

招商地产：净利润同比增 123%，维持推荐

2009. 8. 18

主要结论

- ◆ 3+X 战略正确，上半年公司迎来收获期
- ◆ 上半年营业总收入 28.76 亿元，预收款达 65.21 亿元
- ◆ 上调 09 年、10 年和 11 年 EPS 到 1.23、1.56 元和 2.15 元
- ◆ 维持“推荐”的投资评级

东兴证券研究所 郑闵钢

电话：010-66507310

邮箱：zhengmg@dxzq.net.cn

北京西城区阜成门内大街 410 号

邮编：100140

事件：根据公司 2009 年 8 月 18 日发布的半年报，上半年公司营业总收入 28.76 亿元，同比增长 98.75%，净利润 4.87 亿元，同比大增 122.58%，基本每股收益为 0.283 元。并根据上半年的销售情况将全年计划开工面积由 112 万平米调升为 247 万平米。

评论：

一、经营回顾

➤ 收益增长明显

根据公司公告，上半年公司很好地把握了市场恢复的有利形势，及时调整营销策略并加强营销力度，在全国 10 个城市将共计 19 个楼盘推向市场，实现销售面积 62.32 万平米，销售金额 71.69 亿元。完成的销售面积、销售金额、销售回款率均大大超过了年初制定的计划。

上半年，公司营业总收入 28.76 亿元，同比增长 98.75%，其中房地产开发与销售的营业收入为 21.13 亿元，同比增长 201.75%；公司实现净利润 4.87 亿元，同比大增 122.58%，基本每股收益为 0.283 元/股，比 08 年的 0.207 元/股增长 37%。公司 2009 年半年度不进行利润分配，也不进行公积金转赠股本。

表 1 2009 年半年报财务情况

行业分类	营业收入		营业毛利		毛利率	
	金额（千元）	比上年同期增减（%）	金额（千元）	比上年同期增减（%）	毛利率（%）	比上年同期增减的百分点
房地产开发与销售	2,112,512	201.75%	1,011,888	148.07%	47.90%	-10.36
投资性物业经营	238,023	-0.08%	109,018	-12.76%	45.80%	-6.66
房产中介服务	52,085	57.19%	8,372	243.22%	16.07%	8.71
园区供电供水	302,711	-7.74%	87,352	-4.64%	28.86%	0.94
物业管理	165,673	16.33%	32,378	10.32%	19.54%	-1.06

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

➤ 2、3+X 战略正确，珠三角、长三角和环渤海收入增长高

从上半年全国房地产市场的恢复情况来看，东部地区的房地产市场销售远好于其它地区。在市场恢复过程中，东部地区（包括一线城市北京、上海和深圳等）商品房销售远好于中部和西部地区。截止 2009 年 6 月，商品房销售金额为 15800 亿元，其中东部地区为 11109 亿元，占全国的 70.31%，销售金额占比

大于去年下半年 65%左右的比例；中部为 2078 亿元，占 13.15%；西部为 2613 亿元，占 16.54%，中、西部的销售额占比较去年均有下降。商品房销售面积为 34109 万平方米，其中：东部地区为 18685 万平方米，占全国的 54.78%，比去年下半年增长了 6.23%；中部为 6992 万平方米，占 20.50%；西部为 8431 亿元，占 24.72%，中部地区的销售面积占比下降较多。从市场销售情况我们可以看到，公司的 3+X 布局全国战略是非常正确的。由于公司前几年在珠三角、长三角和环渤海区域重点布局商品房开发项目，才使得公司今年上半年销售取得很好成绩。上半年，公司在珠三角、长三角和环渤海区域营业收入分别增长了 92.85%、66.16%和 1656.29%。主要结算项目有深圳的兰溪谷二期项目、天津西康路项目、上海依云郡二期项目、天津卫津南项目和广州金山谷一期项目。

表 2 公司营业收入区域分布情况

地区	营业收入（千元）	比上年同期增减
珠三角区域	2,023,856	92.85%
长三角区域	513,537	66.16%
环渤海区域	305,440	1656.29%
其他区域	32,944	-53.64%
合计	2,875,777	98.75%

