

分析师: 苏雪晶 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490209010200
联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

中期业绩增长符合预期

事件与点评

招商地产今日发布 2010 年中期报告, 其主要内容为:

- 2010 年上半年实现营业收入 69.81 亿元, 同比增长 142.76%; 实现营业利润 18.3 亿, 同比增长 201.18%; 实现归属上市公司股东净利润 10.5 亿元, 同比增长 115.71%。每股收益 0.61 元。

中报点评要点:

- 报告期内公司营业收入同比大幅增长的主要原因是报告期房地产结算较多所致; 营业利润同比增长超过营业收入的原因主要是子公司投资公允价值变动损益较去年增长较多; 归属母公司净利润低于营业利润增长主要是由于本期结算的房地产项目少数股东损益较多。公司一直以来房地产业务毛利率较高, 这得益于其大股东原有注入资产的优质性, 本期房地产业务毛利率达到 42.76%, 预计全年房地产开发业务毛利率在 44% 左右。预计公司全年营业收入方面同比增长在 27% 左右, 总体毛利率将略高于去年的水平在 42% 左右。
- 公司未来将稳步增加商业比重。其拥有约 70 万平米可租物业, 大部分集中在蛇口海上世界商业圈, 随着 2010 年蛇口地铁开通的临近及深港合作一体化的深入, 公司的商业出租物业增值空间非常广阔。报告期内, 09 年年末新增的出租物业---花园城中心南区及花园城数码大厦使得报告期内可出租面积较上年同期增加, 且南海意库 5 号楼出租率提高, 这样使得报告期内出租收入同比有所增加。另外, 公司之前资产主要来自大股东注资, 因此一直以来珠三角占公司资产比重一直较高。随着公司全国扩张珠三角的比重开始稳步下降, 二三线城市占比提高较快, 本期提高较快的原因是重庆江湾城一期首次结转收入。我们认为商业比重的增加以及二三线业务比重的上升将会加强公司经营的稳健性。当然, 其毛利水平可能会受到一定影响, 这点将在未来两年更加明显。
- 上半年, 公司在 11 个城市推出了 21 个楼盘, 实现销售面积 28.75 万平米, 签约销售金额 42.30 亿元; 与去年同比相比, 销售面积下降 54%, 销售金额下降 41%。从我们跟踪的部分楼盘来看, 与其他主流开发商相比招商上半年的销售略低于平均水平。同样的反映在预收账款方面, 期末每股预收账款为 4.8 元, 与一季度的 5.49 相比较下降了 13%。这部分预收账款预计提前锁定的 EPS 为 0.9 元左右。从预收账款的结构来看, 大部分将在今年实现结转。
- 公司一直以来秉承招商局稳健的风格, 因此相对来说其存货周转速度与行业其他龙头企业还有一定的差距, 我们通过数据比较可以看出招商与万科、保利在存货周转率方面有着不少的差距。随着公司未来优质资产结算完毕, 公司更多的进入二三线城市, 毛利率将不可避免的下降, 届时需要公司提高存货的周转率以维持净资产收益率。
- 根据我们了解 78 家央企的退出, 地产资源已开始流向保留的 16 家。招商地产作为 16 家中杰出代表, 将有可能获得新的机遇。如与招商局集团有过合作的中外运、中远等公司, 未来有望与招商地产进一步深度合作。根据公司的计划, 金九银十将是其推盘重要时点, 届时我们会重点关注。我们短期略调整了公司 10-11 年 EPS 分别为 1.18、1.49, 对应目前股价的 PE 为 15.67、12.45 倍, 维持“推荐”评级。

