


招商地产 000024.SZ

上调 2010 年业绩 13%

◇ 事件：近期更新公司主要在售项目的房价和销售情况

◆部分项目售价超预期，上调 10-11 业绩预测 13%

我们最近了解到，公司以下这些在售（及未售）项目的售价均超过了我们的预测值，我们根据项目结算价格的变动，上调了公司 10-11 年的每股收益，至 1.84、2.31 元（不考虑增发摊薄），比我们在 3 季报后所做的盈利预测分别上调 13%。

深圳招华曦城：08 年起开始销售的二期 5.2 万平米别墅，其中联排销售均价 35000/平米，独栋销售均价 40000/平米，目前已售完。9 月起销售的 127 套三期别墅，也已售完，成交均价达到了 55000/平米。

深圳澜园：目前售价已经超过 12000 元/平米，整个项目均价提升到了 11000 元/平米。

珠海招商花园城 A：累积客户情况良好，预计单位售价比我们原先预测值高 1000 元，达到 8000 元/平米左右。

天津钻石山：目前高层的售价已经达到 12000 元/平米。

◆业绩高速增长的确性很高

我们预测公司 10 年业绩比 09 年增长 85%（不考虑增发摊薄），主要得益于 09 年的销售大幅增长。

公司 1-9 月累计销售额为 107 亿元，如果加上还有一部分已签约但销售房款还未全部到账的，1-9 月销售额大约有 120 亿元，公司 4 季度的推盘量上还将保持充裕的状态，预计 4 季度至少可以实现 30-40 亿元的销售，09 年全年的销售收入在 140-150 亿元，同比增幅约 150%，超越房地产市场的平均增幅。按我们预测的 09 年结算 68 亿（包含曦城和万科天津假日风景项目），还有 82 亿元已售未结资源可以在 10 年结算，锁定 10 年预测结算收入的 57%，业绩高速增长的确性很高。

公司在 4 季度的可售资源大约有 70-80 万平米，其中，30 万平米是新开盘或老盘新的分期，主要是北京 1872、北京立水桥项目、深圳花园城 5 期、珠海招商花园 A、广州金山谷 3 期，40 万平米是前 3 季度未售或加推项目。

◆投资建议：上调 12 个月目标价从 40 元到 46 元，短期看 37 元

如果市场认可在随后的 1-2 个季度中，保值型购房投资需求有继续释放的动力，而这些投资需求往往会选择中高档、大中户型、易于变现的产品，那么，在股票市场上，产品构成偏向中高档的招商地产无疑是一个不错的投资标的。理由是：

1. 中高档产品在在售楼盘中占比较高
2. 由于供给不足，我们认为房价在未来 1-2 个季度还有继续攀升的可能，由于招商地产目前有充足的在售资源，能充分享受到今年 4 季度到明年 1 季度的房价上涨，并将其锁定成来年的业绩。

公司 09-11 年预测 EPS 对应的 PE 是 33、18、14。鉴于公司的高成长性，我们按 10 年 EPS 1.84 元的 25 倍给予公司 12 个月目标价 46.25 元，我们认为短期内股价将回归到 20X 10 年 EPS 的水平，即 37 元。

维持

买入

当前价格	32.66 元
目标价格	46.25 元
目标期限	12 个月

分析师：

翁非玉

021-22169116

wengfy@ebsecn.com

赵强

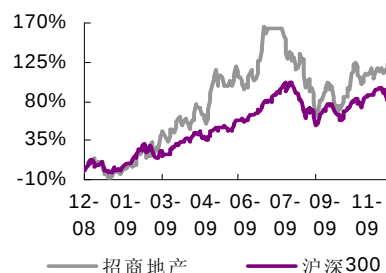
021-22169113

zhaoqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,717
总市值(百万元)	56,087
流通比例(%)	37.64%
12 个月最高/最低(元)	39.50/12.60
近 3 月日均成交量(百万股)	16.40
主要股东	招商局蛇口 工业区有限 公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.10	17.78	41.11
绝对收益	15.94	42.00	133.28

