

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

招商地产

000024

强烈推荐

高位蓄水、厚积薄发

投资要点:

■ **多年深耕, 资源、开发与品牌价值高位蓄水、厚积薄发。**公司以深圳为核心, 成为“住宅开发+商业持有”的全国性房地产综合开发商, 开发实力居全国前16位。05-09年归属母公司净利润复合增长41%。07年完成全国布局, 业态囊括中高端住宅、综合体以及优质物业经营。形成了梯度系列产品。“社区综合开发+绿色地产”独特品牌优势是参与全国竞争、提升附加值的核心竞争力。

■ **低成本资源储备充足, 全国布局进入收获期, 短中期高增长有保障。**规划建面1271万平方米, 权益建面904万平方米的开发资源遍布三大经济圈、中西部核心区。57%的资源成本不到售价的25%, 68%的资源位于土地稀缺城市, 开发价值和增值潜力巨大。开发业务正呈厚积薄发之势, 预计开发毛利率在40%以上, 6年结算收入复合增长30%。可贡献净利润433亿元, 每股净利润25.2元, RNAV15.27元。未来大量商业地产的开发也将使持有物业规模和收益爆发性增长, 并优先享受以此带来的融资创新便利。

■ **应对调控游刃有余, 依托股东资源和自身优势, 融资能力强, 支撑长期高增长。**“以量定价”销售, 稳定销售高端产品, 稳健均匀拿地, 财务管理稳健、现金充裕, 管理成本控制行业一流, 正以更为灵活的手段谋求更长远的发展。

■ **获取资源前景看好, 长期高增长无忧。**“住宅开发+商业持有”先发优势、成熟社区开发经验在参与全国竞争时优势凸显。成本控制得当、负债率低, 为日后储备提升留足了空间。股东资源雄厚, 是公司获取质优价廉资源的重要保障。

■ **股东实力雄厚助推长期高增长。**公司是招商局唯一的房地产运作平台, 资产仅占集团的18%, 房地产业务更快更好的发展是集团的要求。集团资源三个看点: 蛇口再造、前海开发和漳州开发区。集团已确定在深圳再投资600亿元, 发展前海湾保税港区、前海合作区综合开发, 海上世界综合体、太子湾邮轮母港等等项目, 公司将在其中发挥重要作用。深圳市区新增用地耗竭, 而集团在蛇口、前海拥有建面超过564万平方米的优质用地, 根据股改承诺, 将以合理价格给公司开发, 若全部给公司2011-2020年开发, 预计将贡献净利339亿元, 即每股19.71元, 相当于目前未结资源的0.78倍的收益, 增厚RNAV11.61元, 增厚总RNAV的36%, 公司长期增长显著受益。

■ **今年两年业绩锁定。**10-12年EPS1.20元、1.54元和2.04元, RNAV32.69元4.9折交易(开发类15.27+持有物业7.94+账面净值9.48), 房价下跌30%, RNAV22.93元, 安全边际极高, 我们坚定看好公司短中长期投资价值, 是资产配置的首选, 股价存在一轮价值修复的行情。6个月合理股价26元, RNAV8折, 12个月合理股价32.7元, RNAV0折。提升评级至“强烈推荐”。短中长期催化因素众多, 短期: 销售超预期、前海规划11H出台、购进集团海上世界资产。中长期: 全国性布局进入收获期, 持续购入集团资源, 蛇口旧改启动、厦漳大桥通车、漳州项目取得突破等等因素。

6-12个月目标价: 26.00元

当前股价: 15.95元

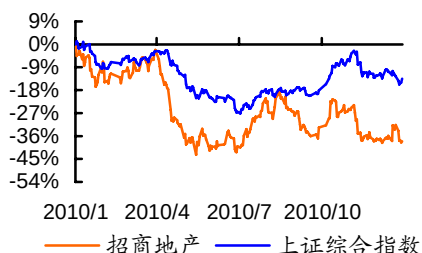
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2808.08
总股本(百万)	1717
流通股本(百万)	826
流通市值(亿)	132
EPS (TTM)	1.23
每股净资产(元)	10.66
资产负债率	61.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
招商地产	-0.06	-7.96	7.82
上证综合指数	-0.43	5.74	17.08



相关报告

《招商地产-3季报符合预期, 11年业绩基本锁定》2010-10-18

《招商地产-中报业绩靓丽登场, 持续高增长可期》2010-7-27

《招商地产-销售业绩远超预期, 盈利增长稳步攀升》2010-4-21

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10138	12534	15943	20213
同比(%)	184%	24%	27%	27%
归属母公司净利润(百万元)	1644	2054	2648	3498
同比(%)	34%	25%	29%	32%
毛利率(%)	41.2%	41.4%	41.8%	42.1%
ROE(%)	10.1%	11.3%	12.8%	14.7%
每股收益(元)	0.96	1.20	1.54	2.04
P/E	18.36	14.70	11.40	8.63
P/B	1.85	1.66	1.46	1.26
EV/EBITDA	12	9	7	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、高位蓄水、锋芒初露的全国性综合开发商	5
1.1 强大的股东背景	5
1.2 以深圳为核心的全国性房地产综合开发商	5
1.3 建立了“住宅开发为主，商业地产经营为辅”的业务模式	7
二、资源、开发与品牌价值厚积薄发	8
2.1 获取资源能力强，资源储备充足，成本低廉	8
2.1.1 资源储备充足，成本低廉	8
2.1.2 资源布局于三大经济圈及中西部核心城市，并将逐步推进储备区域的分散化	9
2.1.3 主要项目所在城市住宅用地供不应求，资源稀缺性凸显	10
2.1.4 发挥自身优势，坚持积极稳健的拓展策略，项目储备前景看好	11
2.2 住宅开发定位中高端，品牌优势突出，市场认同度高	14
2.2.1 国内“绿色地产技术”的领跑者	14
2.2.2 成熟突出的“社区综合开发”经验	15
2.3 高增长可期	15
2.3.1 05-09 年销售收入和结算收入复合增长率分别达 83%和 50%	15
2.3.2 预计 10 年、11 年房地产开发结算收入增长 27%，30%	15
2.3.3 未来 6 年高增长盈利持续释放	16
2.4 高毛利率可维持	17
2.5 估值优势明显	18
2.5.1 投资价值严重低估	18
2.5.2 价值仍存在较大提升空间	18
2.5.3 安全边际高	19
三、融资能力强，支撑长期高增长	21
3.1 多次在资本市场获得融资机会，未来依然会得到资本市场的青睐	21
3.2 依托集团，获取低成本稳定的外币借款	21
3.3 与各大商行建立了总行级战略合作关系，长期借款竞争优势突出	22
3.4 探索多元融资，成功通过保险资金、投资基金获得新融资机会	22
四、应对调控游刃有余	23
4.1 面对调控公司积极应对，游刃有余	23
4.2 行业中长期向好趋势不变	25
4.3 公司“住宅开发+商业持有”模式在行业中占得先机	26
4.3.1 实力弱小的住宅开发销售型企业面临一定的困境	26
4.3.2 “住宅开发+商业持有”模式是大型房地产开发商的必然选择	26
4.3.3 公司“住宅开发+商业持有”的模式初具规模，占得先机	26
五、股东雄厚的优质资源助推公司长期高增长	27
5.1 控股股东将加大对公司的支持力度，推动公司加速发展	27
5.2 蛇口再造	29
5.2.1 蛇口再造的背景	29
5.2.2 公司受益分析	29
5.3 前海开发	32
5.3.1 前海开发的背景和目标	33

5.3.2 前海开发的规划和进度	33
5.3.3 前海开发立足实际、切实可行	36
5.3.4 公司受益分析	37
5.3.5 小结：蛇口再造和前海开发受益分析.....	37
5.4 漳州开发区——“第二蛇口”	39
5.4.1 发展定位	39
5.4.2 发展现状	39
5.4.3 公司受益分析	40
5.4 控股股东的资源保守估计将带来目前结算资源 0.76 倍的收益.....	41
六、市场关注的焦点和可能存在的风险	41
6.1 市场关注的焦点	41
6.1.1 低周转高毛利的销售策略渐成历史.....	41
6.1.2 过往经营保守将获得有效改善	42
6.2 可能存在的风险	42
七、盈利预测、估值与投资建议	42
7.1 盈利预测	42
7.2 估值	42
7.3 投资建议	43

图 表

图 1：公司股权结构图	5
图 2：公司在全国的开发布局	6
图 3：2010 年上半年主营业务收入占比分区域情况.....	6
图 4： 主营业务收入结构变化	8
图 5：公司历年土地储备增长情况（单位：建筑面积万平米）	9
图 6：公司土地储备区域分布	10
图 7：公司土地储备城市分布	10
图 8：公司主要项目所在城市住宅用地供求情况.....	11
图 9：房产开发业务成长性良好，10-11 年业绩锁定.....	16
图 10：08 年起，新开工面积增至每年 200 多万平方米.....	16
图 11：业绩高增长持续	16
图 12：成本控制突出	16
图 13：万科营业收入和总市值增长情况	17
图 14：保利地产营业收入和总市值增长情况	17
图 15：公司毛利率情况	18
图 16：综合毛利率比较	18
图 17：长期借款情况.....	22
图 18：房地产行业周期波动情况	24
图 19：10 年 8 月份之后公司房地产销售量价齐升.....	24
图 20：现金充裕.....	24
图 21：速动比率比较.....	24

图 22: 真实资产负债率比较	24
图 23: 净负债率比较	24
图 24: 三费占比比较	24
图 25: 公司出租物业经营业务租金收入稳步提高	27
图 26: 2009 年招商局集团总资产行业分布图	28
图 27: 再造新蛇口规划	29
图 28: 深圳市城市总体规划 (2010-2020 年) 确定了“双中心”的发展方向	33
图 29: 前海区域及其周边城市环境	35
图 30: 前海地区区位图	35
图 31: 漳州开发区区位图	40
图 32: 漳州开发区规划图	40
图 33: 公司 PE-Bands 资料来源: Wind、中投证券研究所	44
图 34: 公司 PB-Bands 资料来源: Wind、中投证券研究所	44
表 1: 09 年度中国房地产企业销售金额 TOP20	7
表 2: 10 年前三季度中国房地产企业住宅销售金额 TOP20	7
表 3: 公司近两年新增项目 单位 (万平方米, 元/平方米)	12
表 4: 公司项目列表 单位 (万平方米)	13
表 5: 开发类项目估值表 (单位: 万平方米、元/平方米、万元)	19
表 6: RNAV 预测	20
表 7: RNAV 对开发类项目售价变动的敏感性分析	20
表 8: 截至 2010 年上半年公司外币借款统计 (单位: 亿元)	22
表 9: 旧改案例: 华建片区旧厂房改造	30
表 10: 海上世界综合体剩余项目开发价值估算 (单位: 万平方米, 元/平方米, 万元)	31
表 11: 写字楼估值参照深圳市近两年甲级写字楼售价情况	31
表 12: 太子湾国际邮轮母港综合体规划 (单位: 万平方米)	32
表 13: 邮轮母港综合体建面 113 万平米开发价值估算 (万平方米, 元/平方米, 万元)	32
表 14: 前海用地开发价值估算 (万平方米, 元/平方米, 万元)	37
表 15: 海上世界、太子湾和前海项目开发价值估算 (单位: 万平方米, 元)	38
表 16: 公司目前在蛇口的开发项目情况 (单位: 万平方米, 元/平方米)	38
表 17: 房价变动对公司开发类 RNAV 的敏感性分析 (单位: 元)	38
表 18: 未来 6-12 月合理股价 (单位: 元)	43

风险提示:

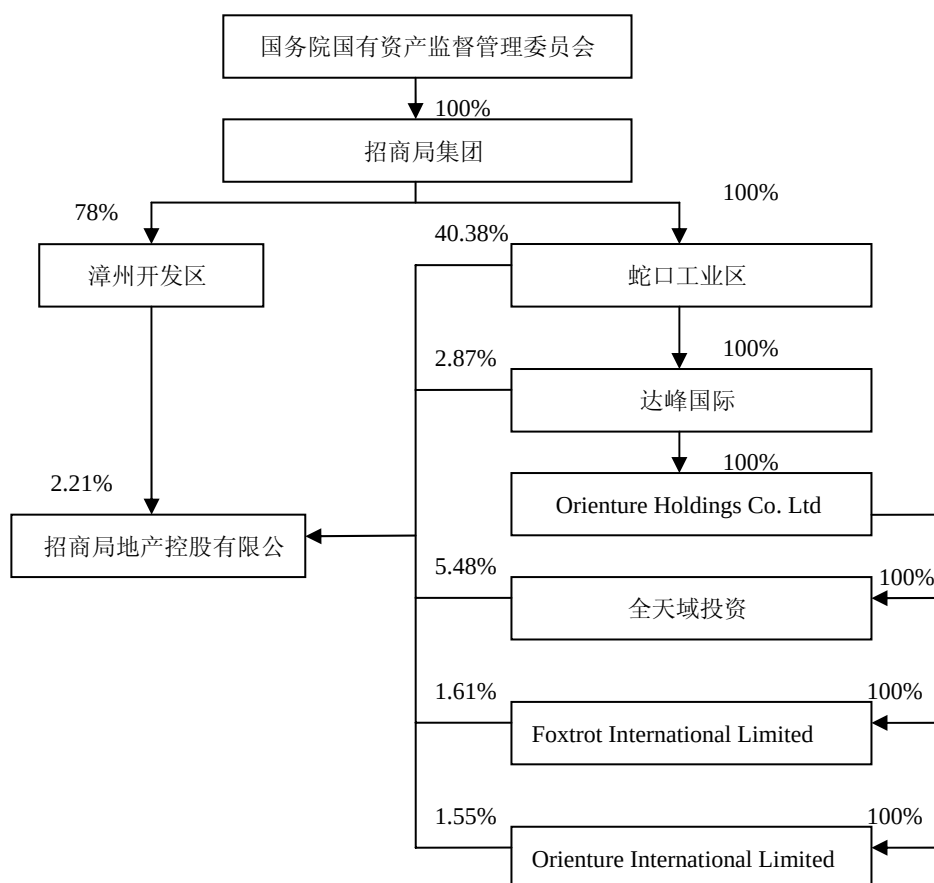
土地储备集中于一线和重点二线城市, 短期内受房地产调控政策冲击较大。政策调控时间过长抑制需求带来的风险。

