

招商地产：销售业绩远超市场预期

报告关键点：

- 招商地产今年上半年销售总计约80亿。
- 保守预计09年末的可结算资源达150亿，而08年公司结算收入只有36亿元。
- 公司高端项目方面的销售成绩尤其喜人。
- 提升招商地产的目标价至40元。

报告摘要：

- 目前，公司在全国11个城市共有1100万平米的土地储备，28个项目同时推进，在建总规划建筑面积421万平方米，其中续建面积301万平米。根据年初的计划，2009年预计新开工面积112万平米，竣工面积171万平米，2009年全年有22个项目销售，计划销售120万平米，销售额达100亿元。
- 公司销售项目主要分布在深圳、北京、佛山、上海、漳州、天津、重庆、珠海、苏州、南京等十个城市。2009年一季度，全国多数城市的房地产市场都出现了回暖迹象，公司也取得了良好的销售业绩，一季度销售认购面积25万平米，实现销售额29亿元。二季度公司销售再次大幅超出预期，销售额超过50亿元，今年上半年的销售业绩已经远远超过去年全年。
- 公司高端项目方面的销售成绩尤其喜人。曦城2期144套别墅基本售罄，仅余10套左右，其中独栋均价5-7万、联排3.3-4万元/平方米，总价800-1500万/套；天津西康路36号，位于和平区西康路36号，小高层2幢，现已基本售完。独栋别墅34幢，面积为550-900平米，总房款1750万元/套起，单价约31800元/平米；苏州依云水岸3期09年3月开盘，热销半月售罄，均价约7500元/平米。09年5月9日，招商小石城的艺墅在恬静秀丽的苏州小石湖畔盛大开盘，继依云3期两周售罄后，再次续写苏州低密度产品销售神话：首批推出的165套房源被客户火速抢购，随后紧急加推45套，3小时内即成交186套，销售均价超过1万元/平米。
- 投资建议：**今年上半年，招商地产销售总计约80亿，08年末预售账款27亿，保守预计09年末的可结算资源达150亿，而08年公司结算收入只有36亿元！即使考虑未来增发摊薄因素，我们认为10年EPS仍可达到1.6元/股以上，参照保利增发摊薄后的10年PE（按今天收盘价为25倍），我们将招商地产的目标价提升至40元，投资评级仍维持增持-A。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
40.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 32.00 元

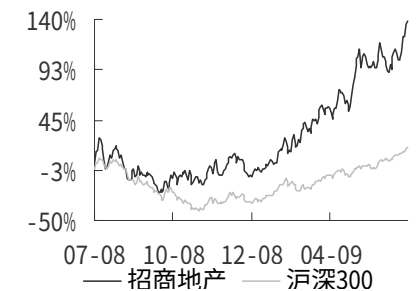
现价： 33.95 元

报告日期：
2009-07-03

市场数据

总市值(百万元)	58,302.35
流通市值(百万元)	21,945.54
总股本(百万股)	1,717.30
流通股本(百万股)	646.41
12 个月最高/最低	10.57/34.55 元
十大流通股东(%)	16.51%
股东户数	37,647

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.83)	25.79	119.86
绝对收益	9.84	53.48	138.76

研究员

陶学明 CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,111.6	3,573.2	8,936.6	12,529.0	13,661.6
Growth(%)	46.4%	-13.1%	150.1%	40.2%	9.0%
净利润	1,157.9	1,227.6	2,381.8	2,936.3	3,103.6
Growth(%)	83.4%	6.0%	94.0%	23.3%	5.7%
毛利率(%)	47.0%	41.3%	46.8%	45.9%	46.2%
净利润率(%)	28.2%	34.4%	26.7%	23.4%	22.7%
每股收益(元)	0.67	0.71	1.39	1.71	1.81
每股净资产(元)	5.33	9.48	10.62	12.08	13.62
市盈率	50.4	47.5	24.5	19.9	18.8
市净率	6.4	3.6	3.2	2.8	2.5
净资产收益率(%)	13.1%	6.7%	13.7%	14.9%	14.0%
ROIC(%)	18.2%	8.8%	14.8%	15.8%	14.3%
EV/EBITDA	24.2	44.8	19.4	15.4	13.7
股息收益率	0.3%	0.1%	0.8%	1.0%	1.1%