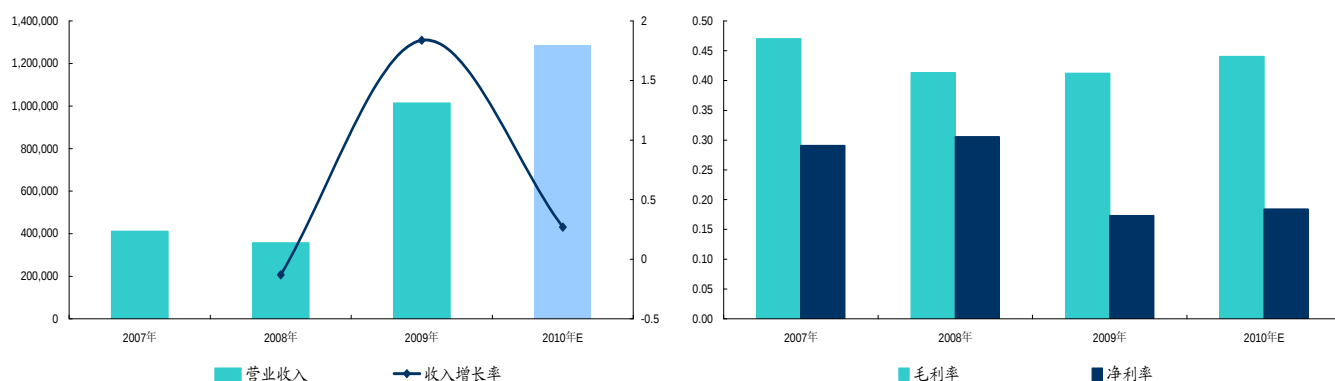
第一，业绩符合预期，毛利率维持高位

报告期内公司营业收入同比大幅增长的主要原因是报告期房地产结算较多所致；营业利润同比增长超过营业收入的原因主要是来自子公司瑞嘉投资实业有限公司投资公允价值变动损益较去年增长较多，去年同比为负 1.08 亿；另外归属母公司净利润低于营业利润增长主要是由于本期结算的房地产项目少数股东损益较多。

公司一直以来房地产业务毛利率较高,这得益于其大股东原有注入资产的优质性,本期房地产业务毛利率达到 42.76%,预计全年房地产开发业务毛利率在 44%左右。预计公司全年营业收入方面同比增长在 27%左右,总体毛利率将略高于去年的水平在 42%左右。

图 1: 招商地产营业收入

图 2: 招商地产收入利润率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 分业务毛利率情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减百分点
房地产开发销售	610,030	349,197	42.76%	188.77%	217.53%	-5.19%
出租物业经营	25,154	13,342	46.96%	5.68%	3.42%	1.16%
房地产中介	5,037	3,713	26.29%	-3.29%	-15.06%	10.20%
园区供电供水	32,127	23,671	26.32%	6.13%	9.92%	-2.54%
物业管理	19,905	16,547	16.87%	20.15%	24.14%	-2.67%
工程施工收入	5,335	5,275	1.22%	-	-	-

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 2 房地产主要项目结算情况

项目名称	结算面积(万平米)	结算金额(万元)
深圳曦城三期	3.86	205,122
上海招商南桥雅苑	8.61	95,959
上海招商雍华苑一期	4.56	54,135
佛山依云水岸	6.68	48,563
北京公园 1872	1.97	42,604

重庆江湾城一期	7.00	41,087
深圳兰溪谷二期	0.97	37,751
南京依云溪谷三期	3.97	34,857
深圳依山郡	2.17	15,222
深圳招商澜园	1.30	13,006

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司二三线区域比重上升，出租物业增长较快

如我们在 09 年年报点评做的判断一样，公司未来将稳步增加商业比重。目前拥有约 70 万平米可租物业，大部分集中在蛇口海上世界商业圈，随着 2010 年蛇口地铁开通的临近及深港合作一体化的深入，公司的商业出租物业增值空间非常广阔。

报告期内，09 年年末新增的出租物业---花园城中心南区及花园城数码大厦使得报告期内可出租面积较上年同期增加，且南海意库 5 号楼出租率提高，这样使得报告期内出租收入同比有所增加。

表 3：2009 年投资性物业概况

物业类别	可租面积	累计出租面积		出租率	
		2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
其中：公寓	11.07	92.18	101.31	69%	81%
别墅	6.59	59.49	68.9	75%	87%
写字楼	19.92	179.03	181.74	74%	75%
商铺	17.05	180.63	186.92	88%	95%
厂房及其它	15.63	149.93	149.08	82%	86%
合 计	70.26	661.26	687.95	79%	84%