一、高位蓄水、锋芒初露的全国性综合开发商

1.1 强大的股东背景

招商地产于 1984 年在深圳成立，是招商局集团三大核心产业之一的地产业旗舰公司，也是中国最早的房地产公司之一。公司的实际控制人招商局集团持有公司约 54% 的股权。公司的控股股东招商局蛇口工业区有限公司是招商局集团的全资子公司，持有公司 53.61% 的股权。招商局集团的控股子公司漳州开发区持有公司约 2% 的股权。强大的股东背景使公司在获取资源和资金支持方面具有明显优势。

图 1：公司股权结构图



资料来源：上市公司、中投证券研究所

1.2 以深圳为核心的全国性房地产综合开发商

公司自 2004 年开始走出蛇口，进军全国，经过近 7 年的努力，已初步完成以三大经济圈为核心的全国性布局。2010 年上半年珠三角区域、长三角区域、环渤海区域营业收入占比分别为 57%、27% 和 9%，其它区域占比 6%。业态囊括中高端住宅开发、综合体开发以及持有物业的经营。

根据易居公布的数据，公司房地产开发09年取得157亿元的销售额，获“2009年度中国房地产企业销售金额TOP20”前16名。10年前3季度实现销售金额95亿元，获“2010年前三季度中国房地产企业住宅销售金额TOP20”前20名。由于公司大多数项目在下半年上市，我们预计，到10年底，公司将实现近150亿元的销售额，其销售排名仍有提升空间。

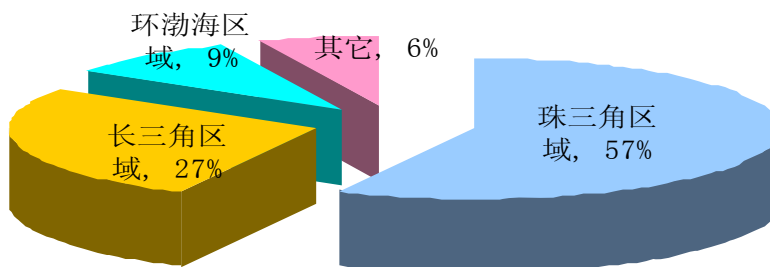
未来，全国市场的深拓和深圳市的城市升级将支持公司各项业绩实现持续高速增长。

图 2: 公司在全国的开发布局



资料来源：上市公司、中投证券研究所

图 3: 2010年上半年主营业务收入占比分区域情况



资料来源：上市公司、中投证券研究所

表 1: 09年度中国房地产企业销售金额TOP20

排名	企业名称	2009全年度金额(亿元)
1	万科	630
2	绿城	510
3	保利地产	430
4	中海外	413
5	绿地	360
6	恒大	307
7	华润置地	249
8	富力	241
9	世纪金源	236
10	碧桂园	212
11	金地	205
12	世茂房地产	198
13	龙湖	187
14	中信地产	180
15	雅居乐	164
16	招商地产	157
17	合生创展	150
18	远洋地产	137
19	福建融侨	135
20	星河湾	130

表 2: 10年前三季中国房地产企业住宅销售金额TOP20

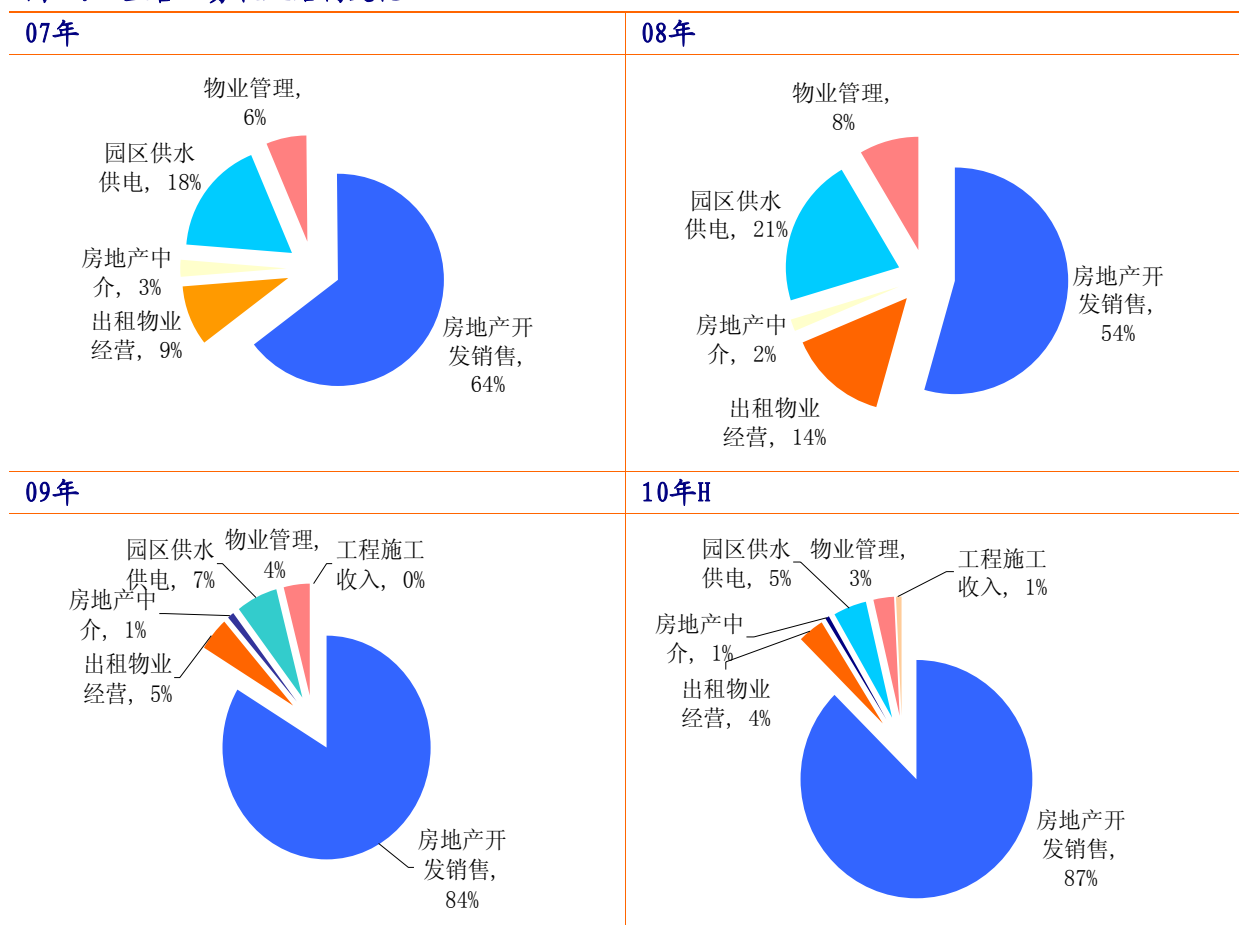
排名	企业名称	销售金额(亿元)
1	万科集团	714
2	保利地产	414
3	中海外	399
4	恒大地产	375
5	绿地集团	367
6	绿城中国	326
7	富力地产	217
8	碧桂园	215
9	龙湖集团	180
10	雅居乐	170
11	世茂房地产	163
12	中信地产	155
13	金地集团	150
14	华润置地	134
15	远洋地产	130
16	融侨金辉集团	122
17	世纪金源	120
18	复地集团	104
19	首都开发	96
20	招商地产	95
	合景泰富	95

资料来源：中国房产信息集团、中投证券研究所

1.3 建立了“住宅开发为主，商业地产经营为辅”的业务模式

公司的主营业务较为多元化。房地产开发销售是目前公司的核心业务，物业出租经营、物业管理、房地产中介和工程施工是辅助，园区供水供电是将要逐步退出的业务。2010年6月，公司向大股东转让持有的深圳招商水务有限公司的100%股权，将园区供水业务剥离。2009年房地产开发销售收入和出租物业经营收入占营业收入比重分别为84%和5%，且未来其比重将进一步加大。未来公司“住宅开发为主，商业地产经营为辅”的经营模式还将维持一段时期，预计最终将转向“住宅开发+商业开发与持有”的模式。由于“住宅开发销售”模式面临一定的发展瓶颈和商业地产领域开始呈现日趋明朗的商机，向“住宅开发+商业开发与持有”模式转型将成为国内大型地产开发商的必然选择。公司在这方面占得先机，并将显著受益于这一发展趋势。

图 4： 主营业务收入结构变化



资料来源：上市公司、中投证券研究所

二、资源、开发与品牌价值厚积薄发

2.1 获取资源能力强，资源储备充足，成本低廉

2.1.1 资源储备充足，成本低廉

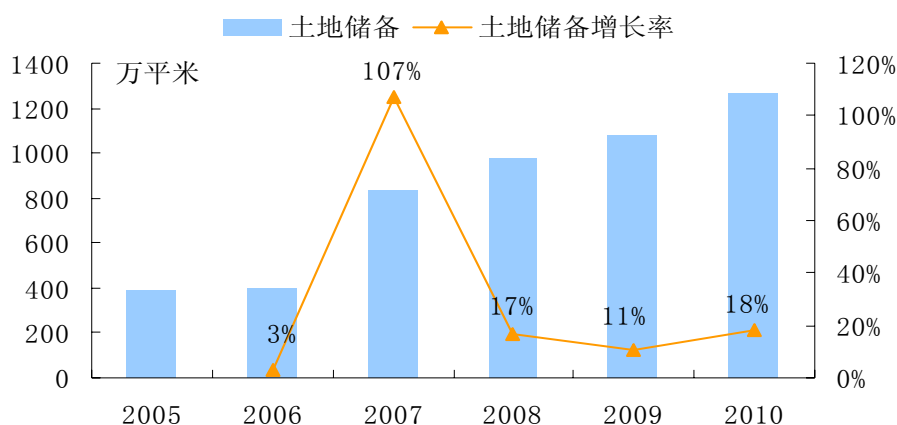
06年公司土地储备仅为402万平方米。07年，公司通过向大股东非定向增发、债务融资、剥离非核心业务等方式获取资金，以合作竞拍、直接投资或股权收购等方式，先后在深圳、佛山、番禺、苏州、上海、重庆以及漳州取得14个项目共447.53万平方米的土地储备，实现了土地储备的倍增，初步完成了全国性布局。此后，公司以每年新增100多万平方米的速度扩充土地储备。目前，公司拥有53个储备项目，规划建面1271万平方米，权益建面904万平方米。其中，在建项目39个，建面925万平方米，拟开发项目14个，建面346万平方米。凭借突出的资源优势，公司房地产开发销售业务的收入和利润提升空间正呈厚积薄发之势。

- a) 相对于大量的土地储备，公司目前的结转速度显得不够快，未来提升空间极大。即使是收入爆发性增长的2009年，公司全年结转面积也只

有62万平方米。而公司储备面积达1271万平方米，扣除可能用于出租经营的174万平方米商业建面，公司未来可供销售结转建面1097万平方米，可支持6年30%的复合增长。因此，若公司能持续加速开发，收入高增长可期。

- b) 57%的土地储备是在07年及更早的年份获取，成本优势毋庸置疑。近几年土地价格呈飞速上涨的势头，加之核心地段土地的稀缺性，这些土地本身已大幅增值，成本优势非常明显。目前，公司土地储备平均楼面地价约2900元/平米，其中在建项目楼面地价2600元/平米左右，拟开发项目楼面地价3900元/平米左右。上述拟开发项目主要分布于深圳、上海、重庆、佛山、厦门等发达的一、二线城市的核心地段，相对于上述城市目前的房价，土地成本优势突出毋庸置疑。公司2009年住宅平均售价达12247元/平米，土地成本仅占售价的不到四分之一。受益于土地成本优势，公司仍将维持高毛利率，高利润增长率。

图 5：公司历年土地储备增长情况（单位：建筑面积万平方米）



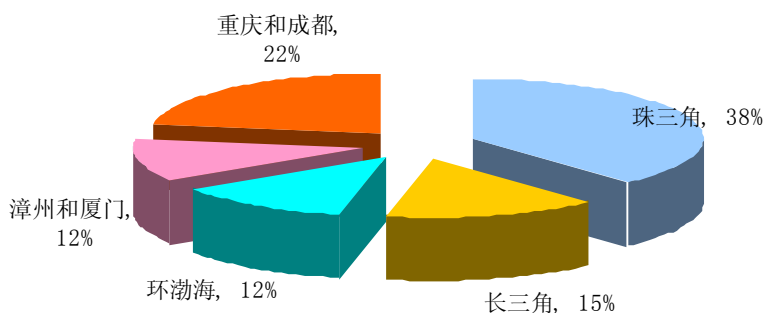
资料来源：上市公司、中投证券研究所

2.1.2 资源布局于三大经济圈及中西部核心城市，并将逐步推进储备区域的分散化

从区域上来看，公司土地储备布局全国化初具规模，主要分布在五个区域：珠三角区域、重庆和成都、长三角区域、环渤海区域、漳州和厦门。由于公司从深圳起步，深入开拓广东地区，珠三角区域仍是核心，占 38%。但公司的土地储备区域集中度在逐步降低。公司近两年在重庆、成都、厦门等城市大量增加储备，就是有利的信号。目前重庆和成都、漳州和厦门两个区域的土地储备占比已达到 22%和 12%。储备的分散化有助于降低区域风险，实现更加稳定的增长。