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

表 3 公司上半年主要结算项目情况

项目名称	结算面积(万平方米)	结算金额(万元)
兰溪谷二期	2.46	73,706
天津西康路	0.26	11,818
上海依云郡二期	1.81	27,805
天津卫津南项目	1.04	18,311
广州金山谷一期	4.30	58,733

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

我们从招商地产的历史进程可以看到，招商地产是随着蛇口的建设发展同共成长起来的，公司具有很强的综合开发模式。公司 3+X 战略经过四年的布局和运作，在 2009 年这第五个年头开始进入全面收获阶段。总体上来看，招商地产由于经营战略的正确。上半年的商品房销售取得很好的成绩，这个成绩远好于年初的计划和预期。下半年，随着公司其它项目的结算，公司的效益仍将有一个很好的增长。

图 1 截止 2009 年公司走向全国 12 个城市布局情况



资料来源：公司材料、东兴证券研究所

二、业务展望

➤ 已实现结算的项目多，效益增长可期

根据公司报告，截止 2009 年 6 月公司的预收款达 65.21 亿元，比年初的 27.31 亿元净增长了 37.89 亿元。在预收款项中，一年以内的达 65.18 亿元，占总预收款项的 99%，其中预收款项的绝大多数项目今年能实现竣工。今年下半可竣工的主要项目有深圳海月华庭、佛山依云水岸一期、上海颛桥项目一期、重庆招商·江湾城一期、深圳依山郡二期及三期、深圳兰溪谷二期和苏州依云水岸二期及三期等。

表 4 预收款项账龄表

年份	期末数		期初数	
	人民币元	%	人民币元	%
1 年以内	6,518,412,079	100	2,699,705,236	99
1 至 2 年	499,976	-	29,679,420	1
2 至 3 年	1,890,739	-	2,088,037	-
合计	6,520,802,794	100	2,731,472,693	100

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

表 5 预收售楼款情况

项目名称	期末数	期初数	预售比例	预计竣工时间
	人民币元	人民币元	%	
深圳海月华庭	1,087,541,458	579,276,285	96	2009 年
广州金山谷一期、二期	181,902,198	498,516,765	70	2009 年
上海依云郡二期	33,835,963	318,564,899	100	已竣工
佛山依云水岸一期	755,067,477	290,116,266	100	2009 年
北京公园·1872 一期	670,536,190	285,731,279	77	2010 年
上海海德花园二期	208,354,800	211,845,301	68	已竣工
上海海德花园三期	34,751,981	-	30	2009 年
上海颛桥项目一期	405,028,126	-	88	2009 年
上海南桥项目	228,903,328	-	37	2010 年
天津西康路 36 号	143,954,756	107,936,970	55	2009 年
南京依云溪谷二期	276,415,786	89,204,312	65	2009 年
南京依云溪谷三期	152,506,581	-	98	2010 年
天津卫津南项目一期	173,403,804	79,199,033	57	2009 年
重庆招商·江湾城一期	368,778,455	70,627,103	90	2009 年
深圳依山郡二期及三期	434,508,974	64,608,350	91	2009 年
深圳兰溪谷二期	465,435,706	47,100,566	71	已竣工
苏州依云水岸二期及三期	476,449,169	30,601,109	100	2009 年
苏州小石城一期	346,377,692	-	70	2009 年
漳州招商花园城一期	11,747,730	-	23	2009 年
漳州依山海二期	2,890,301	345,996	99	已竣工
漳州珊瑚苑四期	1,808,913	3,253,942	91	已竣工
其他	41,984,820	17,403,533		

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

► 新开发项目充足，公司发展后劲大

根据公司新调整的开工计划，下半年新开工将由年初的计划开工面积 112 万平米调升为 247 万平米。公司目前可开发的项目充足，现拟开发的项目有重庆花园城项目、苏州唯亭、深圳雍景湾、深圳招商局广场、深圳伍兹公寓、珠海招商花园城 B、深圳西乡高尔夫花园、深圳科技大厦二期、漳州假日 365、漳州南炮台和北京港丽酒店等项目，预计投资规模在 56 亿元以上。