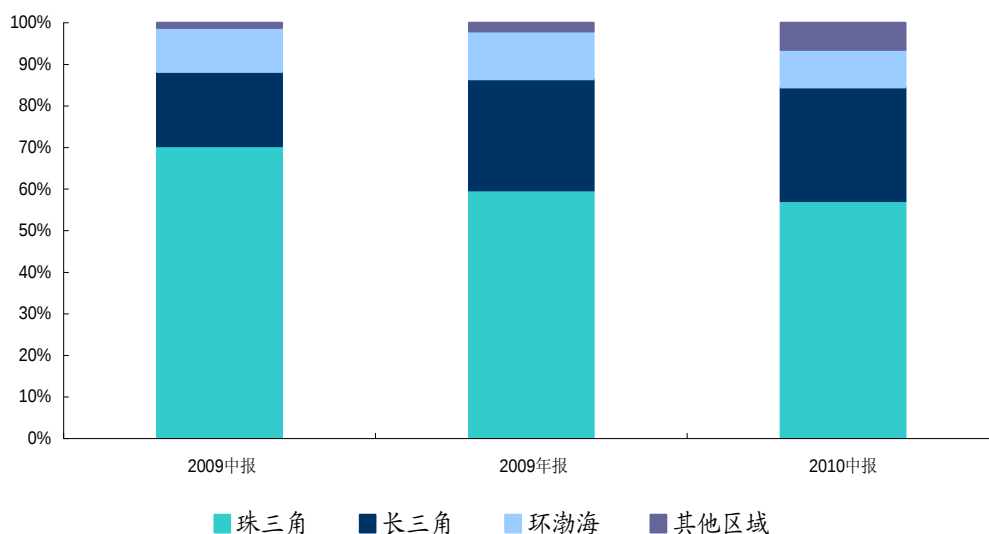
资料来源：公司公告，长江证券研究部

另外，公司之前资产主要来自大股东注资，因此一直以来珠三角占公司资产比重一直较高。近年来随着公司全国扩张珠三角的比重开始稳步下降，二三线城市占比提高较快，本期提高较快的原因是重庆江湾城一期首次结转收入。我们认为商业比重的增加以及二三线业务比重的上升将会加强公司经营的稳健性。当然，其毛利水平可能会受到一定影响，这点将在未来两年更加明显。

表 4：2010 年中期主营业务分地区情况

地 区	营业收入	比上年同期增减
珠三角区域	398,984	97.14%
长三角区域	190,762	271.46%
环渤海区域	63,291	107.21%
其他区域	45,078	1268.50%
合 计	698,115	142.76%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司分区域业务比重


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，公司上半年销售同比下降，业绩锁定性下降

上半年，公司在 11 个城市推出了 21 个楼盘，实现销售面积 28.75 万平米，签约销售金额 42.30 亿元；与去年同比相比，销售面积下降 54%，销售金额下降 41%。从我们跟踪的部分楼盘来看，与其他主流开发商相比招商上半年的销售略低于平均水平。