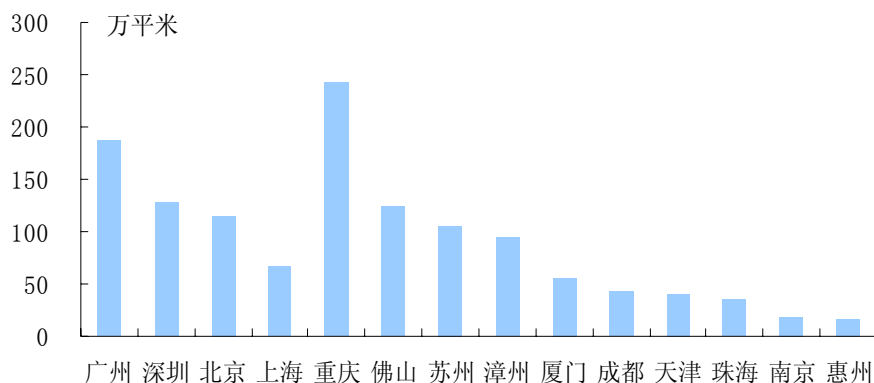
从城市来看，公司已进入全国 14 个城市，主要集中于深圳、广州、北京、上海四个一线城市和天津、重庆、佛山、苏州、南京、厦门等经济较发达二线城市以及漳州开发区。其中一线城市土地储备占 39%，二、三线城市占 61%。这符合公司定位于中高端住宅和发展优质商业地产的业态战略。

图 6：公司土地储备区域分布



资料来源：上市公司、中投证券研究所

图 7：公司土地储备城市分布



资料来源：上市公司、中投证券研究所

2.1.3 主要项目所在城市住宅用地供不应求，资源稀缺性凸显

从下图可见，08年以来，广州、深圳、北京、上海等一线城市和重庆、苏州、南京等重点二线城市，相对于旺盛的需求，新增住宅用地供应严重不足，而且随着城镇化的发展未来的土地供应将明显减少，土地的稀缺性凸显。公司68%的土地储备位于以上七个住宅用地稀缺的城市，土地开发价值和增值潜力巨大。

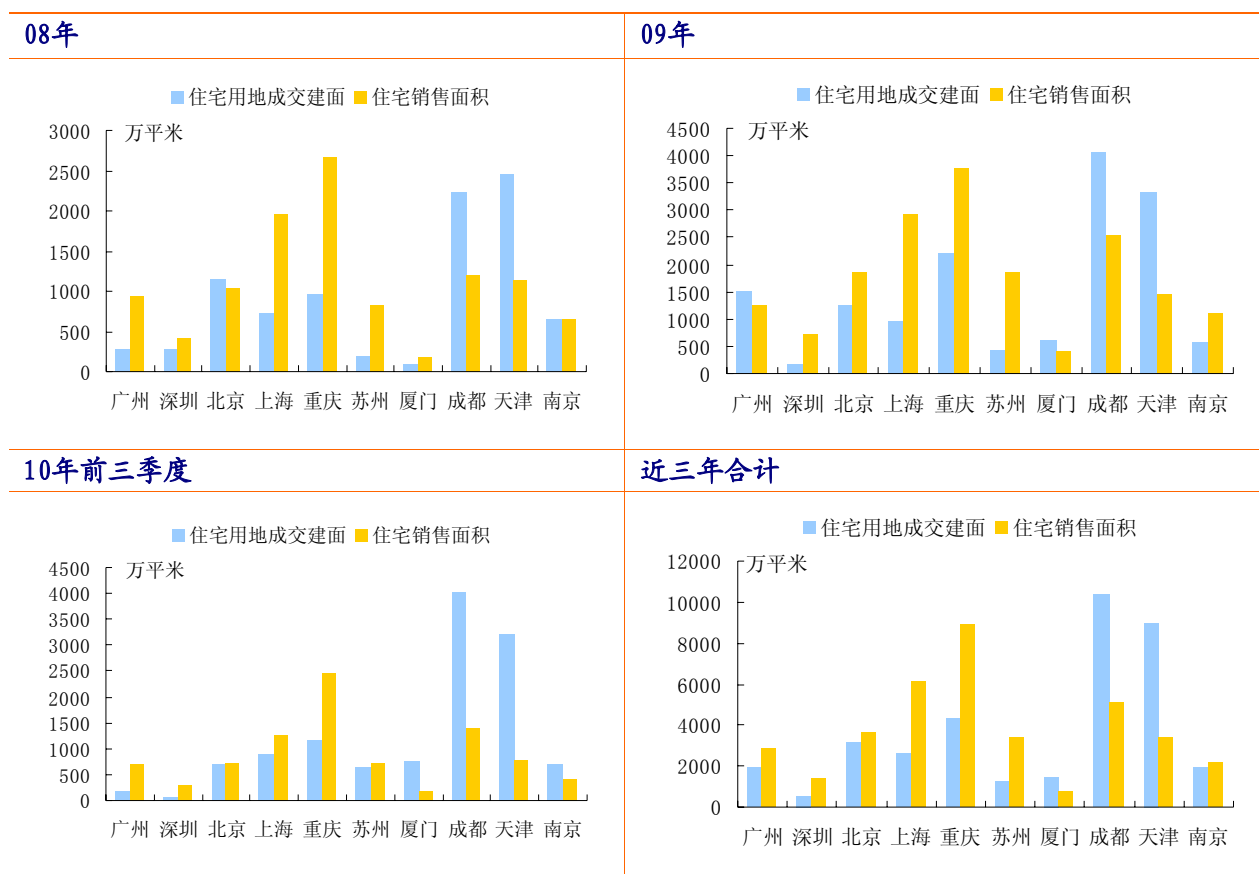
这里值得特别关注的是深圳市。近三年来深圳市住宅用地成交建面仅为507万平方米，且逐年锐减，而住宅销售面积高达1409万平方米，住宅用地供求比接近三倍，供需缺口巨大。而深圳市关内的土地利用已接近极限，未来只能通过城市更新逐步盘活存量土地，土地供给增长将更加缓慢，深圳关内的住宅用地的稀缺性将更加突出。

公司起步于深圳，位于深圳的土地储备比例为11%，且集中于蛇口等核心区域，受益于城市的发展和粤港合作示范区前海的建设增值潜力巨大。更重要的是，控股股东在深圳蛇口和前海地区还拥有大量优质稀缺资源，根据股改时

控股股东对上市公司的承诺“不与上市公司同业竞争”，上述有商业开发价值的用地地块均将逐步出让给公司进行开发，公司在深圳市区的资源竞争优势相当突出。

在全国获取竞争优势突出的城市的稀缺资源的同时，近年公司还积极开拓新的市场，在厦门、成都、天津、漳州、佛山等土地供应较充足、机会更多的二三线城市储备大量优质资源，为公司深入全国发展做准备。

图 8：公司主要项目所在城市住宅用地供求情况



资料来源：中指、中投证券研究所

2.1.4 发挥自身优势，坚持积极稳健的拓展策略，项目储备前景看好

公司未来获取资源的优势主要体现在以下四个方面：

- 先发的“住宅开发为主、商业地产为辅”业务模式，使公司在获取住宅用地或综合用地中具有突出的竞争优势。随着城市发展和城市规划的调整，近年来的新出让项目，特别是旧城改造项目，商业配套的比重呈现上升趋势。这对于仅专注于住宅开发的企业是一个挑战，而对于公司来说则是一个历史的机遇。
- 公司拥有成熟的社区综合开发经验，在争取大项目时具有优势。
- 控股股东土地资源丰富，为公司提供了获取质优价低的资源的机会。
- 公司的资产负债率水平在业内是最低之一，资金杠杆仍有很大的提升

余地，为公司加大储备留足了空间。

在立足于发挥自身优势，并增强抵御行业周期波动风险的能力的基础上，公司制定了积极稳健的拓展策略，近两年并未在行业亢奋期盲目扩张。

- a) 控制拓展节奏和成本，根据市场变化因时因地采取多渠道、灵活的拓展方式。在行业亢奋期，积极寻找二三线城市的发展机会。在行业低谷期，重点关注一线城市中可能出现的拓展机会。积极采取合作、股权收购等方式，在降低成本和分散风险的前提下做到有质量、有效益的扩张。
- b) 对于一线城市着重关注旧改带来的新机会，在拓展机会较多、成功率相对较高的二线城市继续捕捉新的机会；依托集团和大股东的支持，倚靠其完整业态，积极争取大面积的土地资源；更多的关注大型综合用地的储备机会。

2009 年公司一二线城市新增6幅土地，总建面196.5万平米，其中3幅通过合作竞拍获得，1幅通过股权收购获得，其余2幅通过挂牌方式取得。从土地用途来看，有3幅是商住混合用地，1幅是商业用地，仅有2幅是单纯的住宅用地。新增储备面积196万平米，权益建面108万平米，平均楼面地价4400元/平米。

2010年至今，公司新增9幅土地，总建面161.5万平米，主要位于成都、厦门、佛山、漳州等二、三线城市以及深圳上海一线城市2幅。新增的9幅土地中，5幅通过合作竞拍获得，3幅通过挂牌或竞拍方式取得，1幅向控股股东购买。从土地用途来看，有4幅是商住混合用地，2幅是商业用地，仅有3幅是单纯的住宅用地。新增储备面积162万平米，权益建面113万平米，平均楼面地价4560元/平米。

经过07年的洗礼，08年以来公司拓展项目冷静，购置成本控制得当，年拓展规模也控制在200万平米以内。从公司近两年所购入的一二线城市的开发资源的情况来看，公司并没有在土地市场最亢奋时期参与竞购拿地，而是在土地市场回归理性时以竞拍底价介入拿地，09年12月购入的重庆弹子石145万平米的项目即是很好的例证。目前房地产调控下全国土地市场溢价率回落给公司带来了逢低吸纳优质资源的好机会，加上控股股东雄厚资源，公司未来项目储备前景看好。

表 3: 公司近两年新增项目 单位（万平米，元/平米）

取得时间	城市	区域	项目	权益	拿地方式	土地用途	规划建面	楼面地价
2010-11-12	成都	成华区	成华区 2010-101 项目	100%	竞拍	住宅	35.63	4417
2010-10-21	厦门	集美区	2010JTP01 地块	50%	合作竞拍	住宅兼容批发零售	33.94	2982
2010-9-8	厦门	集美区	J2010P08 地块	100%	挂牌	住宅兼容批发零售	22.52	4552
2010-7-23	佛山	南海区	桂城 A21 街区项目	50%	合作竞拍	住宅兼容批发零售	12.08	4803
2010-7-20	佛山	南海区	桂城 A18 街区项目	50%	合作竞拍	住宅兼容批发零售	10.36	5055
2010-6-30	漳州	开发区二区	2010-B1 地块	100%	挂牌	商服	4.29	2096
2010-6-21	深圳	蛇口	海上世界船前广场项目	100%	向大股东	商服	1.19	9391
2010-2-26	上海	松江区	静园项目	55%	合作竞拍	住宅	10.47	16378
2010-1-27	佛山	南海区	狮山项目	50%	合作竞拍	住宅	31.02	2193
2009-12-30	重庆	南岸区	弹子石项目	50%	合作竞拍	住宅及商服	145	3450

2009-12-17	成都	成华区	招商-东城国际商务广场	100%	挂牌	商业	6.49	3157
2009-12-17	南京	栖霞区	G67 项目	100%	挂牌	住宅及商服	12.89	10784
2009-11-26	惠州	江北区	惠州江北项目	50%	股权收购	住宅	17.26	980
2009-9-17	天津	河东区	靖江路项目	50%	合作竞拍	住宅及商服	12.02	5333
2009-9-10	深圳	宝安区	尖岗山六期	50%	合作竞拍	住宅	2.82	18861