前期研究成果

招商地产：稳健与高成长集于一身

2009-04-21

招商地产：09 年业绩将大幅增长

2009-03-31

招商地产：大股东再次“真金白银”支持公司

2008-12-31

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-7-2**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,111.6	3,573.2	8,936.6	12,529.0	13,661.6	成长性					
减: 营业成本	2,179.2	2,097.8	4,752.5	6,778.2	7,350.0	营业收入增长率	46.4%	-13.1%	150.1%	40.2%	9.0%
营业税费	512.8	265.0	670.2	939.7	1,024.6	营业利润增长率	75.6%	-2.8%	141.7%	26.6%	9.9%
销售费用	76.2	226.7	268.1	375.9	409.8	净利润增长率	83.4%	6.0%	94.0%	23.3%	5.7%
管理费用	160.8	203.2	446.8	626.4	683.1	EBITDA 增长率	66.0%	-2.3%	135.1%	27.2%	9.7%
财务费用	10.6	30.9	49.5	82.8	83.8	EBIT 增长率	74.5%	-1.2%	139.8%	27.3%	9.7%
资产减值损失	-4.7	407.7	-157.8	-0.8	3.8	NOPLAT 增长率	79.0%	-6.9%	126.8%	23.9%	5.5%
加: 公允价值变动收益	-50.6	145.5	9.7	10.7	11.8	投资资本增长率	93.3%	34.7%	16.0%	16.4%	4.1%
投资和汇兑收益	201.1	802.8	201.1	211.1	221.7	净资产增长率	148.6%	78.0%	12.1%	13.7%	12.8%
营业利润	1,327.2	1,290.2	3,118.0	3,948.6	4,340.0	利润率					
加: 营业外净收支	127.2	11.7	16.0	14.0	16.0	毛利率	47.0%	41.3%	46.8%	45.9%	46.2%
利润总额	1,454.4	1,301.9	3,134.0	3,962.6	4,356.0	营业利润率	32.3%	36.1%	34.9%	31.5%	31.8%
减: 所得税	259.3	209.9	626.8	871.8	1,089.0	净利润率	28.2%	34.4%	26.7%	23.4%	22.7%
净利润	1,157.9	1,227.6	2,381.8	2,936.3	3,103.6	EBITDA/营业收入	33.7%	37.9%	35.6%	32.3%	32.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	32.5%	37.0%	35.4%	32.2%	32.4%
货币资金	3,588.1	7,389.1	5,847.3	5,502.3	5,724.9	运营效率					
交易性金融资产	-	97.3	107.1	117.8	129.5	固定资产周转天数	34	29	11	8	7
应收帐款	893.4	885.7	2,228.0	3,123.7	3,406.1	流动营业资本周转天数	773	1,410	708	590	595
应收票据	-	-	58.8	82.4	89.8	流动资产周转天数	1,389	2,728	1,608	1,581	1,720
预付帐款	7.3	28.3	42.6	62.9	85.0	应收帐款周转天数	5	9	8	9	10
存货	17,167.3	23,869.3	38,807.5	53,600.9	58,140.0	存货周转天数	1,120	2,082	1,274	1,335	1,479
其他流动资产	9.6	227.6	227.6	227.6	227.6	总资产周转天数	1,646	3,151	1,814	1,743	1,889
可供出售金融资产	3.9	1.7	2.6	2.6	2.6	投资资本周转天数	849	1,512	749	621	625
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	568.3	771.2	848.5	933.3	1,026.6	ROE	13.1%	6.7%	13.7%	14.9%	14.0%
投资性房地产	2,377.7	2,633.0	3,159.6	3,791.5	4,549.8	ROA	4.8%	2.9%	4.8%	4.5%	4.4%
固定资产	289.2	284.6	281.6	277.2	268.7	ROIC	18.2%	8.8%	14.8%	15.8%	14.3%
在建工程	131.4	39.6	24.4	15.2	9.7	费用率					