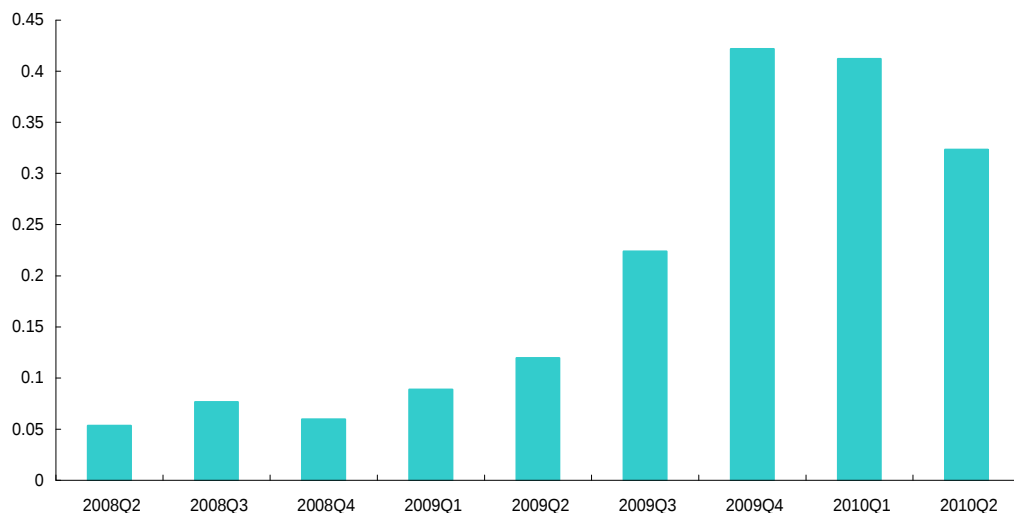
表 5：招商部分项目上半年销售情况

项目名称	城市	行政区域	销售状态	物业类型	开盘时间	2010 年以来 批准上市面积	2010 年以来 成交面积（平 米）	成交均价	成交金额 （万元）
招商上苑	北京	朝阳	在售	普通住宅	2009-11-1	-	1210	27664	3347
招商·海廷(招商海湾别墅)	上海	奉贤	在售	别墅	2010-5-8	13688	1603	30561	4899
招商南桥 1 号(招商南桥雅苑)	上海	奉贤	在售	公寓	2009-8-1	0	15095	12144	18331
招商·臻邸 (海德花园)	上海	宝山	在售	别墅	2009-5-1	0	1011	18871	1908
招商雍华府	上海	闵行	在售	普通住宅	2009-4-15	23179	6774	21250	14396
十悦 (招商澜园二期)	深圳	宝安	在售	普通住宅	2010-1-16	0	31633	13519	42765
花园城五期	深圳	南山	在售	普通住宅	2010-1-9	0	14612	26182	38257
金山谷国际社区	广州	番禺	在售	别墅	2008-9-29	64621	3437	21793	7491
招商钻石山(高层)	天津	南开	在售	公寓	2009-6-28	0	1799	22900	4121
招商小石城	苏州	吴中	在售	限价房	2010-3-1	75087	27809	10940	30423
依云溪谷 4 期	南京	栖霞	在售	别墅	2010-5-28	24566	1666	12778	2129
招商江湾城	重庆	江北	在售	普通住宅	2008-9-21	27745	25115	8839	22199
招商钻石山 (别墅)	天津	南开	在售	别墅	2008-6-1	0	1799	22900	4121
曦城 3 期	深圳	宝安	售罄	别墅	2009-9-23	0	1895	40671	7706
招商澜园一期	深圳	宝安	售罄	别墅	2009-9-23	0	31633	13519	42765
公园 1872	北京	朝阳	售罄	公寓	2008-6-28	-	1452	30625	4448
首座	成都	武侯	售罄	普通住宅	2006-9-2	422	422	15000	633
合计							168965		249936

资料来源：CREIS，长江证券研究部

我们如果将销售数据反映在预收账款方面，期末每股预收账款为 4.8 元，与一季度的 5.49 相比较下降了 13%。这部分预收账款预计提前锁定的 EPS 为 0.9 元左右。从预收账款的结构来看，大部分将在今年实现结转。

图 4：每股预收账款/股价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 6：预收账款明细

项目名称	期末数	期初数	预计竣工时间	预售比例
天津星城一期	580,458,390	539,347,212	2010 年	91%
北京公园·1872	2,108,712,290	1,609,282,424	2012 年	98%
佛山依云水岸一至二期	1,084,494,119	1,090,757,116	2011 年	90%
深圳招商澜园北区	907,787,593	691,948,950	2010 年	98%
天津星城二期(低密度)	244,866,051	-	2010 年	41%
北京溪城家园	813,390,292	563,964,405	2012 年	61%
重庆招商·江湾城一至二期	523,927,434	475,822,198	2010 年	73%
花园城五期	377,187,198	-	2010 年	57%
广州金山谷二期	323,082,199	318,212,200	2010 年	96%
珠海招商花园城一期	220,237,208	-	2010 年	75%
佛山依云上城一期	203,347,599	24,100,950	2010 年	60%
上海招商雍华苑一至二期	192,619,698	658,889,318	已竣工	67%
深圳曦城三期	151,093,498	2,014,274,540	已竣工	95%
漳州招商花园城一期	138,546,829	1,701,305	2011 年	92%
深圳海月华庭	89,874,826	2,762,368	已竣工	98%
广州金山谷三期 1 标	77,400,193	-	2010 年	9%
深圳兰溪谷二期	27,734,125	41,896,025	已竣工	86%

