固定资产投资	-1015	0	0	0	股东权益	1417	1219	965	648
其他	-419	-96	-116	-76	负债及股东权益	16280	17590	19257	21279
投资活动现金流净额	-419	-96	-116	-76	基本指标	37437	69519	76555	89196
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.715	1.033	1.316	1.603
股权融资	6444	0	0	0	BVPS	8.65	9.53	10.65	12.01
银行贷款增加 (减少)	2615	15652	657	1265	PE	29.95	20.72	16.27	13.36
筹资成本	894	-342	-423	-529	PEG	0.97	0.67	0.53	0.43
其他	-1789	0	0	0	PB	2.47	2.25	2.01	1.78
筹资活动现金流净额	8164	15310	234	736	EV/EBITDA	28.30	31.68	24.96	20.29
现金净流量	3825	-6433	202	360	ROE	8.3%	10.8%	12.4%	13.3%

分析师介绍

苏雪晶，天津财经大学国际金融专业毕业，从事房地产行业研究，具有房地产企业管理经验。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。