无形资产	52.5	0.1	0.2	0.3	0.3	销售费用率	1.9%	6.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	18.6	1,209.4	979.6	979.9	980.1	管理费用率	3.9%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	25,107.2	37,437.0	52,615.3	68,717.5	74,640.9	财务费用率	0.3%	0.9%	0.6%	0.7%	0.6%
短期债务	5,671.5	3,614.0	4,000.0	4,781.0	4,000.0	三费/营业收入	6.0%	12.9%	8.6%	8.7%	8.6%
应付帐款	5,056.5	5,018.3	12,418.5	18,832.9	21,759.0	偿债能力					
应付票据	97.2	143.3	325.5	464.3	503.4	资产负债率	63.6%	56.5%	65.3%	69.8%	68.7%
其他流动负债	687.1	3,123.9	10,280.7	16,545.2	17,638.2	负债权益比	174.6%	130.0%	188.4%	231.2%	219.1%
长期借款	3,645.2	6,807.3	6,807.3	6,807.3	6,807.3	流动比率	1.76	2.29	1.72	1.53	1.53
其他非流动负债	35.7	131.8	131.7	131.7	131.7	速动比率	0.37	0.59	0.30	0.22	0.21
负债总额	15,962.4	21,157.5	34,372.7	47,971.4	51,248.5	利息保障倍数	126.15	42.74	63.97	48.66	52.81
少数股东权益	1,241.8	1,416.8	1,542.1	1,696.7	1,860.0	分红指标					
股本	844.9	1,717.3	1,717.3	1,717.3	1,717.3	DPS(元)	0.09	0.05	0.28	0.34	0.36
留存收益	7,052.5	13,076.8	14,983.2	17,332.2	19,815.1	分红比率	13.4%	6.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	9,144.7	16,279.5	18,242.6	20,746.2	23,392.4	股息收益率	0.3%	0.1%	0.8%	1.0%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,195.1	1,092.0	2,381.8	2,936.3	3,103.6	EPS(元)	0.67	0.71	1.39	1.71	1.81
加: 折旧和摊销	137.4	162.4	14.6	15.3	15.7	BVPS(元)	5.33	9.48	10.62	12.08	13.62
资产减值准备	-4.7	407.7	-157.8	-0.8	3.8	PE(X)	50.4	47.5	24.5	19.9	18.8
公允价值变动损失	50.6	-145.5	9.7	10.7	11.8	PB(X)	6.4	3.6	3.2	2.8	2.5
财务费用	10.7	10.6	81.4	49.5	82.8	P/FCF	-58.0	-98.0	-38.9	131.6	42.9
投资收益	-201.1	-802.8	-201.1	-211.1	-221.7	P/S	14.2	16.3	6.5	4.7	4.3
少数股东损益	37.3	-135.6	125.4	154.5	163.3	EV/EBITDA	24.2	44.8	19.4	15.4	13.7
营运资金的变动	-4,810.9	-5,868.5	-1,221.3	-2,914.4	-796.7	CAGR(%)	37.3%	44.1%	12.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-4,002.6	-3,919.8	1,000.9	73.3	2,363.7	PEG	1.4	1.1	1.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,561.2	-419.2	111.3	113.5	114.5	ROIC/WACC	2.0	1.0	1.6	1.7	1.6
融资活动产生现金流量	8,195.7	8,164.5	-1,649.1	110.9	-1,485.5	REP	1.3	3.7	1.9	1.6	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。
李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034