天津西康路 36 号项目	16,800,000	11,107,049	已竣工	72%
上海招商南桥雅苑	15,660,132	751,329,017	2010 年	89%
南京依云溪谷四期	9,980,601	347,394,769	已竣工	4%
上海海湾花园二期	8,121,731	-	2010 年	7%
漳州招商简筑	6,728,737	2,458,519	已竣工	100%
漳州依山海二期	1,385,532	759,573	已竣工	100%
深圳海景广场	1,328,637	1,328,637	已竣工	100%
深圳依山郡二至三期	771,660	149,215,837	已竣工	100%
其他	10,869,765	20,307,368		
合计	8,136,406,337	9,316,859,780		

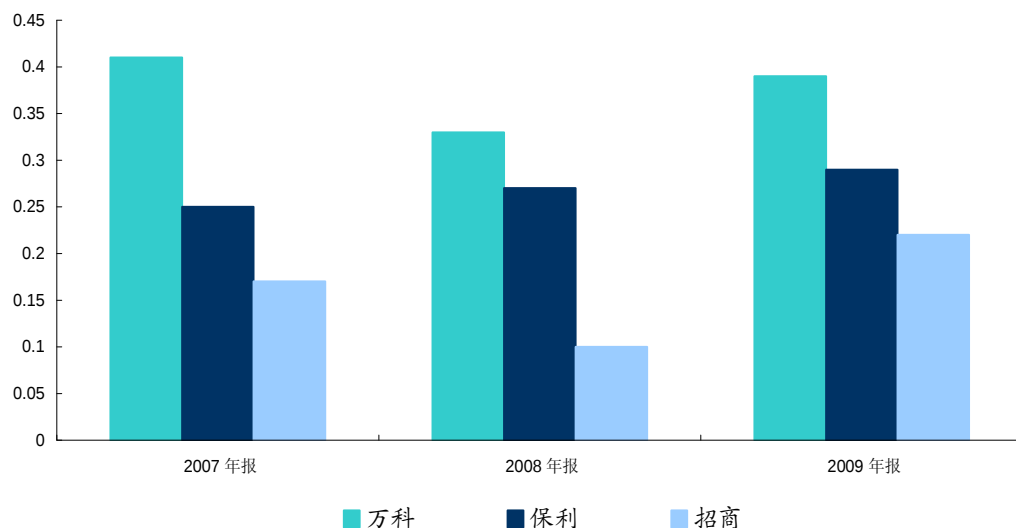
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，同期比较招商仍需提高周转速度

公司一直以来秉承招商局稳健的风格，因此相对来说其存货周转速度与行业其他龙头企业还有一定的差距，我们通过数据比较可以看出招商与万科、保利在存货周转率方面有着不少的差距。

随着公司未来优质资产结算完毕，公司更多的进入二三线城市，毛利率将不可避免的下降，届时需要公司提高存货的周转率以维持净资产收益率。

图 5：存货周转率比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 7：公司规划项目进度

项目名称	报告期投资额	项目进度	本期收益情况（注）
重庆弹子石项目	200,318	前期策划	
上海静园项目	172,258	前期策划	
佛山狮山项目	69,442	前期策划	

广州金山谷	21,278 二期及三期 1 标段已竣工验收,四期主体施工,五、六期前期策划	
成都招商•东城国际商务广场	20,941 前期策划	
北京公园·1872	20,345 二期 3 号楼已入伙,2、5 号楼主体施工,三期前期策划	实现毛利 13,518 万元
曦城三至五期	20,301 三期已入伙,四期已封顶	实现毛利 81,742 万元
佛山依云水岸	14,533 一期已入伙,二期主体施工,三、四期完成桩基施工	实现毛利 11,828 万元
苏州小石城	9,223 二、三期外墙施工,四期基础施工	
北京溪城家园	8,869 限价房已竣工,商品房处于前期策划	实现毛利 961 万元
珠海招商花园城二、三期	5,820 主体施工	
珠海招商花园城一期	5,233 外墙施工	
北京康拉德酒店	5,062 主体施工	
佛山依云上城	4,320 一期主体施工,二期桩基施工	
漳州招商花园城	3,835 一期主体施工	
兰溪谷二期二号地块	3,429 专项验收阶段	
招商海湾花园	3,316 一期竣工验收,二期工程收尾,三期基础施工准备	
海德花园二至四期	3,257 三期南主体封顶,四期施工设计	实现毛利 1,204 万元
重庆招商花园城	3,131 前期策划	
深圳招商果岭花园	2,588 前期策划	