资料来源：上市公司、中投证券研究所

表 4：公司项目列表 单位（万平米）

在建项目

序号	项目	城市	城区	房屋类型	权益	规划建面	未结转面积	权益未结转面积
1	兰溪谷二期	深圳	蛇口	住宅	100%	14.75	6.38	6.38
2	依山郡	深圳	蛇口	住宅	100%	23.42	3.91	3.91
3	海月华庭	深圳	蛇口	住宅	100%	7.60	1.04	1.04
4	科技大厦二期	深圳	蛇口	办公	100%	4.26	4.26	4.26
5	花园城五期	深圳	蛇口	住宅	100%	2.71	2.71	2.71
6	雍景湾	深圳	蛇口	住宅	100%	12.93	12.93	12.93
7	招商局广场	深圳	蛇口	商业办公	100%	6.80	6.80	6.80
8	深圳美伦公寓	深圳	蛇口	公寓	100%	1.94	1.94	1.94
9	曦城三至五期	深圳	宝安区	住宅	50%	19.65	19.65	9.83
10	招商澜园	深圳	宝安区	住宅	100%	22.28	22.28	22.28
11	招商观园	深圳	宝安区	住宅	100%	22.22	22.22	22.22
12	金山谷	广州	番禺区	住宅	100%	106.64	102.31	102.31
13	番禺创新科技园	广州	番禺区	商业办公	51%	83.94	83.94	42.81
14	佛山依云水岸	佛山	禅城区	住宅	50%	45.90	43.02	21.51
15	佛山依云上城	佛山	禅城区	住宅	50%	26.83	26.83	13.42
16	珠海招商花园一期（A）	珠海	香洲区	住宅	51%	12.30	12.30	6.27
17	珠海招商花园二，三期（B）	珠海	香洲区	住宅	100%	22.12	22.12	22.12
18	招商雍华苑	上海	闵行区	住宅	100%	13.76	13.76	13.76
19	招商南桥雅苑	上海	奉贤区	住宅	100%	9.86	9.86	9.86
20	海德花园	上海	宝山区	住宅	60%	24.42	21.14	12.68
21	招商海湾花园	上海	奉贤区	住宅	100%	10.62	10.62	10.62
22	依云溪谷	南京	仙林区	住宅	100%	14.51	6.03	6.03
23	南京 G67 项目	南京	栖霞区	住宅及商服	100%	12.89	12.89	12.89
24	依云水岸	苏州	相城区	住宅	100%	18.78	3.24	3.24
25	苏州小石城	苏州	吴中区	住宅	60%	92.90	85.78	51.47
26	苏州唯亭	苏州	工业园	住宅	50%	16.90	16.90	8.45
27	公园 1872	北京	昌平区	住宅	100%	32.29	30.09	30.09
28	北京溪城家园	北京	昌平区	住宅	50%	51.56	51.56	25.78
29	北京立水桥珑原	北京	昌平区	住宅	50%	30	30	15
30	北京康拉德酒店	北京	朝阳区	酒店	60%	3.50	3.50	2.10
31	天津西康路 36 号	天津	和平区	住宅	75%	3.40	1.30	0.98
32	天津星城	天津	南开区	住宅	100%	31.00	28.28	28.28
33	天津靖江路项目	天津	河东区	住宅及商业	50%	12.02	12.02	6.01
34	重庆招商江湾城	重庆	江北区	住宅	100%	45.34	45.34	45.34

35	重庆招商花园城	重庆	北部新区	住宅	100%	51.93	51.93	51.93
36	漳州招商花园城	漳州	开发区	住宅	51%	13.70	11.22	5.72
37	漳州卡达凯斯项目	漳州	开发区	住宅及商业	51%	67.80	67.80	34.58
38	假日 365	漳州	开发区二区	住宅及商业	51%	10.37	10.37	5.29
39	成都招商-东城国际商务广 场	成都	成华区	商业	100%	6.49	6.49	6.49
在开发项目小计						1010.33	924.76	689.32
拟开发项目								
序号	项目名称	城市	城区	房屋类型	权益	规划建 面	未结转 面积	权益未结 转面积
1	伍兹公寓	深圳	蛇口	公寓	100%	3.20	3.20	3.20
2	招商果岭花园	深圳	蛇口	住宅	100%	16.00	16.00	16.00
3	深圳尖岗山六期	深圳	宝安区	住宅	50%	2.81	2.81	1.41
4	海上世界船前广场	深圳	蛇口	商业	100%	1.19	1.19	1.19
5	佛山狮山项目	佛山	南海区	住宅	50%	31.01	31.01	15.51
6	佛山桂城 A18 街区项目	佛山	南海区	住宅及商业	50%	10.37	10.37	5.18
7	佛山桂城 A21 街区项目	佛山	南海区	住宅及商业	50%	12.07	12.07	6.04
8	上海静园项目	上海	松江区	住宅	55%	10.48	10.48	5.76
9	重庆弹子石项目	重庆	南岸区	住宅及商业	50%	145.00	145.00	72.50
10	成华区 2010-101 项目	成都	成华区	住宅	100%	35.63	35.63	35.63
11	漳州 2010-B1 地块	漳州	开发区二区	商业	100%	4.29	4.29	4.29
12	惠州江北项目	惠州	江北区	住宅	50%	17.26	17.26	8.63
13	厦门 J2010P08 地块	厦门	集美区	住宅及商业	100%	22.52	22.52	22.52
14	厦门 2010JTP01	厦门	集美区	住宅及商业	50%	33.95	33.95	16.97
拟开发项目小计						345.78	345.78	214.83
可结算资源总计						1356.11	1270.54	904.15

资料来源：上市公司、中投证券研究所

2.2 住宅开发定位中高端，品牌优势突出，市场认同度高

公司定位于一线城市和重点二三线城市中高端住宅的开发。从已获取的资源来看，容积率低于 1.2 的项目占 21%，大多数项目都有一定比例的独栋或联排别墅。公司注重人文关怀，产品以高品质、舒适度、差异化见长，随处可见“家在情在”的理念。并形成了独具特色的业态，包括高档别墅、大型综合社区以及核心地段小高层等，形成了“依云、依山、溪谷、花园城、江湾城、海*花园、*园”等等有梯度的产品系列。经过多年的积累，公司的“绿色地产技术”+“社区综合开发”优势，被业界广泛认可，成为中高端住宅产品的核心竞争力。

2.2.1 国内“绿色地产技术”的领跑者

早在2002年，公司总经理林少斌就将走“绿色地产”之路确立为公司的发展战略。经过多年努力，已经确立了在业内的领先地位。公司通过采用温湿度

独立控制空调、太阳能光伏电池、集中新风系统等节能技术，建造出像深圳泰格公寓、南海意库等一批高舒适、低能耗的绿色建筑，并获得了行业认可和高度的评价。公司还设立了绿色技术标准，包括必选技术和可选技术，实现了绿色技术应用的标准化。此外，公司于2004年至2010年连续举办了七届“中外绿色地产论坛”。作为目前中国绿色开发领域学术水平最高、影响力最大的公益性国际会议之一，论坛的举办极大地增强了公司“绿色地产”品牌的影响力。

随着世界范围内资源能源的日趋枯竭和城市化副作用的显现，亲近自然、绿色“低碳”的生活方式的正在为更多的人所认同。领先的“绿色地产技术”开发和应用，将显着提升公司在住宅产品市场上的吸引力和盈利空间。

2.2.2 成熟突出的“社区综合开发”经验

社区综合开发也是公司突出的优势所在。蛇口11平方公里的土地就是最好的证明。如今，蛇口后海已成为深圳最美和最宜居的地区之一。社区综合开发的优势主要体现在大面积的新区开发中。很多城市的新区开发建设呈现无序状态：组团布局散乱，配套设施不完善，自然风光被破坏。社区综合开发提供了一套最为合适的综合解决方案：统筹规划住宅和产业、商业设施布局，使业主的居住、就业和娱乐购物需求可以在同一社区内得到满足；以低密度的住宅处理方式使优美的自然景观得以延伸，实现建筑与环境和谐相生。

“综合社区开发和绿色地产技术”已成为公司异地扩张的核心竞争力。广州金山谷、苏州小石城、重庆江湾城、北京公园1872、北京珑源等大型社区开发项目正在建设销售中。公司还创造性地将绿色地产技术应用融入到社区综合开发中，打造“绿社区”品牌。标志性的项目是广州金山谷，该项目曾荣获2009年联合国“人居最佳范例奖”，这是我国唯一当选的获奖项目，标志着公司在绿色地产技术和社区综合开发方面不仅在国内领先，而且已达到国际先进水平。

2.3 高增长可期

2.3.1 05-09年销售收入和结算收入复合增长率分别达83%和50%

公司在稳健经营的同时保持着较高的增长率。公司05-09年房地产销售金额从13亿元提升至148亿元，复合增长率达83%；结算收入从17亿提升至85亿，复合增长率达50%，过去5年房地产业务成长性良好。05-09年归属母公司净利润由4.2亿增至16.4亿，复合增长率41%。

2.3.2 预计10年、11年房地产开发结算收入增长27%，30%

受调控影响，10-11年公司房地产销售收入增速放缓，预计10年销售收入接近150亿元，基本达到年初预期，与09年的销售持平。随着北京珑原、深圳雍景湾、重庆花园城等等高总价项目入市，11年的销售有望增长30%以上。

预计公司10、11年房地产开发结算收入分别为108亿元、140亿元，分别增长27%和30%。10年3季度末，公司已实现房地产结算收入约83.4亿元，尚余预收款96.7亿元，完全锁定10年业绩。10年1-11月公司签约销售金额达123亿元，预计全年公司房地产签约销售金额可达150亿元，11年的业绩锁定。

2.3.3 未来6年高增长盈利持续释放

a) 全国性布局进入持续收获期，可售资源丰富，房地产销售收入增长潜力巨大。

07年公司大量拿地，土地储备倍增，初步完成了全国性布局。08年起公司开发提速，新开工面积从每年100多万平米提高到200万多平米左右。2010年新开工面积达290万平米，预计2011年新开工面积不低于2010年。09年起，全国性供应开始释放，可售资源持续快速增长，10年中期在建面积超过600万平米，到10年底可售项目建面超过100万平米。09、10年获取的项目11年都将陆续开工建设。公司项目储备充足，可满足未来6年结算收入和归属母公司的净利润年复合增长30%的需要，增长后劲充足。

b) 受房地产调控影响，短期内可售资源将累积，若政策调控趋缓，房地产销售收入有望重现爆发性增长。

受房地产调控影响，公司短期内销售受一定影响，但产品售价坚挺，可售资源进一步累积。一方面，公司项目主要集中于一二线城市的核心地段，且产品多以中高端稀缺住宅为主，保值增值潜力大，不必通过低价销售实现收入。另一方面，公司财务稳健，低负债经营，长短期偿债压力小，且有出租物业经营等带来稳定的现金流，在土地稀缺，主要城市土地成本不断上升的背景下，不必完全依赖快速周转来回避可能带来的资金问题。

图 9：房产开发业务成长性良好，10-11年业绩锁定

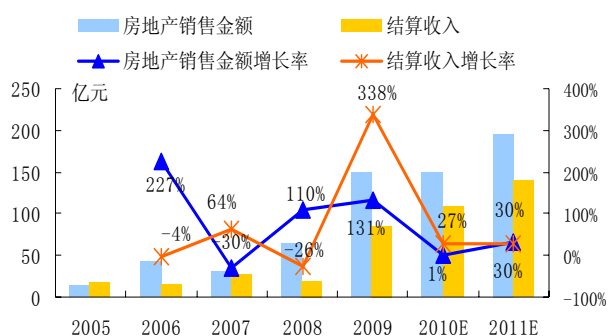


图 11：业绩高增长持续

图 10：08年起，新开工面积增至每年200多万平米

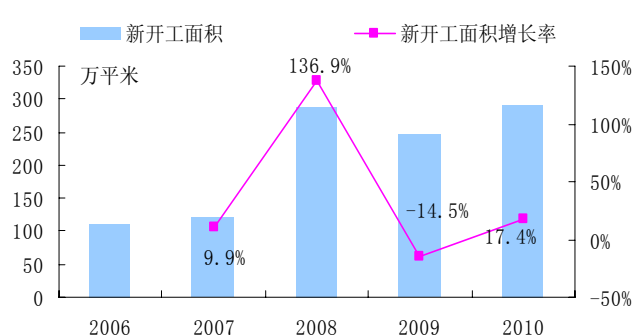
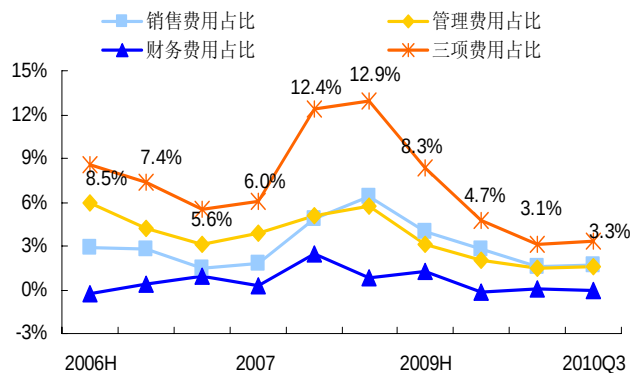
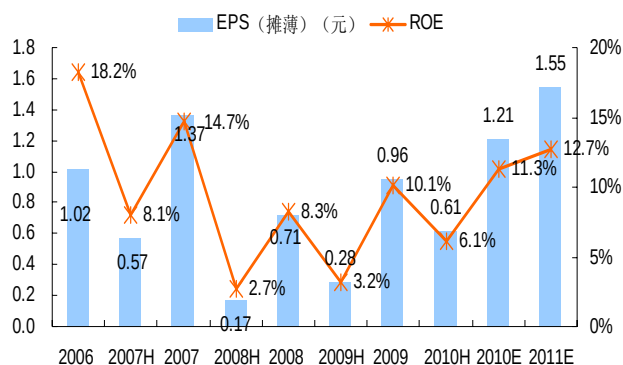


图 12：成本控制突出



资料来源：上市公司、中投证券研究所

一旦政策调控趋缓，行业回暖，公司累积可售资源将集中释放，房地产销售金额、结算收入和净利润都将出现爆发性增长。公司的历史表现也证明了这一点。在行业从低谷重回顶峰的 2009 年，公司房地产销售收入增长率高达 338%，远远超出同等规模的房地产企业。

c) 未来几年随着公司营业收入的高增长，市值可望快速增长

公司 09 年房地产营业收入达到 84.9 亿元，较 08 年增长 338%。预计 2010 年房地产营业收入将突破 100 亿元，达到 108 亿元。目前公司总市值较小，仅为 271 亿元左右。经验表明，房企营业收入 100-500 亿元的阶段，是市值增长最快的阶段。05 至 09 年，万科营业收入从 106 亿增至 489 亿元，年复合增长率达 47%，总市值从 160 亿元增至 1189 亿元，年复合增长率达 65%，总市值增速高于营业收入。保利地产营业收入从 08 年的 155 亿元增至 09 年的 230 亿元，增长率达 48%，总市值从 353 亿元增至 788 亿元，增长率达 123%。据此推算，预计未来几年，公司房地产结算收入年复合增长率有望达到 30-40%，总市值年复合增长率有望达到 50%。

图 13: 万科营业收入和总市值增长情况

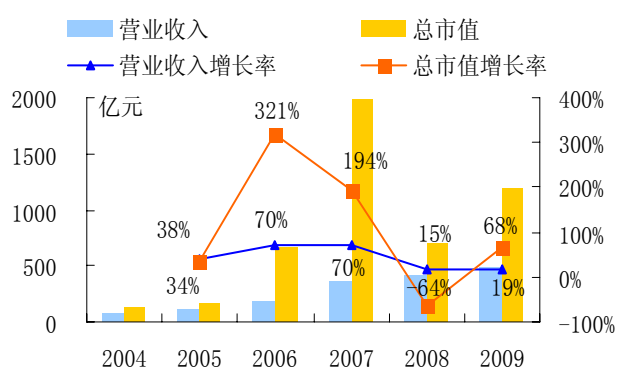
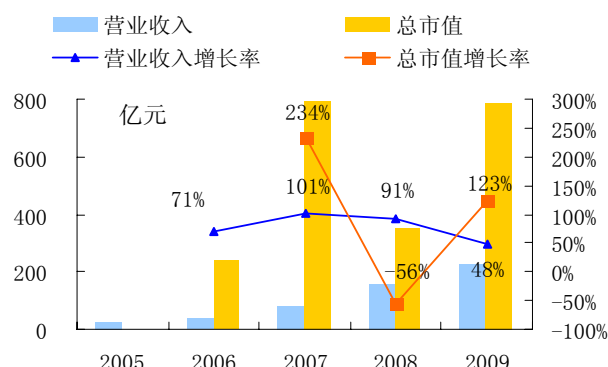


图 14: 保利地产营业收入和总市值增长情况



资料来源：上市公司、中投证券研究所

2.4 高毛利率可维持

受益于低廉的资源价格和产品的品牌优势，公司的毛利率水平一直在同行业中处于领先水平，2010年上半年公司综合毛利率为41%，其中房地产开发销

售业务毛利率43%，与2009年基本持平。2010年全年的销售均价有所提升，11年的结算毛利仍有提升空间。预计公司尚余近1000万平米的结算资源仍将给公司房地产开发销售业务带来43%以上的高毛利率。

- a) 公司产品以中高端住宅为主，在“绿色地产”和“社区综合开发”方面具有强大的竞争力和品牌优势，产品价格具有强大竞争力。
- b) 公司拿地策略稳健，保持了低成本的竞争优势。公司目前的开发资源楼面地价约2900元/平米，而公司09年、10年上半年结转均价分别为13600、14800元/平米，尚余预收款的均价也超过14000元/平米。

因此，尽管短期内行业受制于调整，但因公司资源布局集中于支付能力极强而土地供应明显不足的三大经济圈中，其中长期售价呈上升趋势。因此，我们估计公司未来几年房地产开发业务的毛利率仍将维持在43%以上。

图 15: 公司毛利率情况

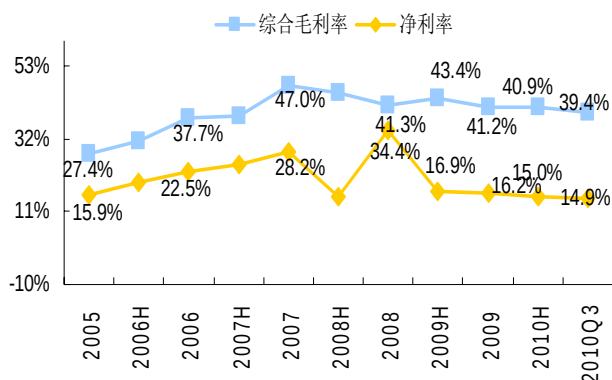
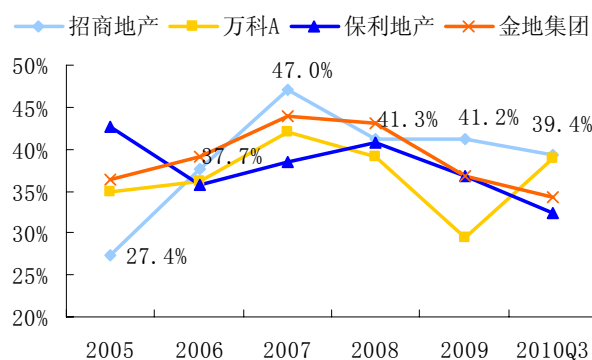


图 16: 综合毛利率比较



资料来源：上市公司、中投证券研究所

2.5 估值优势明显

2.5.1 投资价值严重低估

预计公司目前的结算资源可贡献净利润433亿元，每股净利润贡献25.2元。根据公司的资产负债结构得出公司的WACC为7.87%。假设售价维持在当前水平不变，三费比率约5%（2010年前三季度三费比率为3.3%），测算公司开发类项目NAV262亿元，折合每股15.27元，加上持有型物业每股RNAV7.94元（折价20%），以及每股账面净资产9.48元，得出公司总RNAV32.69元。2010年12月31日公司收盘价15.95元，RNAV4.9折交易，估值优势明显。

2.5.2 价值仍存在较大提升空间

开发类项目RNAV对售价变动敏感，且占公司总RNAV比重较大。因此，若开发类项目售价提升，将带动公司RNAV显著上升。敏感性分析表明，若开发类项目售价上涨10%，将带动开发类RNAV上升27%，RNAV将上升13%，拉动作

线和重点二线城市，未来售价仍有上升空间，公司价值有望在售价上升的带动下继续提升。

2.5.3 安全边际高

敏感性分析表明，即使是在开发类项目售价比当前水平下跌 30% 的极端情况下，公司 RNAV22.93 元仍大幅高于目前股价。

表 5：开发类项目估值表（单位：万平米、元/平米、万元）

项目	权益	容积率	开工	竣工	类型	未结转权益建面	售价	NAV
兰溪谷二期	100%	2.40	2005.09	2010.08	住宅	6.38	39000	72,463
依山郡	100%	1.56	2005.06	2009.10	住宅	3.91	7500	5,313
海月华庭	100%	7.14	2007.02	2009.09	住宅	1.04	19500	6,204
科技大厦二期	100%	2.50	2009.03	2010.02	办公	4.26	20000	24,286
花园城五期	100%	2.84	2008.03	2010.08	住宅	2.71	27000	18,676
雍景湾	100%	2.50	2009.07	2011.12	住宅	12.93	37000	116,294
招商局广场	100%	4.07	2010.05	2012.11	商业办公	6.80	25000	27,590
伍兹公寓	100%	2.74	2010.12	2012.08	公寓	3.20	40000	30,641
深圳美伦公寓	100%	1.47	2008.03	2010.07	公寓	1.94	35000	19,767
蛇口海上世界船前广场项目	100%	1.00	/	/	商服	1.19	30000	6,393
曦城三至五期	50%	0.51	2005.09	2012.10	住宅	9.83	67000	188,111
招商果岭花园	100%	4.00	2010.10	2012.08	住宅	16.00	18000	76,331
招商澜园	100%	2.40	2008.03	2010.06	住宅	22.28	12000	51,456
招商观园	100%	1.51	2008.08	2010.10	住宅	22.22	16160	74,323
深圳尖岗山六期	50%	1.20	2010.12	2012.08	住宅	1.41	59000	19,807
金山谷	100%	1.51	2008.02	2015.07	住宅	102.31	13000	236,311
番禺创新科技园	51%		2008.07	2016.12	商业办公	42.81	10000	55,140
佛山依云水岸	50%	1.73	2008.04	2011.05	住宅	21.51	9100	32,917
佛山依云上城	50%	2.50	2008.08	2012.04	住宅	13.42	10000	7,151
佛山狮山项目	50%	2.19	/	/	住宅	15.51	9000	19,046
佛山桂城 A18 街区项目	50%	4.00	/	/	商住	5.18	11000	1,057
佛山桂城 A21 街区项目	50%	4.00	/	/	商住	6.04	11000	2,124
珠海招商花园一期（A）	51%	1.91	2008.04	2010.11	住宅	6.27	11000	15,051
珠海招商花园二，三期（B）	100%	1.91	2009.12	2012.12	住宅	22.12	11000	47,472
招商雍华府	100%	1.03	2008.07	2011.05	住宅	13.76	25515	88,449
招商南桥雅苑	100%	1.81	2008.03	2010.01	住宅	9.86	14000	22,950
海德花园	60%	0.50	2006.05	2013.08	住宅	12.68	27800	75,387
招商海庭花园	100%	0.32	2008.10	2013.12	住宅	10.62	21900	35,741
上海静园项目	55%	0.80			住宅	5.76	35000	98,673
依云溪谷	100%	0.60	2006.12	2010.10	住宅	6.03	24500	39,093
南京 G67 项目	100%	1.94	2010.08	待定	住宅	12.89	23000	29,115
依云水岸	100%	0.83	2005.06	2009.06	住宅	3.24	9000	4,483
苏州小石城	60%	1.40	2008.04	2016.12	住宅	51.47	9500	55,367
苏州唯亭	50%	0.92	2010.08	2014.12	住宅	8.45	14000	10,318

公园 1872	100%	2.44	2006.10	2012.12	住宅	30.09	21000	133,113
北京溪城家园	50%	1.92	2008.10	2013.05	住宅	25.78	6500	6,217
北京立水桥珑原	50%				住宅	15.00	32000	114,276
北京康拉德酒店	60%		2009.12	2011.12	酒店	2.10	30000	11,744
天津西康路 36 号	75%	1.26	2007.02	2010.05	住宅	0.98	50000	12,980
天津星城	100%	2.23	2007.10	2012.08	住宅	28.28	20000	111,440
天津靖江路项目	50%	2.53	2010.03	2012.12	商住	6.01	18400	15,855
重庆招商江湾城	100%	3.34	2007.10	2012.09	住宅	45.34	9000	71,169
重庆招商花园城	100%	2.16	2010.07	2013.05	住宅	51.93	9800	72,335
重庆弹子石项目	50%	4.31	待定	待定	商住	72.50	15000	178,260
漳州招商花园城	51%		2008.07	2011.01	住宅	5.72	7300	8,917
漳州卡达凯斯项目	51%	1.74	2010.07	2020.07	商住	34.58	6000	35,430
假日 365	51%	0.80	2010.07	2015.05	商住	5.29	10000	9,749
漳州 2010-B1 项目	100%	0.80			商服	4.29	15000	12,160
惠州江北项目	50%	5.50			住宅	8.63	5000	7,731
成都招商-东城国际商务广场	100%	5.80	2010.08	2012.11	商业	6.49	35000	54,217
成都成华区 2010-101 项目	100%	2.90			住宅	35.63	15000	87,883
厦门 J2010P08	100%	2.47			商住	22.52	12000	31,913
厦门 2010JTP01	50%	2.36			商住	16.97	12000	33,251
合计						904.16	2,622,141	

资料来源：上市公司、中投证券研究所

表 6: RNAV预测

	估值（亿元）	每股（亿）
WACC	7.87%	
股本（亿）	17.17	
开发类项目	262.21	15.27
持有型物业（折价 20%）	136.39	7.94
开发项目+持有物业	398.6	23.21
账面净资产	162.79	9.48
NAV	561.39	32.69 (RNAV)

资料来源：中投证券研究所

表 7: RNAV 对开发类项目售价变动的敏感性分析

开发类项目售价比当前水平变动幅度	20%	15%	10%	5%	0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
开发类 RNAV	20.64	19.36	18.04	16.68	15.27	13.83	12.33	10.74	9.07	7.35	5.51
开发类 RNAV 变动幅度	35%	27%	18%	9%	0%	-9%	-19%	-30%	-41%	-52%	-64%
总 RNAV	38.06	36.78	35.47	34.10	32.69	31.25	29.75	28.16	26.49	24.77	22.93
总 RNAV 变动幅度	16%	13%	9%	4%	0%	-4%	-9%	-14%	-19%	-24%	-30%

资料来源：中投证券研究所

三、融资能力强，支撑长期高增长

在房地产调控的政策背景下，如何获得发展所需的资金，成为国内房企普遍面临的难题。集团在资金方面一直给予公司大力支持。同时，公司也极为重视财务管理。黄培坤先生自2003年以来一直担任公司财务总监，目前还身兼公司董事和副总裁分管董事会办公室，组建了一支强大的财务管理团队。我们认为，依托集团资源和自身优势，公司具备强大的融资能力，未来发展有保障，主要体现在以下方面：

3.1 多次在资本市场获得融资机会，未来依然会得到资本市场的青睐

在06年股权分置该给后，公司在07、08年获得两次难得的股权融资的机会，共获得股权融资人民币80多亿元。（此前融资或略不计）。因公司公司治理出色，房地产开发业务在全国势如破竹，在行业调控中积极销售、不捂盘、不囤地、积极响应政府号召加快开发，参与保障房建设，预计在下一轮股权融资开闸后，将有优先获得融资的机会。

此外，公司是招商局旗下唯一上市房地产公司，是16家央企房地产之一，其房地产业务的发展被认可和支持。未来几年，招商局计划在深圳再投资600亿元，促进蛇口由工业制造基地向“高新技术、金融服务、港口物流、高尚人文住宅”等产业并存的国际化现代园区转变。相信招商局的上述投资一定会给公司带来新的机遇同时也将得到资本融资的青睐与支持。

3.2 依托集团，获取低成本稳定的外币借款

截至2010年6月底，公司境外外币借款折合人民币约48亿，占总借款的38%，且期限多为3年期。通过外币借款可以规避行业调控带来的资金来源渠道收缩的风险，使公司的房地产开发业务所需资金不受影响。此外，外币借款成本低（外币借款利率均为浮动利率，即LIBOR利率上浮若干基点），特别是在人民币升值预期的环境下。公司获得外币借款有三个途径：

- a) 由招商局集团提供担保，通过全资子公司香港瑞嘉向海外金融机构借款。公司近94%的外币借款都是通过这一途径获得。
- b) 子公司招商电力是贸易公司，容易获得贸易项下的外币借款。预计随着公司核心业务的集中，未来非主业的电力将被剥离。但通过这一途径获得的外币借款占比仅为5%，不会对公司外币借款能力产生影响。
- c) 招商地产控股有一定的外币信贷额度。

为规避外汇风险，公司对外币借款配置“不交割本金的远期外汇买卖合同（NDF 交易）”锁定汇率，按照公司既定的交易控制制度，规范交易操作，进行风险管理，很好地控制了外汇风险。

3.3 与各大商行建立了总行级战略合作关系，长期借款竞争优势突出

09 年末公司长期借款为 57 亿元，占总借款的 68%。为减少行业调控可能带来的短期偿债压力，10 年三季度末公司将长期借款增至 108 亿元，占总借款比例提高至 80%。公司积极维护银行授信额度，在各大商行的信用评级一直为最佳，因此能持续获得银行最优惠利率，大部分本币长期借款利率仅为 4.86%。在房地产调控的政策环境下，长期借款比重的增加，可以有效抵御短期信贷紧缩的风险，确保公司的财务安全。

3.4 探索多元融资，成功通过保险资金、投资基金获得新融资机会

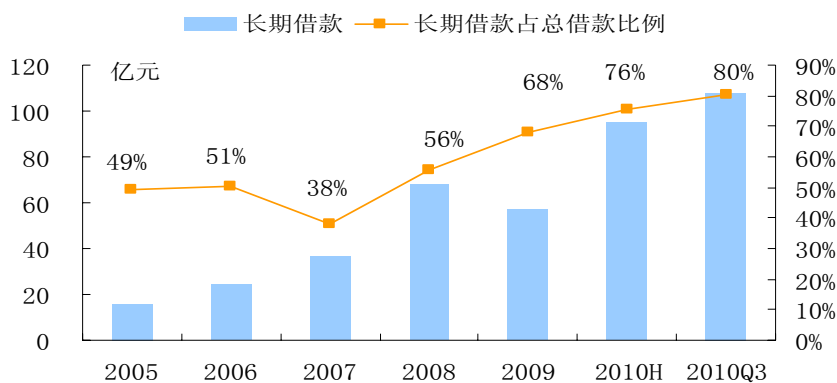
2008 年，公司取得以租赁物业净现金流为依托的信托融资 6.5 亿元。2010 年 4 月，公司获得华泰资产管理有限公司本金为 20 亿元、期限为 7 年的长期债权投资。

表 8：截至 2010 年上半公司外币借款统计（单位：亿元）

类别	借款银行	外币金额	折合人民币	借款方	担保方
长期借款	招商银行离岸业务部	0.36 亿美元	2.4	子公司瑞嘉投资实业	招商局集团（香港）
	荷兰安智银行香港分行	0.6 亿美元	3.4	子公司瑞嘉投资实业	招商局集团（香港）
	荷兰安智银行香港分行	0.7 亿美元	4.8	子公司瑞嘉投资实业	招商局集团（香港）
	ING BANK N.V., HONGKONG BRANCH	0.5 亿美元	3.4	子公司瑞嘉投资实业	招商局集团（香港）
	ING BANK N.V., HONGKONG BRANCH	0.7 亿美元	4.8	子公司瑞嘉投资实业	招商局集团（香港）
	中国建设银行香港分行	1.94 亿美元	13.2	子公司瑞嘉投资实业	招商地产
	荷兰安智银行上海分行	0.3 亿美元	2	子公司深圳招商供电	招商地产
一年内到期的长期借款	中国建设银行香港分行	0.64 亿美元	4.4	子公司瑞嘉投资实业	建设银行深圳市分行
	招商银行离岸部	0.6 亿美元	4.1	子公司瑞嘉投资实业	
	中国工商银行(亚洲)	0.47 亿美元	3.2	子公司瑞嘉投资实业	招商局集团（香港）
	中国工商银行(亚洲)	1.3 亿港元	1.1	子公司瑞嘉投资实业	招商局集团（香港）
短期借款	招商银行深圳蛇口支行	0.1 亿美元	0.68	招商地产	招商局蛇口工业区
	招商银行深圳蛇口支行	0.056 亿美元	0.38	子公司深圳招商供电	招商局蛇口工业区
总计		约 7.2 亿美元	47.9		

资料来源：上市公司、中投证券研究所

图 17：长期借款情况



资料来源：上市公司、中投证券研究所

四、应对调控游刃有余

4.1 面对调控公司积极应对，游刃有余

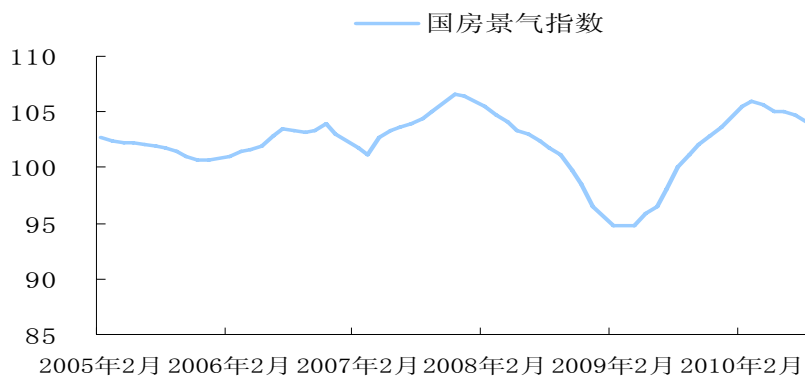
房地产行业受宏观经济和政策的影响大，周期波动明显，最近几年尤甚。我国房地产市场经历了 2007 年宏观经济持续快速增长下的空前繁荣，2008 年密集地产调控政策打压和国际金融危机背景下经济增速放缓导致市场极度低迷，2009 年经济刺激政策下的“V”型反转，和 2010 年史上最严厉地产调控下的博弈状态。

公司成立以来，历经多次调控洗礼，对行业运行有了深刻的理解，具备应对行业周期波动的能力。公司对待房地产调控的态度积极，认为调控有助于市场的理性回归，房价回落到合理的价值区间后将有助于市场成交量的恢复和回升，有利于优质房地产企业的长期发展。公司积极采取以下主要对策：

- a) **坚持稳健均匀的拿地策略。**随市场需求灵活调整拿地和开发节奏。公司除 07 年拿地较为激进外，08 年以来一直稳健拿地，大部分土地以底价获取，年新增 100-200 万平米储备。成本控制得当，所拿土地不存在开发风险。
- b) **采取“以量定价”的销售策略，高端产品稳定销售。**受可售资源较少和调控政策等因素影响，公司 10 年 5-7 月销售情况较差。但进入 8 月之后，公司加大推盘量，成交面积和成交金额取得翻番业绩。由于深圳曦城四期、天津钻石山二期、北京珑原等高端楼盘入市，成交均价持续攀升。
- c) **重视现金流管理，保持充裕现金。**公司货币资金资产比从 2005 年起迅速提升，目前维持在 20% 的较高水平。10 年三季度末，公司握有约 109 亿元货币资金。充裕的现金使公司能够更从容自如地应对房地产调控。此外，出租物业经营、物业管理等业务也带来较丰厚的经常性利润，为公司现金流提供了一定的保障，也在另一个侧面增强了公司的抗风险能力。
- d) **负债水平控制得当，偿债能力强，为日后加大杠杆购买股东资产或对外拓展留足了空间。**目前，无论是短期还是长期偿债能力，公司都处于行业领先水平，为公司日后购买控股股东资产或参与市场竞争留足了余地。短期偿债能力方面，2010 年三季度末，公司速动比率从年初的 0.50 提升至 0.59，超越万科、保利地产和金地集团。长期偿债能力方面，短期负债仅占账面资金 24%。长期偿债能力方面，扣除预收账款后的负债率和净负债率仅为 45% 和 12.4%，在业内处绝对领先水平。2010 年底仅需支付 20 亿元土地款，无支付压力。2010 年公司新开工面积近 200 万平米，对应当年近 150 亿元的房开销售收入，毫无支付压力。

- e) “精细化管理”，成本控制力进一步提升。公司在2009年全面推进“精细化管理”，三费比率由2008年的12.9%降至4.7%。2010年前三季度，三费比率进一步降至3.3%，费用控制水平居行业一流。

图 18: 房地产行业周期波动情况



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 19: 10年8月份之后公司房地产销售量价齐升

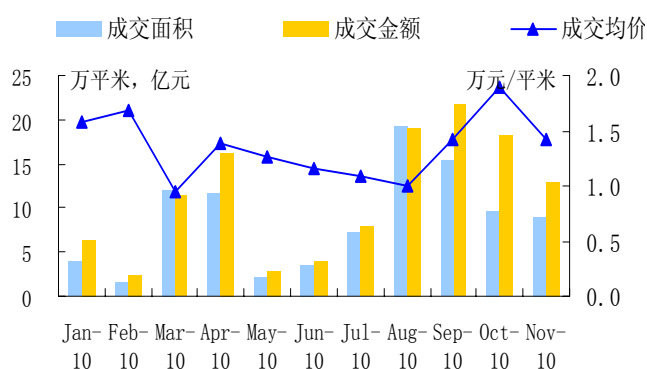


图 20: 现金充裕

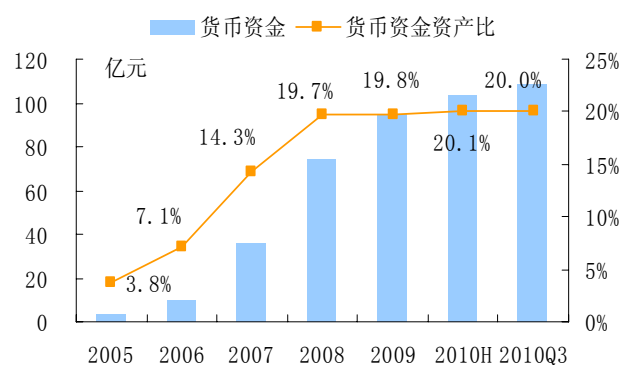


图 21: 速动比率比较

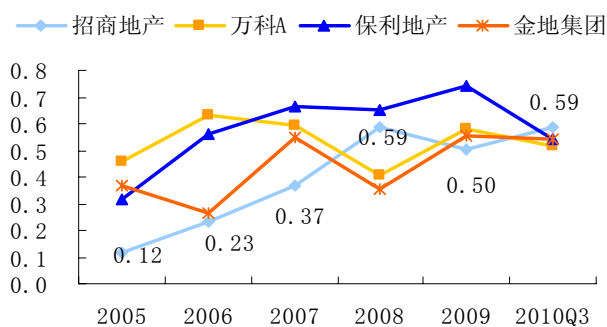


图 22: 真实资产负债率比较

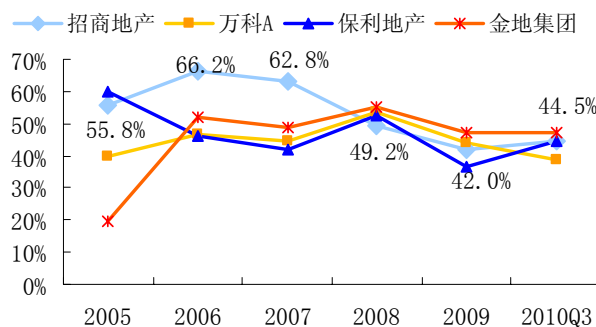
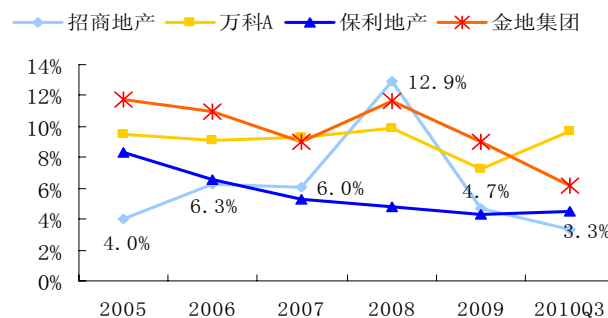
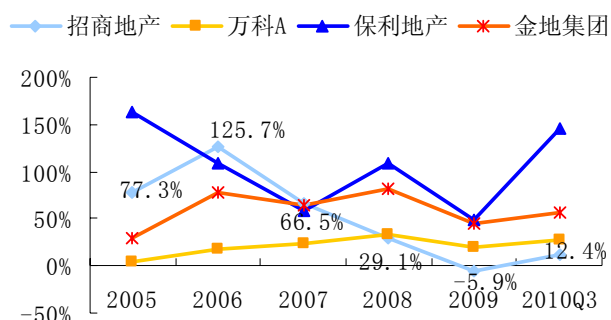


图 23: 净负债率比较

图 24: 三费占比比较



资料来源：上市公司、中投证券研究所

4.2 行业中长期向好趋势不变

虽然短期内房地产调控对行业会造成较大冲击，但我们坚信，行业中长期向好趋势不变。理由如下：

- 从人口角度来看，未来 10 年内，我国城镇劳动年龄人口的绝对数量将持续增长，住房的消费性需求仍处于增长阶段。未来 5 年内，我国处于二次置业高峰期，改善性需求旺盛，同时首次置业需求也在上升。
- 居民收入增长有望提速，消费升级将加快，住房需求提升空间巨大。“十二五”规划建议提出未来五年要使中国城乡居民收入普遍较快增加，努力实现居民收入增长和经济发展同步。
- 房地产调控有效地抑制了投资性需求，避免了房地产价格泡沫的集聚，有利于行业的长期健康发展。**由于种种原因，中国的住房被普遍看做投资品。在宽松货币政策环境下，投资性需求的过快增长使住房价格上涨过急，严重脱离了住房作为消费品的本质属性。这种快速的、不可持续的增长，房地产调控有效地抑制了投资性需求，使行业回归到由消费性需求拉动的轨道上，增长更具持续性和稳定性。
- 公司在调控中正以更为灵活的手段谋求更长远的发展**

中国住房仍处于短缺时期，未来 10 年需求压力巨大，基本住房保障供应难以分食商品住宅市场的大量需求。从中国住房长期需求和行业的盈利能力来看，房地产行业并不是市场所认为的“制造业”。“住有所居”的战略将为中国经济和行业持续发展铺平道路，减少政策调控带来脉冲式的冲击。2011 年通胀管理目标持续提升，居民购房意愿难以消减、政府持续增加投资释放大量基础货币、土地供给不足等因素均使得房价易涨难跌。在需求庞大、供给一定，全民基本住房保障实现之前，政策调控将是常态。预计本轮调控从严从紧将维持至 2011 年中期左右。短期内，住宅多元供应及巨量保障房的建设对市场有一定冲击。2010 年 12 亿平米住宅新开工面积将在 2011 年上半年集中释放，加上 580 万套保障房的供应和 1000 万套保障房的建设，行业将再度去库存，预计 11 年房地产投资增速将放缓至 10%。面对住房供应制度的革新，具有强大竞争力的全国性开发商如招商地产等公司正在谋求更长远的发展空间，以更为灵活手段获得更多的市

场份额和更多的发展资源。

4.3 公司“住宅开发+商业持有”模式在行业中占得先机

4.3.1 实力弱小的住宅开发销售型企业面临一定的困境

- a) **“土地—房子—现金”的商业循环对实力弱小的开发商难以持续。**住宅开发销售虽然能快速回笼资金，但却不能获得长期土地增值的好处。由于土地供给的垄断性，房价上涨引起地价更快地上涨，甚至出现“面粉比面包还贵”的情形，实力弱小的开发商的利润空间被严重挤压。此外，财务杠杆在调控政策下也呈下降趋势，开发商的获利能力被打折。
- b) **开发实力弱小的住宅开发商面临规模扩张极限。**一线城市住宅用地越来越少，房地产企业不得不向二、三线城市寻找机会。与一线城市相比，要保持同等的收入规模，在二、三线城市需要的项目规模明显加大，管理难度增大。因此，开发实力弱小的住宅开发商的规模扩张是有极限的。

4.3.2 “住宅开发+商业持有”模式是大型房地产开发商的必然选择

上世纪七十年代的香港开发商，面临着和今天内地开发商同样的困境。结果，香港大型实力房地产开发商都选择了向“住宅开发+商业持有”模式的转型，即不断把住宅产生的一部分现金流，投入到稳定收益的持有物业中去。随着持有物业的逐渐成熟，租金收入将成为稳定的利润来源。这种“住宅开发+商业持有”模式具有终极意味。

目前，我国商业地产巨大的商机已经开始显现。随着我国人均GDP跨过3000美元大关、第三产业的快速兴起、实际城市化率的大幅提升，商业地产行业的增长已进入较快的增长通道。商业物业将逐渐成为我国拉动内需的主要载体，为消费市场提供载体的商业地产发展空间极为广阔。

商业地产持有具有租金收入稳定增加、能够获得长期土地增值的好处、受政策干预相对较小的优势，与住宅开发的特点正好形成互补。“住宅开发+商业持有”模式兼具成长性和稳健性，是行业长期发展的主要方向。中国房地产龙头企业如万科、保利等等公司通过住宅开发积累了一定实力的背景下，已开始迈向“住宅开发+商业持有”的稳健增长的开发盈利模式，就是明证。

4.3.3 公司“住宅开发+商业持有”的模式初具规模，占得先机

公司长期以来一直坚持“住宅开发为主、商业持有为辅”模式，随着实力的增强逐年增加持有物业面积，租金收入稳定增加。更重要的是，公司在商业地产的运营和管理方面已具备丰富的经验，优势明显。如，“蛇口京山别墅、泰格公寓、蛇口花园城中心、新时代广场”等物业成功的商业运营就是很好的

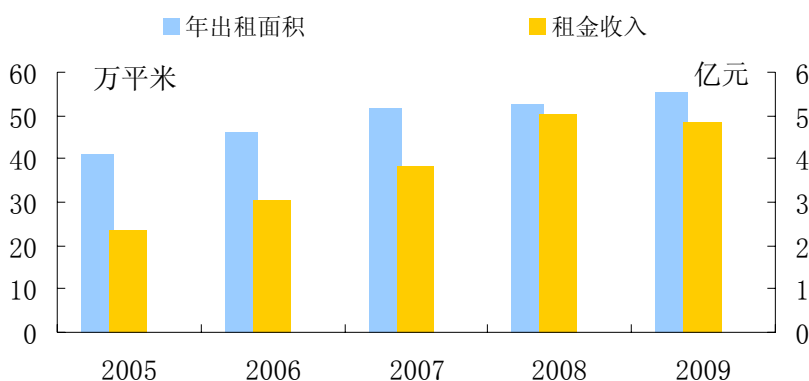
例证。目前，公司持有物业已达到70万平米，2009年出租物业经营收入近5亿元，占主营收入的5%，显著高于主要竞争对手，但在主营收入中占比小仍存在较大的提升空间。我们预计到2013年公司持有性物业面积将超过100万平米，届时出租收入将比目前增长50%左右。

根据招商局集团稳健经营的风格和对优质物业的偏爱来看，有强大的动力做大做强上市公司的优质商业地产。因此，海上世界综合体、太子湾、前海、重庆弹子石、成都商业等未来开发的优质物业都可能成为上市公司做强做大商业地产的主要来源。光前海和蛇口地区超过540万平米建面的综合用地就可形成数量可观的优质物业，届时公司持有型商业地产的规模和收益将获得爆发性的增长。

公司率先于竞争对手完成“住宅开发+商业持有”盈利模式的构建，也将率先获得租金收入的稳步提升和商业地产价值修复带来的收益。

此外，在未来几年公司的高速增长中，也将优先享受持有物业带来的巨额融资便利以及持有物业可能带来的金融创新。

图 25：公司出租物业经营业务租金收入稳步提高



资料来源：上市公司、中投证券研究所

五、股东雄厚的优质资源助推公司长期高增长

5.1 控股股东将加大对公司的支持力度，推动公司加速发展

公司最终控制人招商局集团是国家驻港大型企业集团，业务主要分布于香港、内地、东南亚等新兴市场，以交通、金融、房地产三大产业为核心，被列为香港四大中资企业之一。招商局集团是国资委保留的16家以“房地产开发与经营”为主业的央企之一。作为集团旗下唯一的房地产开发平台，在资源及资金的获取上，我们认为公司均将得到集团的大力支持。

公司的直接控股股东蛇口工业区是招商局集团的全资子公司。蛇口工业区历经“以企代政，政企合一”的发展阶段，于1987年成立招商局蛇口工业区有限公司，并逐步推进“还政于政”。目前，招商局蛇口工业区有限公司已发展成为一家以房地产开发为核心产业，以土地经营、公共设施、酒店等为主营业务的

大型国有企业。

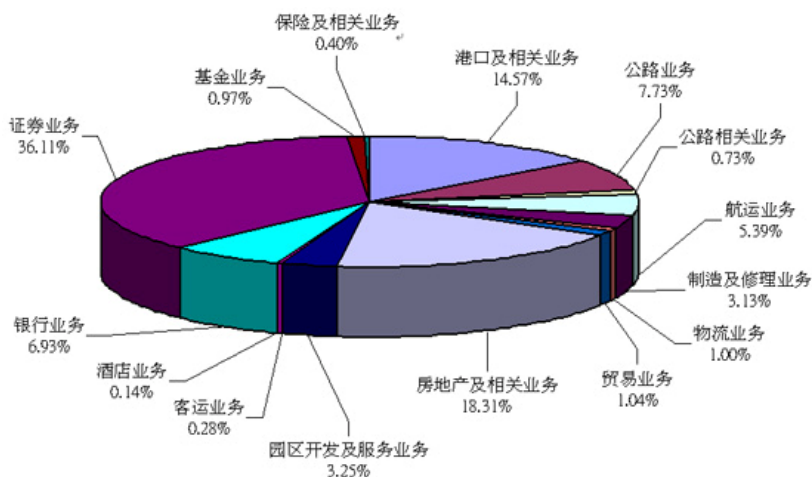
在股权分置改革中，最终控制人招商局集团曾承诺“凡是有商业开发价值的项目都将给上市公司，集团不再从事房地产开发业务”；直接控股股东蛇口工业区承诺“不直接或间接从事或发展与本公司经营范围相同或相类似的业务或项目，也不为蛇口工业区及其关联方或代表任何第三方成立、发展、参与、协助任何企业与本公司进行直接或间接的竞争”。

同时，招商局集团及蛇口工业区有向上市公司持续注入优质资产的良好记录，我们相信未来控股股东仍然会选择合适的时机继续向公司注入优质的房地产业务资源。

我们认为，招商局集团将加大对公司的支持力度，推动公司加速增长。主要根据如下：

- a) 目前房地产业务的发展状况与其作为集团三大核心产业之一的地位不相称。2009年房地产及相关业务资产仅占集团总资产的18.3%，远远低于交通和金融业务。集团有动力提升房地产业务的地位，使其成为集团业绩的重要增长点。
- b) 30年来，招商局在蛇口累计投资逾600亿元，累计上缴各项税收逾900亿元。2010年7月，深圳市委书记王荣会见了时任招商局集团总裁傅育宁（现任集团董事长）一行。傅育宁表示，未来5年，招商局将在深圳再投资600亿元，着重发展现代服务业。现代服务业方面主要有前海湾保税港区、前海合作区综合开发、西部港口可持续开发、疏港交通枢纽等项目，着力推进太子湾邮轮母港、蛇口“网谷”、海上世界综合体、光明“智慧城”等项目。我们相信公司将在其中发挥重要作用。
- c) 2010年8月就任集团总裁的李建红，曾任中远集团副总裁兼远洋地产董事局主席，是集团第一个有房地产企业高管背景的总裁，李建红的到任表明了集团对集团三大主业之一的房地产业务的重视。李建红在2010年9月视察招商地产时强调，公司要积极依托集团整体的产业协同力量，不断强化自身的竞争优势，以实现更快更好的发展。

图 26：2009 年招商局集团总资产行业分布图



资料来源：招商局集团、中投证券研究所

在深圳市区新增土地资源耗竭的背景下，公司未来持续高速增长将显著受益于控股股东雄厚的资金与资源优势。我们认为主要看点有三个：蛇口再造、前海开发和漳州开发区。

5.2 蛇口再造

2010年5月，蛇口工业区召开了“再造新蛇口”动员大会。蛇口工业区拟用5至8年左右的时间系统推进“再造新蛇口工程”，完成蛇口由工业制造基地向“高新技术、金融服务、港口物流、高尚人文住宅”等产业并存的国际化现代园区转变。海上世界片区和太子湾片区是蛇口再造的重点区域，将成为蛇口未来新的增长极。

图 27：再造新蛇口规划



资料来源：蛇口工业区、中投证券研究所

5.2.1 蛇口再造的背景

- a) 2009年12月1日开始实施的《深圳市城市更新办法》取得了重大政策突破。“办法”鼓励权利人自行实施更新改造，收益由权利人享有；突破了以“招拍挂”方式出让土地的政策限制，权利人补交地价后即可获得土地；明确规定了更新改造的地价收取标准，旧城改造更加务实可行。
- b) 10年6月，蛇口工业区正式列入首批全国低碳国土实验区。
- c) 10年8月获批的《深圳市城市总体规划（2010-2020年）》将蛇口列为实施旧工业区升级改造和功能置换的重点区域。