表 6 公司拟开发项目情况

项目	预计开工时间	预计竣工时间
重庆花园城项目	2009. 11	2015. 08
苏州唯亭	2009. 12	2012. 12
深圳雍景湾	2009. 09	2012. 06
深圳招商局广场	2009. 08	2012. 03
深圳伍兹公寓	2009. 08	2012. 04
珠海招商花园城 B	2009. 12	2012. 07
深圳西乡高尔夫花园	2009. 12	2012. 09
深圳科技大厦二期	2009. 03	2010. 03
漳州假日 365	2010. 03	2012. 10
漳州南炮台	2009. 07	2011. 11
北京港丽酒店	2009. 08	2011. 12
小计		

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

表 7 公司部分重大非募集资金投资项目的实际进度

项目名称	报告期投资额（千元）	项目进度
漳州南炮台	615,586	前期策划
北京港丽酒店	394,292	前期策划
佛山依云水岸	225,203	一期小高层正进行外装及内装施工；二期主体施工
北京立水桥项目	161,087	一期主体施工；二至四期处于方案设计阶段
北京公园·1872	135,565	10#楼初装修已基本完成；3#楼完成结构封顶
广州金山谷	123,046	一期 1 标段、2 标段已竣工入伙；二期 3 栋塔楼主体完工
深圳依山郡三期	86,051	竣工初验
珠海招商花园城 A	74,920	已完成场地平整及临时围墙施工
上海海德花园	62,772	二期竣工入伙；三期北区 32 栋独栋已竣工，南区 37 栋设计报建完毕
苏州小石城	59,986	一期楼地面、屋面及围墙施工基本完成；二期主体封顶
佛山依云上城	40,268	一期主体施工
上海海湾项目	32,288	一期主体封顶
漳州招商花园城	28,996	一期东区地下室封顶，西区基础施工中
天津西康路 36 号	27,882	别墅已完工，小高层外檐幕墙施工中
重庆花园城项目	16,142	前期策划
珠海招商花园城 B	7,280	地下室封顶
深圳西乡项目	4,418	前期策划
苏州唯亭	2,884	前期策划
漳州假日 365	2,269	前期策划

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

► “鲸山九期” 5万多平方米土地即将注入

根据公司六届董事会第五次会议审议通过，公司于 2009 年 7 月 25 日也已发布相关公告，公司拟非公开发行 A 股股票。发行对象为包括控股股东蛇口工业区在内的不超过 10 名的特定投资者，发行数量合计不超过 2 亿股，拟募集资金不超过 50 亿元。公司拟以本次非公开发行募集的部分资金购买蛇口工业区拥有的“鲸山九期”项目的土地使用权。

“鲸山九期”位于深圳市南山区蛇口工业区内，该地块为居住用地，土地面积为 54,391 平方米，总建筑面积（计容积率）106,500 平方米。大股东的土地资产注入，将巩固公司在深圳当地的持续开发能力，同时保持公司稳定的盈利能力。

三、收益预测和投资建议

公司 3+X 战略多年的布局和运作，今年布局大 12 个城市的 22 个项目全部进入收获阶段。由于 3+X 战略的正确，上半年公司的商品房销售取得很好的成绩，营业总收入 28.76 亿元，同比增长 98.75%。另外公司预收款达 65.21 亿元，其中，一年以内达 65.18 亿元，占总预收款项的 99%。我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的营业收入分别为 89 亿元、116 亿元和 162 亿元。我们上调公司 2009 年、2010 年和 2011 年的 EPS，分别从原 1.01 元、1.27 元和 1.73 元，上调到 1.23 元、1.56 元和 2.15 元，相对应的 PE 分别为 26.00、20.48 和 14.91，维持“推荐”的投资评级。

