

评级：审慎推荐（维持）

房地产公司

研究报告

第一创业研究所

陈晓波 S1080209110063

电话：0755-2583 2872

邮件：chenxiaobo@fcsc.cn

净利增速超 100%，费用控制成效显著

——招商地产（000024）中报点评

报告要点：

- **2010 年上半年实现净利润 10.51 亿，实现 EPS 0.61 元/股，同比增速均超 100%** 上半年上市公司实现营业收入、归属上市公司股东净利润分别为 69.81 亿和 10.51 元，分别较去年同期增 142.76%和 115.71%，增速均超过 100%，实现 EPS 0.61 元/股，符合市场预期。
- **结算毛利小幅下降，费率下降明显** 上半年结算毛利为 40.9%，较去年同期下降约 2.5 个百分点，主要因房地产结算毛利从 48.0%下降至 42.8%；销售与管理费率明显下降，本期两项费率合计为 3.06%，较去年同期的 7.15%下降 4.1 个百分点，下降幅度超过 100%，显示公司在成本控制方面成效明显。
- **利润增速略低于收入增长；房地产业务收入占比提升** 利润增速较收入增速低，原因主要有四，一是相比同期，曦城项目合并报表导致收入增长明显，而利润影响不大，其二是结算毛利下降，从同期的 43%下降至 40.9%，其三是 NDF 的公允价值变动损益较上年同期增长较大，去年亏损约 1 亿元，而今年则盈利约 2000 万；其四是因合并报表导致少数股东权益增加。从收入结构上，房地产业务收入增长最快，增速达到 188.77%，其收入占比进一步提升。
- **珠三角区域为收入主要来源，未来占比有望下降** 从结算结构上看，珠三角依然是公司收入的主要来源，共结算收入 39.9 亿，其中的曦城贡献了 20.5 亿，占到珠三角的 50%和总收入的 30%。随着长三角、环渤海和中部项目逐渐进入收获期，公司未来对单一区域的依赖将有所降低。
- **土地储备突破 1000 万平米，奠定持续经营基础** 上半年公司新增土地储备 46 万平米，使得公司总土地储备超过了 1000 万平米，为公司持续经营奠定了坚实的基础。
- **预收账款充沛，业绩增长确定性高** 上半年公司共实现签约销售额 42.3 亿，中期结算后账面预收账款还剩余 82.96 亿元，其中约 40 亿将于 2010 年竣工结算。此外，公司还有超过 40 亿的现房待售，使得下半年可结算资源合计达到 80 亿元，2010 年盈利实现预期增长的概率很大。
- **短期偿债能力提升，债务长期化明显** 公司年中短期偿债能力有所提升，据报表数据得到流动比率与速动比率分别为 2.1 和 0.56，较同期的 1.87 和 0.50 提升明显，表明短期偿债能力增强了，而长期偿债指标——资产负债率则出现了小幅上升，从去年同期的 58.83%上升至 61.30%，长期偿债能力有所下降。从债务结构上看，债务长期化趋势明显，长期负债占有息负债的比重从 44.9%急剧上升至 75.50%，达到了历史最高水平。
- **盈利预测与投资建议** 预期公司 2010-2011 年可分别实现净利润 19.10 亿和 23.20 亿元，实现 EPS 分别为 1.12 和 1.35 元，7 月 26 日收盘价 18.52 元对应的市盈率分别为 16.5 倍和 13.7 倍，略高于行业平均水平；此外，考虑到公司下半年的销售情况尚有不不确定性，我们暂给予公司“审慎推荐”投资评级。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我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。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司	
深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层	
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718	
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn	
北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层	上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777	TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:100140	P.R.China:200120