相关报告：

深圳房价飙升的受益者	2009-10-27
业绩高增长，维持买入	2009-08-18
业绩的高增长创造安全边际	2009-07-28

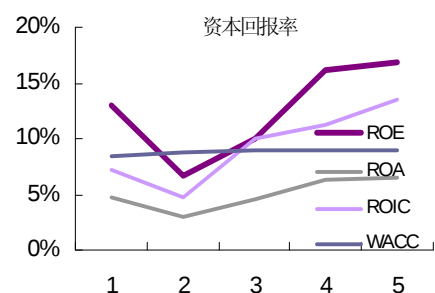
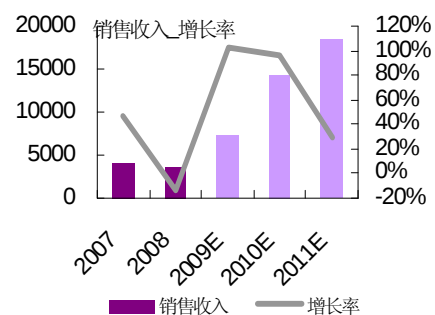
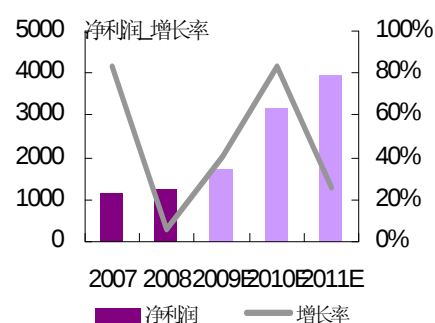
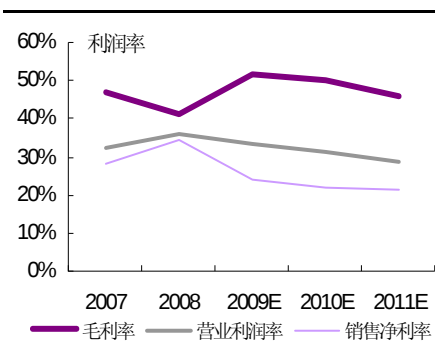
表：福星股份业绩预测和估值表

业绩预测和估值指标					
指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	4,112	3,573	7,257	14,283	18,425
营业收入增长率	46.36%	-13.10%	103.08%	96.83%	29.00%
净利润（百万元）	1,158	1,228	1,724	3,165	3,974
净利润增长率	83.38%	6.02%	40.45%	83.59%	25.54%
EPS（元）	1.37	0.71	1.00	1.84	2.31
ROE	13.07%	6.71%	9.98%	16.09%	16.88%
P/E	24	46	33	18	14
P/B	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	23	44	23	14	11

自

资料来源：公司定期报告，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,112	3,573	7,257	14,283	18,425
营业成本	2,179	2,098	3,505	7,126	9,950
EBITDA	1,465	1,333	2,439	4,479	5,424
折旧和摊销	5	6	6	6	12
销售费用	76	227	363	714	553
管理费用	161	203	363	714	553
财务费用	11	31	27	22	119
公允价值变动损益	-51	145	0	0	0
投资收益	201	803	250	316	1
营业利润	1,327	1,290	2,407	4,452	5,299
利润总额	1,158	1,228	2,407	4,452	5,299
少数股东损益	37	-136	81	173	0
归属母公司净利润	1,157.88	1,227.62	1,724.17	3,165.42	3,973.83

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	25,107	37,437	38,960	53,252	61,825
流动资产	21,666	32,497	33,948	48,120	56,698
货币资金	3,588	7,389	7,613	2,857	3,932
交易型金融资产	0	97	97	97	97
应收帐款	56	107	218	428	553
应收票据	0	0	7	14	18
其他应收款	837	779	779	779	779
存货	17,167	23,869	24,534	42,755	49,748
可供出售投资	4	2	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	568	771	871	998	998
固定资产	289	285	289	291	291
无形资产	52	0	0	0	0
总负债	15,962	21,158	20,875	32,496	38,288
无息负债	6,346	8,926	12,258	22,346	29,670
有息负债	9,617	12,231	8,617	10,151	8,617
股东权益	9,145	16,280	18,085	20,756	23,538
股本	845	1,717	1,717	1,717	1,717
公积金	4,084	9,490	9,990	10,587	11,237
未分配利润	3,027	3,858	5,311	7,308	9,494
少数股东权益	1,242	1,417	1,498	1,671	1,672