表 8 利润表

利润表（百万元）	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2008A
营业收入	3,573.18	8,898.00	149.02%	11,567.40	30.00%	16,194.36	40.00%	3,573.18
营业成本	2,097.77	4,893.90	133.29%	6,362.07	30.00%	8,906.90	40.00%	2,097.77
营业费用	226.72	266.94	17.74%	347.02	30.00%	485.83	40.00%	226.72
管理费用	203.22	355.92	75.14%	462.70	30.00%	647.77	40.00%	203.22
财务费用	30.91	43.83	41.78%	118.59	170.57%	191.27	61.29%	30.91
投资收益	802.82	180.00	-77.58%	200.00	11.11%	200.00	0.00%	802.82
营业利润	1,290.21	2,845.06	120.51%	3,604.47	26.69%	4,943.01	37.14%	1,290.21
利润总额	1,301.86	2,860.06	119.69%	3,619.47	26.55%	4,958.01	36.98%	1,301.86
所得税	209.86	715.02	240.70%	904.87	26.55%	1,239.50	36.98%	209.86
净利润	1,092.00	2,145.05	96.43%	2,714.60	26.55%	3,718.51	36.98%	1,092.00
归属母公司所有者的净利润	1,227.62	2,115.05	72.29%	2,684.60	26.93%	3,688.51	37.39%	1,227.62
NOPLAT	1,108.15	2,166.67	95.52%	2,792.29	28.88%	3,850.71	37.90%	1,108.15

资料来源：东兴证券研究所

表 9 资产负债表

资产负债表（百万元）	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2008A
货币资金	7,389.13	3,559.20	-51.83%	4,626.96	30.00%	6,477.74	40.00%	7,389.13
交易性金融资产	97.33	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A	97.33
应收帐款	107.18	121.89	13.73%	158.46	30.00%	221.84	40.00%	107.18
预付款项	28.32	33.21	17.28%	39.57	19.16%	48.48	22.51%	28.32
存货	23,869.30	40,223.84	68.52%	52,290.99	30.00%	73,207.38	40.00%	23,869.30
流动资产合计	32,497.40	46,104.38	41.87%	59,863.82	29.84%	83,711.38	39.84%	32,497.40
非流动资产	4,939.61	3,572.70	-27.67%	3,392.15	-5.05%	3,353.59	-1.14%	4,939.61
资产总计	37,437.01	49,677.08	32.70%	63,255.96	27.33%	87,064.97	37.64%	37,437.01
短期借款	3,613.96	13,359.37	269.66%	23,929.78	79.12%	42,451.12	77.40%	3,613.96
应付帐款	1,863.69	4,022.38	115.83%	5,229.10	30.00%	7,320.74	40.00%	1,863.69
预收款项	2,731.47	3,176.37	16.29%	3,754.74	18.21%	4,564.46	21.57%	2,731.47
流动负债合计	14,218.42	24,501.82	72.32%	36,453.85	48.78%	58,043.88	59.23%	14,218.42
非流动负债	6,939.09	6,787.54	-2.18%	6,773.63	-0.21%	6,749.51	-0.36%	6,939.09
少数股东权益	1,416.76	1,446.76	2.12%	1,476.76	2.07%	1,506.76	2.03%	1,416.76
母公司股东权益	14,862.75	16,940.96	13.98%	18,551.72	9.51%	20,764.83	11.93%	14,862.75

资料来源：东兴证券研究所

表 10 现金流量表

现金流量表（百万元）	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
净利润	1,092.00	2,145.05	96.43%	2,714.60	26.55%	3,718.51	36.98%
折旧摊销	32.31	0.00	N/A	38.56	N/A	38.56	0.00%
净营运资金增加	8,894.72	3,323.58	-62.63%	1,807.40	-45.62%	2,257.54	24.91%
经营活动产生现金流	(3,919.84)	(13,800.56)	N/A	(7,991.31)	N/A	(15,174.76)	N/A
投资活动产生现金流	(419.24)	1,517.31	N/A	195.00	-87.15%	195.00	0.00%
融资活动产生现金流	8,164.45	8,453.32	3.54%	8,864.07	4.86%	16,830.54	89.87%
现金净增（减）	3,825.37	(3,829.93)	N/A	1,067.76	N/A	1,850.78	73.33%

资料来源：东兴证券研究所

研究员简历

郑闵钢，房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券股份有限公司研究所。之前在中国东方资产管理公司从事股权资产的管理和处置工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系

公司投资评级：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。