

预期之中的高增长

—— 招商地产 2010 年中报点评

研究结论

- **业绩劲增在预期之中：**公司 2010 年上半年实现营业收入 69.8 亿，同比增长 143%；实现利润总额 18.3 亿，同比增长 194%；实现归属母公司净利润 10.5 亿，同比增长 116%。每股收益 0.61 元，最终收益略高于前期预增公告中披露的 0.58 元/股水平。公司上半年业绩的高增长主要缘自去年良好的销售业绩，大量预收款在上半年达到了确认收入条件。
- **销售业绩一般，期待下半年发力：**由于公司项目开发节奏和市场转冷等原因，公司上半年销售业绩一般，销售面积 28.75 万平米，签约销售金额 42.3 亿元，分别仅完成全年计划的 22%和 28%，也明显低于去年同期水平。从开发节奏来看，上半年新开工 9 个项目，开工面积 67 万平米，仅完成全年计划 290 万平米的 23%。公司下半年推盘量预计将超过 130 万平米，但由于下半年市场整体供应量将大幅增加，如何在竞争激烈的市场环境下实现理想销售业绩将对公司管理层带来考验。
- **土地市场表现稳健：**公司维持积极审慎、持续均匀获取土地的原则，上半年新增 3 宗土地储备，分别位于上海、佛山和漳州，公司所需支付地价款 13.3 亿，新增权益建面 23.5 万平米。进入 7 月，公司又在佛山获取 2 宗土地，合计权益建面约 11 万平米。
- **资金充裕，负债长期化：**10 年中期末公司账面货币资金余额 104 亿，较年初增加 9 亿。资金的增加主要来自筹资活动产生的现金流入，其中长期借款余额增加 38 亿，是资金增加的主要来源。由于销售业绩一般，上半年公司经营活动产生的现金流量为-20 亿。
- **公司估值极具优势：**假定房价涨跌幅=0%，贴现率=10%，得出公司 10 年末 NAV 为 22.57 元/股，P/NAV=0.82。公司目前 NAV 所隐含的房价跌幅为 17%，估值水平显著低于万科、保利和金地等其它一线地产公司。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.30 元、1.70 元和 2.23 元，对应 PE 分别为 14X、11X 和 8X。维持“买入”评级。


东方证券
ORIENT SECURITIES

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

杨国华

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 6078

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 7 月 26 日) 18.52 元

目标价格 29.40 元

总股本/A 股 (万股) 171730/137816

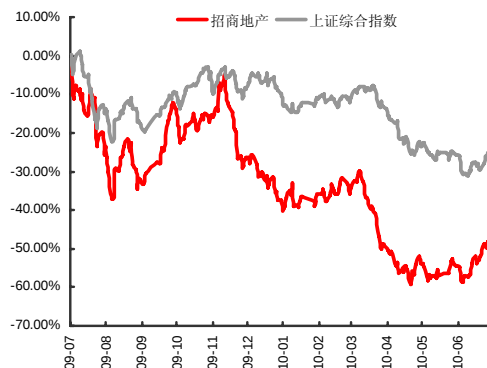
A 股市值 (百万元) 25524

国家/地区 中国

行业 房地产

报告日期 2010 年 7 月 27 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	14%	3%	-48%
相对表现 (%)	13%	16%	-23%

资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万)	10138	13701	17321	24359
主营业务利润 (百万)	2275	3460	4808	6470
净利润 (百万)	1644	2231	2918	3826
EBITDA (百万)	2442	3454	4868	6533
每股收益 (元)	0.96	1.30	1.70	2.23
净资产收益率 (%)	10.1%	12.1%	13.8%	15.5%
每股经营现金流 (元)	4.11	-0.24	0.12	0.89
市盈率(X)	19.34	14.26	10.90	8.31
EV/EBITDA(X)	12	8	6	4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	42636	46319	51416	54837	营业收入	10138	13701	17321	24359
现金	9489	10067	11654	13117	营业成本	5962	7932	8631	12485
应收账款	119	250	312	415	营业税金及附加	1623	1514	2746	3790
其他应收款	1927	1927	1927	1927	营业费用	285	402	564	833
预付账款	9	9	9	9	管理费用	209	435	547	754
存货	30461	33442	36890	38744	财务费用	-15	-40	26	28
其他流动资产	631	625	625	625	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5261	5222	5188	5153	公允价值变动收益	-104	0	0	0
长期投资	617	617	617	617	投资净收益	305	0	0	0
固定资产	300	275	246	213	营业利润	2275	3460	4808	6470
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	30	44	36	38
其他非流动资产	4345	4330	4325	4323	营业外支出	30	20	22	23
资产总计	47897	51542	56604	59990	利润总额	2274	3484	4822	6486
流动负债	23712	24584	25990	24555	所得税	519	821	1178	1621
短期借款	1373	2000	3000	3000	净利润	1754	2663	3643	4864
应付账款	2706	2706	2706	2706	少数股东损益	110	433	725	1038
其他流动负债	19634	19878	20285	18850	归属于母公司净利润	1644	2231	2918	3826
非流动负债	5883	6078	6280	6479	EBITDA	2442	3454	4868	6533
长期借款	5720	5920	6120	6320	EPS (元)	0.96	1.30	1.70	2.23
其他非流动负债	162	158	160	159					
负债合计	29595	30662	32270	31035	主要财务比率				
少数股东权益	2023	2456	3181	4219	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1717	1717	1717	1717	成长能力				
资本公积	8488	8488	8488	8488	营业收入	183.7%	35.2%	26.4%	40.6%
留存收益	6001	8146	10874	14458	营业利润	76.3%	52.1%	39.0%	34.6%
归属母公司股东权益	16279	18424	21152	24736	归属于母公司净利润	33.9%	35.7%	30.8%	31.1%
负债和股东权益	47897	51542	56604	59990	获利能力				
现金流量表					毛利率(N)	41.2%	42.1%	50.2%	48.7%
单位：百万元					净利率(N)	16.2%	16.3%	16.8%	15.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	10.1%	12.1%	13.8%	15.5%
经营活动现金流	7055	-417	211	1533	ROIC(%)	12.6%	15.5%	18.0%	20.6%
净利润	1754	2663	3643	4864	偿债能力				
折旧摊销	183	34	35	35	资产负债率(N)	61.8%	59.5%	57.0%	51.7%
财务费用	-15	-40	26	28	净负债比率(N)	-6.0%	-3.1%	-2.2%	-6.2%
投资损失	-305	0	0	0	流动比率	1.80	1.88	1.98	2.23
营运资金变动	5498	-3080	-3496	-3398	速动比率	0.51	0.52	0.56	0.66
其他经营现金流	-61	6	3	5	营运能力				
投资活动现金流	-446	11	0	0	总资产周转率	0.24	0.28	0.32	0.42
资本支出	76	0	0	0	应收账款周转率	86	71	59	64
长期投资	-870	-5	0	0	应付账款周转率	2.61	2.93	3.19	4.61
其他投资现金流	-1240	6	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-5189	984	1375	-70	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.30	1.70	2.23
短期借款	-2241	627	1000	0	每股经营现金流(最新摊薄)	4.11	-0.24	0.12	0.89
长期借款	-1087	200	200	200	每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.73	12.32	14.40
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-61	0	0	0	P/E	19.34	14.26	10.90	8.31
其他筹资现金流	-1800	157	175	-270	P/B	1.95	1.73	1.50	1.29
现金净增加额	1418	578	1586	1464	EWBITDA	12	8	6	4

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn