

招商地产 (000024)

试待土地资源优势如何演绎

——2010 年中报点评

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
	S0880209040413	S0880109074434

本报告导读:

公司上半年销售业绩一般,下半年可售量很大。但业绩保持较快增长;账面预售房款充足,业绩保障性强;具备突出的土地资源优势;大股东资产注入潜在预期。

投资要点:

- 中期实现 EPS 0.61 元,同比增长 116%,符合预期。上半年实现营业收入 69.8 亿元,同比增长 143%,其中地产销售收入 61 亿元,同比增长 189%;实现净利润 10.5 亿元,增长 116%。业绩高增长主要由于上半年可结算资源较多,其中深圳曦城三期结算 20.5 亿元,占比总结算收入的 35%,该项目结算单价 53000 元/平米。
- 资金状况良好,资产负债率保持 61%左右的水平,长债增加 38 亿。中期长期借款 95 亿元,较年初增加 38 亿;另外短期借款及一年内到期借款合计 31 亿,较年初增加 4 亿;现金高达 104 亿,较年初略增。
- 费用控制继续保持一贯的优秀水平,三项费用率仅 3.1%。上半年三项费用 2.2 亿元,同比下降 10%,上半年销售费用率低至 1.4%。
- 业绩保障性较强,10 年全年业绩基本锁定,在中期结算 61 亿销售额基础上,中报预收账款 83 亿元,预计可贡献 EPS 0.8-0.9 元左右。
- 上半年销售业绩一般,销售额 42 亿元,同比下降 41%。上半年 11 城市推出 21 个楼盘,销售面积 289 万平,销售额 42 亿元,均价 14700 元。其中面积、金额下降 54%、41%,均价涨 28% (09 上半年 10 个城市推出 19 楼盘)。预计全年 160 万平米销售计划受市场影响有压力。
- 上半年新开工 9 个项目,合计建筑面积 67 万平方米。公司 09 年末在建面积 357 万平米,计划 10 年在建面积超 600 万平米,从上半年的新开工情况看,全年可能将受市场影响有一定的进度压力。
- 预计 10、11 年 EPS 分别为 1.23、1.59 元,RNAV 20.5 元。公司具有大股东持续资产注入预期;同时作为 16 家地产主业央企之一,公司为老牌地产龙头之一,未来在整合方面可能将有一定的资源获取优势;业务结构兼具开发与出租等优势,现金流稳定,资金优势明显。维持增持评级,综合 PE 和 RNAV 估值,目标价 22 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,573	10,138	13,507	14,683	17,836
(+/-)%	-13%	184%	33%	9%	21%
经营利润 (EBIT)	780	2,059	3,187	4,048	4,734
(+/-)%	-34%	164%	55%	27%	17%
净利润	1,228	1,644	2,117	2,733	3,273
(+/-)%	6%	34%	29%	29%	20%
每股净收益 (元)	0.71	0.96	1.23	1.59	1.91
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.62	0.80	0.95

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	21.8%	20.3%	23.6%	27.6%	26.5%
市盈率	25.8	19.2	14.9	11.6	9.7
股息率 (%)	1.1%	1.1%	3.3%	4.3%	5.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.00

上次预测: 22.00

当前价格: 18.42

2010.07.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.26-36.10
总市值 (百万元)	31,633
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,717/646
流通 B 股/H 股 (百万股)	141/0
流通股比例	46%
日均成交量 (百万股)	16
日均成交值 (百万元)	266

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	17,179
每股净资产	10.00
市净率	1.8
资产负债率	61%

52 周内股价走势图



相关报告

《招商地产: 再融资方案修改, 10 年业绩保障性较强》

2010.04.20

《招商地产: 业绩锁定性良好》

2009.10.27

《招商地产: 业绩锁定性良好, 可售项目集中于深广》

2009.03.31

《招商地产: 大股东扶持力度大和异地项目将集中结算》

2008.09.02

《招商地产: 1+3 组合再显大股东资产注入魅力》

2007.03.15

表 1: 10 年业绩保障性较强

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2Q2009	2Q2010
主营业务收入增长率	5.6%	46.4%	-13.1%	183.7%	98.8%	142.8%
净利润增长率	49.8%	83.4%	6.0%	33.9%	122.6%	115.7%
经常性净利润增长率	22.2%	77.5%	-47.8%	194.3%	78.0%	143.9%
毛利率	37.7%	47.0%	41.3%	41.2%	43.4%	40.9%
ROE	18.2%	14.7%	8.3%	10.1%	3.2%	6.1%
三项费用率	7.4%	6.0%	12.9%	4.7%	8.3%	3.1%
净利率	22.5%	28.2%	34.4%	16.2%	16.9%	15.0%
存货周转率	0.21	0.13	0.09	0.20	0.06	0.12