资料来源：公司公告

第五，关注央企整合和金秋销售，维持“推荐”评级。

根据我们了解 78 家央企的退出，地产资源已开始流向保留的 16 家。招商地产作为 16 家中杰出代表，将有可能获得新的机遇。如与招商局集团有过合作的中外运、中远等公司，未来有望与招商地产进一步深度合作。根据公司的计划，金九银十将是其推盘重要时点，届时我们会重点关注。我们短期略调整了公司 10-11 年 EPS 分别为 1.18、1.49，对应目前股价的 PE 为 15.67、12.45 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10138	12875	14806	18508	货币资金	9489	14678	19015	25525
营业成本	5962	7467	8588	10734	交易性金融资产	6	6	6	6
毛利	4176	5407	6219	7773	应收账款	2045	1429	1643	2054
% 营业收入	41.2%	42.0%	42.0%	42.0%	存货	30461	31394	33588	37320
营业税金及附加	1623	1738	1777	2221	预付账款	9	11	14	17
% 营业收入	16.0%	13.5%	12.0%	12.0%	其他流动资产	625	948	921	1152
销售费用	285	425	415	518	流动资产合计	42636	48466	55187	66073
% 营业收入	2.8%	3.3%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	209	322	311	389	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.5%	2.1%	2.1%	长期股权投资	617	617	617	617
财务费用	-15	31	54	70	投资性房地产	2788	2788	2788	2788
% 营业收入	-0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	固定资产合计	319	344	361	371
资产减值损失	0	-8	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	-104	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	305	0	0	0	递延所得税资产	290	0	0	0
营业利润	2275	2899	3662	4575	其他非流动资产	1242	1242	1242	1242
% 营业收入	22.4%	22.5%	24.7%	24.7%	资产总计	47897	53462	60200	71096
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	2676	0	0	0
利润总额	2274	2899	3662	4575	应付款项	2963	3907	4644	5806
% 营业收入	22.4%	22.5%	24.7%	24.7%	预收账款	9498	12102	13918	17397
所得税费用	519	725	916	1144	应付职工薪酬	163	218	259	324
净利润	1754	2174	2747	3431	应交税费	590	690	754	942
归属于母公司所有者					其他流动负债	7821	10491	12209	15261
的净利润	1644.1	2029.2	2563.7	3202.5	流动负债合计	23712	27408	31784	39729
少数股东损益	110	145	183	229	长期借款	5720	5720	5720	5720
EPS（元/股）	0.96	1.18	1.49	1.86	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	162	162	162	162
经营活动现金流净额	7055	8265	4835	7116	负债合计	29595	33290	37666	45611
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	16279	18004	20183	22905
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	13	0	0	0	少数股东权益	2023	2168	2351	2580
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	18302	20172	22534	25485
固定资产投资	-75	-64	-59	-56	负债及股东权益	47897	53462	60200	71096
其他	-384	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-446	-64	-59	-56		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.957	1.182	1.493	1.865
股权融资	339	0	0	0	BVPS	9.48	10.48	11.75	13.34
银行贷款增加（减少）	-4432	-2676	0	0	PE	19.34	15.67	12.41	9.93
筹资成本	1095	-336	-439	-551	PEG	0.78	0.63	0.50	0.40
其他	-2191	0	0	0	PB	1.95	1.77	1.58	1.39
筹资活动现金流净额	-5189	-3012	-439	-551	EV/EBITDA	13.37	7.69	4.92	2.56
现金净流量	1420	5188	4338	6510	ROE	10.1%	11.3%	12.7%	14.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。