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-4,003	-3,920	3,783	-5,726	3,920
净利润	1,158	1,228	1,724	3,165	3,974
折旧摊销	5	6	6	6	12
净营运资金增加	4,309	8,895	1,733	2,550	5,337
其他	-9,475	-14,048	320	-11,448	-5,403
投资活动产生现金流	-1,561	-419	82	126	0
净资本支出	3,568	102	126	0	0
长期投资变化	0	771	0	0	0
其他资产变化	-5,129	-1,292	-45	126	0
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	226	872	0	0	0
债务净变化	4,009	2,615	-3,614	1,533	-1,533
其它长期负债变化	659	2,580	3,332	10,087	7,325
净现金流	2,632	3,825	223	-4,756	1,076

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	46.36%	-13.10%	103.08%	96.83%	29.00%
净利润增长率	83.38%	6.02%	40.45%	83.59%	25.54%
EBITDA 增长率	82.60%	-9.03%	83.02%	83.63%	21.09%
EBIT 增长率	82.77%	-9.03%	82.64%	83.79%	21.10%
EPS 增长率	34.32%	-47.84%	40.45%	83.59%	25.54%
估值指标					
PE	24	46	33	18	14
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	23	44	23	14	11
EV/EBIT	23	44	23	14	11
EV/NAPLAT	32	68	30	18	15
EV/Sales	8	17	8	4	3
EV/IC	3	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	41.29%	51.70%	50.11%	46.00%
EBITDA 率	35.63%	37.30%	33.62%	31.36%	29.44%
EBIT 率	35.63%	37.30%	33.55%	31.32%	29.41%
税前净利润率	35.37%	36.43%	33.17%	31.17%	28.76%
税后净利润率	28.16%	34.36%	23.76%	22.16%	21.57%
ROA	4.76%	2.92%	4.63%	6.27%	6.43%
ROE	13.07%	6.71%	9.98%	16.09%	16.88%
ROIC	8.83%	5.56%	13.42%	14.95%	17.97%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.63	0.19	-0.04	0.26	0.12
资产负债率	63.58%	56.51%	53.58%	61.02%	61.93%
流动比率	1.76	2.29	2.44	1.88	1.81
速动比率	0.37	0.61	0.68	0.21	0.22
每股指标					
EPS	1.37	0.71	1.00	1.84	2.31
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.39	0.69
每股经营现金流	-	-2.28	2.20	-3.33	2.28
每股净资产	10.82	9.48	10.53	12.09	13.71
每股销售收入	4.87	2.08	4.23	8.32	10.73
每股 EBITDA	1.73	0.78	1.42	2.61	3.16

资料来源：光大证券、上市公司

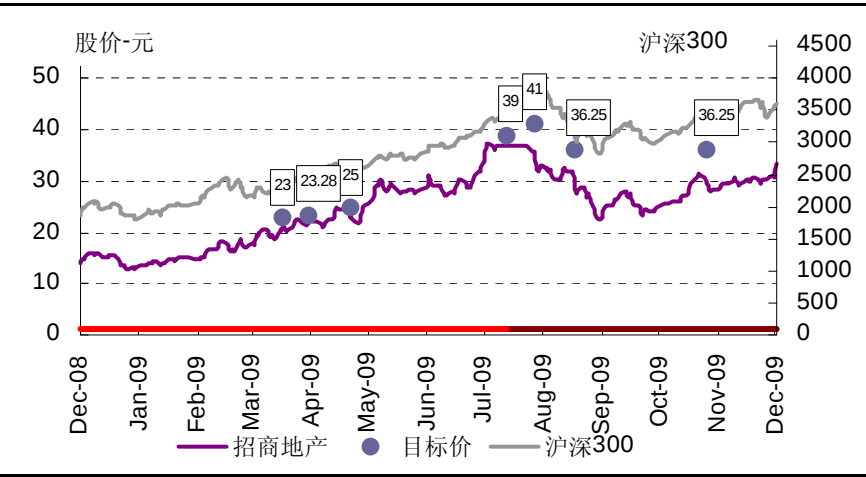
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

招商地产（000024）

分析师：翁非玉



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-02-20	61.00	80.00	中性
2008-09-01	13.59	15.00	增持
2009-03-18	20.75	23.00	增持
2009-03-31	21.41	23.28	增持
2009-04-23	23.00	25.00	增持
2009-07-11	36.90	39.00	买入
2009-07-28	35.90	41.00	买入
2009-08-18	32.02	36.25	买入
2009-10-27	30.88	36.25	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。