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 现金充足, 上半年长债增加 38 亿元

(单位: 百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2Q2009	2Q2010
现金	1004.6	3588.1	7389.1	9489.5	8581.5	10390.6
每股经营性净现金流	-2.56	-4.74	-2.28	4.11	1.83	-1.16
预售房款	546.2	183.1	2731.5	9498.5	6520.8	8296.3
银行借款	4221	9617	12231	8397	10654	12603
银行借款/负债	47.9%	60.2%	57.8%	28.4%	44.8%	39.7%
速动比率	0.33	0.37	0.60	0.51	0.50	0.56
资产负债率	70.5%	63.6%	56.5%	61.8%	58.8%	61.3%
真实资产负债率	66.2%	62.8%	49.2%	42.0%	42.7%	45.3%
净负债率	132.8%	76.3%	32.6%	-6.7%	13.7%	12.9%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 3: 公司上半年结算项目主要利润来自于深圳曦城

项目名称	结算面积(万平米)	结算金额(万元)	结算单价(元/平米)
深圳曦城三期	3.86	205122	53140
上海招商南桥雅苑	8.61	95959	11145
上海招商雍华苑一期	4.56	54135	11872
佛山依云水岸	6.68	48563	7270
北京公园 1872	1.97	42604	21626
重庆江湾城一期	7	41087	5870
深圳兰溪谷二期	0.97	37751	38919
南京依云溪谷三期	3.97	34857	8780
深圳依山郡	2.17	15222	7015
深圳招商澜园	1.3	13006	10005

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

附表：业绩预测

(单位：百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E
一、营业总收入	2659.5	2809.3	4111.6	3573.2	10137.7	13507.0
营业收入	2659.5	2809.3	4111.6	3573.2	10137.7	13507.0
二、营业总成本	2118.8	2143.7	2934.9	3231.3	8064.0	10118.6
营业成本	1930.4	1750.9	2179.2	2097.8	5961.7	7707.3
营业税金及附加	100.8	183.5	512.9	265.0	1623.2	1816.9
销售费用	31.3	77.9	76.2	226.7	285.3	310.7
管理费用	92.7	119.5	160.8	203.2	208.5	283.6
财务费用	-36.5	10.7	10.6	30.9	-15.4	0.0
资产减值损失	0.0	1.1	-4.7	407.7	0.5	0.0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.0	-2.7	-50.6	145.5	-103.7	0.0
投资净收益	-35.9	92.9	201.1	802.8	304.6	50.9
四、营业利润	506.1	755.9	1327.2	1290.2	2274.6	3439.4
加：营业外收入	1.2	37.3	130.0	24.2	29.5	0.0
减：营业外支出	4.6	2.3	2.7	12.5	30.4	0.0
五、利润总额	536.0	790.8	1454.4	1301.9	2273.7	3439.4
减：所得税	96.1	127.9	259.3	209.9	519.3	859.8
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	439.9	662.9	1195.1	1092.0	1754.5	2579.5
减：少数股东损益	18.3	31.5	37.3	-135.6	110.3	463.0
归属于母公司所有者的净利润	421.6	631.4	1157.9	1227.6	1644.1	2116.5
股本	618.82	618.82	844.87	1717.3	1717.3	1717.3
EPS	0.68	1.02	1.37	0.71	0.96	1.23
主营收入增长率	-23%	6%	46%	-13%	184%	33%
净利润增长率	17%	50%	83%	6%	34%	29%
毛利率	27%	38%	47%	41%	41%	43%
三项费用率	3%	7%	6%	13%	5%	4%
净利润率	16%	22%	28%	34%	16%	16%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

作者简介:

孙建平: 经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科: 工学硕士，毕业于清华大学土木工程系，2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所，从事地产行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		