5.2.2 公司受益分析

- a) 旧工业区升级改造和功能置换

控股股东蛇口工业区拥有大量旧工业厂房和员工住宅（产权属于蛇口工业

区), 对其进行升级改造和功能置换将成为公司新的业绩增长点。控股股东曾作出过不与上市公司进行同业竞争的承诺, 有过资产注入的良好记录, 相信将在适当时候将具有商业开发价值的项目以资产注入或出售方式给公司。

目前可供改造的厂房和员工住宅数量尚无法得知。基于蛇口曾作为深圳重要的工业制造业基地, 因此判断可供改造的建面应该比较可观。我们会进一步跟踪相关进展。

表 9: 旧改案例: 华建片区旧厂房改造

位置	原有形态	获取方式	向大股东支付的租金确定方式	改造后形态	收益方式	优点
海上世界 片区, 地铁 2号线站口 附近	工业厂房	租赁 (2008 年租入第1、 3、5 栋, 2010年租入 第2、6栋)	原有建筑面积, 参照附近地段 厂房的租金水平。后续改建增 加的建筑面积部分, 其租金按 照蛇口工业区承担的补地价等 成本进行折现后, 在剩余租赁 期内分期等额支付。	商业租赁物 业 (“南海意 库” 文化产业 园)	改造前后租金差额 (第1、5栋改造后可租 面积3.3万平米, 2009 年公司向大股东支付 租金1000万元, 获得 租金收入2000万元)	大幅节 省初始 投资额

资料来源: 上市公司、中投证券研究所

b) 海上世界综合体

八个项目总计72.4万平米建面, 包括招商局广场、伍兹公寓、希尔顿酒店、海上世界广场、太子广场、金融中心二期、文化体验区和临海高档住宅区, 项目计划在2013年全部完工, 建成后将成为深圳最具国际化的社区和深圳西部企业级CBD。

与深圳其它的综合体相比, 海上世界综合体具有独特的优势:

- ✓ 依山傍海, 地理环境优越。
- ✓ 交通便利, 深圳地铁2号线、5号线、10号线未来将在蛇口交会, 离深圳湾口岸近在咫尺, 前往香港非常便利。
- ✓ 国际化程度高。蛇口居住着40多个国家6000多名国际人士, 并且主要分布在海上世界周边地区。
- ✓ 规划容积率低, 非常人性化, 生活休闲气息浓, 对互联网、信息类企业具有独特吸引力。

目前, 海上世界综合体已有部分项目开建, 它们是此前控股股东注入的建面11.19万平米, 包括6.8万平米的招商局广场、3.2万平米的伍兹公寓和1.19万平米的船前广场项目 (海上世界广场项目的一部分), 楼面地价分别为7392元/平米、11491元/平米和9391元/平米。

鉴于海上世界综合体将在2013年完工, 为规避同业竞争, 我们预计海上世界综合体剩余项目建面61.21万平米将在未来1-2年内以合适价格出售或注入公司。其中办公建面17.8万平米, 商业建面15.41万平米, 住宅建面28万平米。

参考已注入项目的土地成本, 假设公司将以办公7500元/平米, 商业9500

元/平米、住宅12000元/平米的楼面地价取得剩余项目。参考深圳市近两年甲级写字楼出售情况，我们假设海上世界综合体的办公物业售价在2.5万元/平米。一般而言，同地段商业物业售价一般显著高于办公物业，假设在3万元/平米。对住宅的估价参考兰溪谷二期，兰溪谷二期位于龟山、兰溪谷片区，紧邻海上世界片区，小户型精装公寓目前售价在3.8-3.9万元/平米。海上世界综合体的临海高档住宅项目无论配置还是规划都高于兰溪谷，因此我们预计其售价在4万元。

根据以上假设测算，若海上世界综合体剩余项目建面61.21万平米以合适的价格出让给公司，我们预计将增厚公司每股RNAV2.23元。

表10：海上世界综合体剩余项目开发价值估算（单位：万平米，元/平米，万元）

项目名称	类型	权益	规划 建面	预计楼 面地价	售价	RNAV	备注
希尔顿酒店	商业	51%	5.7	9500	30,000	16,713	2010年11月动工，2013年建成
海上世界广场	商业	100%	7.15	9500	30,000	41,106	拆建工作全面展开
太子广场	办公	100%	10.7	7500	25,000	39,759	
金融中心二期	办公	100%	7.1	7500	25,000	26,382	预计2011年上半年动工
文化体验区	商业	100%	2.56	9500	30,000	14,718	预计2011年动工
临海高档住宅	住宅	100%	28.0	12000	40,000	244,651	
合计			61.21			383,329	
每股(元)						2.23	

资料来源：公开网络资料、中投证券研究所。注：希尔顿酒店由海上世界酒店管理公司开发，公司目前持有海上世界酒店管理公司51%股权。

表 11：写字楼估值参照深圳市近两年甲级写字楼售价情况

项目名称	城区	商业环境	容积率	建筑面积	2009年均价	2010年均价
天利中央广场二期	南山区	南山商业文化中心区	9.4	14.7	24500	
荣超滨海大厦	宝安区	宝安中心区	3.7	4.5	19500	
盛唐商务大厦	福田区	车公庙商圈	7.8	7.1	17000	25000
NEO 企业大道	福田区	车公庙商圈	11.4	12.1	28000	39000
卓越世纪中心	福田区	福田区中心区 CBD	15.5	46.6	31000	45000

资料来源：公开网络资料、中投证券研究所

c) 太子湾国际邮轮母港综合体项目

蛇口将对太子湾原有码头区的功能进行调整和改造升级，高标准建设成为深圳唯一的集“海陆空铁”于一体的现代化国际邮轮母港。依托邮轮母港，太子湾片区还规划有总建面133.5万平米的商业综合体，建成后将与海上世界综合体共同形成集现代化海滨休闲、游览及商务活动于一体的综合国际社区。目前，太子湾国际邮轮母港港口建设已开工，商业综合体项目尚处于规划阶段。由于该项目的周边配套的建设要晚于海上世界，根据“5-8年再造一个新蛇口”的目标，我们预计该项目的建设期为2014年--2018年。

为规避同业竞争，我们预计控股股东将在合适时机将具有商业开发价值的建面113.1万平米的项目转让或注入的方式给公司。其中包括商业建面

40.2万平方米、办公建面46.4万平方米、商务公寓建面11.7万平方米、酒店建面12.3万平方米和会展建面2.5万平方米。

这里对上述项目的开发价值参考海上世界综合体的情况，假设公司100%持有商业、办公和商务公寓项目100%的权益，持有酒店和会展项目51%的权益（考虑到酒店会展回收期长，上市公司仅获取部分权益），各类项目的楼面地价和售价与海上世界综合体相同。

根据以上假设测算，若太子湾国际邮轮母港综合体具有商业开发价值的建面113万平方米给上市公司开发，我们预计将增厚公司每股RNAV2.36元。

表 12：太子湾国际邮轮母港综合体规划（单位：万平方米）

规划用途	规划建面	具有商业开发价值的建面
商业	40.2	40.2
办公	46.4	46.4
文化、艺术类公建	6.6	0.0
商务公寓	11.7	11.7
餐饮娱乐	8.6	0.0
酒店旅馆	12.3	12.3
会议展览	2.5	2.5
游乐设施	0.3	0.0
普通仓储	5.0	0.0
市政设施	0.1	0.0
合计	133.7	113.1

资料来源：公开网络资料、中投证券研究所

表 13：邮轮母港综合体建面 113 平米开发价值估算（万平米，元/平米，万元）

项目类型	权益	规划建面	预计楼面地价	售价	RNAV
商业	100%	40.2	9500	30000	170,695
办公	100%	46.4	7500	25000	127,342
商务公寓	100%	11.7	12000	40000	75,504
酒店旅馆	51%	12.3	9500	30000	26,636
会议展览	51%	2.5	7500	25000	4,284
合计		113.1			404,462
每股(元)					2.36

资料来源：公开网络资料、中投证券研究所

5.3 前海开发

前海地区位于深圳南山半岛西部，伶仃洋东侧，珠江口东岸，包括南头半岛西部、宝安中心区，占地面积 18 平方公里（可开发用地 15 平方公里），是深圳最大一块未开发区域，未来将发展成为深圳市新的城市主中心和粤港现代服务业创新合作示范区。前海地区紧邻蛇口，据我们了解，蛇口工业区在前海区拥有 3.9 平方公里的工业用地。

我们从前海管理机构了解到，招商局在前海拥有的工业用地根据相关规

划，一半作物流用地，一半作商业开发，并允许招商局按照相关规划自行开发。

根据招商局集团对公司同业竞争的承诺，我们判断作为招商局旗下唯一的房地产开发平台——招商地产将有机会获得上述地块的商业开发。若上述商业地块交由公司开发，我们预计未来公司的发展将显著受益于前海的开发。

图 28：深圳市城市总体规划（2010-2020 年）确定了“双中心”的发展方向



资料来源：公开资料、中投证券研究所

5.3.1 前海开发的背景和目标

深圳市政府历时 4 年精心谋划，2006 年获深圳市人大常委会批准的《深圳 2030 城市发展策略》，将前海地区定位为深圳最具战略意义的空间资源。

5.3.2 前海开发的规划和进度

2010 年 12 月 20 日，由深圳市政府主办，前海管理局承办的《前海深港现代服务业合作区总体发展规划》说明会在香港举行。这是 2010 年 8 月 26 日国务院对《规划》作出批复以来，深圳市政府首次正式对《规划》作出说明。会议还公布了规划的详细内容，介绍了当前的主要进展。深圳市委书记王荣表示，有关部门正在抓紧开展综合规划和各专项规划的编制工作，争取明年上半年形成稳定的综合规划方案。

a) 功能定位

根据《前海深港现代服务业合作区总体发展规划》，前海粤港现代服务业创新合作示范区主要承担四个方面的功能：

- ✓ 现代服务业体制机制创新区
- ✓ 现代服务业发展聚集区
- ✓ 香港与内地紧密合作先导区
- ✓ 珠三角地区产业升级引领区

b) 产业发展规划

坚持深港合作、高端引领、服务广东、面向全球的战略取向，重点发展四大产业领域：

- ✓ **创新金融。**主要包括推动以跨境人民币业务为重点的金融领域创新合作，稳步推进深港资本市场创新合作，大力推进保险创新发展试验区建设，将前海建设成为国家金融创新和对外开放的试验示范窗口。
- ✓ **现代物流。**按照深港共建全球性物流中心的目标，打造区域生产组织中枢和国际供应链管理中心。
- ✓ **信息服务。**大力发展软件和信息技术服务业，全力打造南方物流信息交换中枢和国际电子商务中心。
- ✓ **科技及专业服务。**优先发展科技创新服务，大力发展创意设计、高端咨询等专业服务，为珠三角地区产业升级和自主创新提供有力支撑。

c) 空间布局规划

前海未来将依托现代服务业的产业形态，积极发挥前海口岸联通深港的优势，沿前海湾形成特色鲜明、有机联系的“三区一带”发展格局：

- ✓ **商务中心片区。**位于双界河以南、海滨大道以北，重点发展金融、信息、贸易、会计、法律服务等现代服务业，吸引企业总部集聚发展，打造集中展示深港都会区形象的核心区；
- ✓ **保税港片区。**位于铲湾路以南，以前海湾保税港区为依托，重点发展现代物流、航运服务、供应链管理、创新金融等服务业；
- ✓ **综合发展片区。**位于海滨大道以南、铲湾路以北，承接商务中心片区、保税港片区的功能拓展；
- ✓ **滨海休闲带。**位于听海路以西的滨海地区，打造集生态性、景观性、文化性为一体的高品质滨海公共活动区。

目前，保税港片区的建设已初见成效。由招商局集团开发的前海湾保税港区作为前海合作区的先期启动区，已经正式封关运作一年。保税港区在重点发展现代物流和供应链管理服务业的同时，也为积极吸引金融、保险、航运、贸易、信息等相关服务业入区作准备。

d) 分阶段、“三步走”的实施步骤

- ✓ **初创阶段（2010～2012年）。**全面完成合作区土地整备工作，区内基础设施建设取得重大进展；制度设计和政策法规取得一定的突破；初步形成规范、有序、优良的营商环境。
- ✓ **提升阶段（2013～2015年）。**基本完成区内基础设施建设；深港国际合作取得明显成效；初步建立具有一定国际竞争力的现代服务业体系；**2015年预计地区生产总值达到500亿元左右。**
- ✓ **发展阶段（2016～2020年）。**聚集一批具有世界影响力的现代服务业

企业，成为亚太地区重要的生产性服务业中心和世界服务贸易重要基地；地区生产总值达到1500亿元左右。

e) 当前的主要进展

- ✓ 基础设施建设：填海工程已基本完成；积极推进沿江高速、南坪二期、西部疏港通道、地铁1号线及5号线等九大工程项目建设。预计2012年前海交通比较通畅，基础设施基本完善，可以开展大规模的商业性开发建设。
- ✓ 立法：正在推进《前海合作区条例》、《前海管理局管理办法》和《前海湾保税港区管理办法》的立法工作。借鉴香港模式，成立了前海管理局，提供一站式服务。
- ✓ 规划编制：相关部门正在抓紧开展综合规划和各专项规划的编制工作，争取明年上半年形成稳定的综合规划方案。
- ✓ 招商引资：加强与香港的深度合作，共同开展招商工作，重点引进一批具有较强实力、规模和品牌的企业落户前海。目前已有包括汇丰银行、嘉里物流等在内的二十家香港企业与前海管理局签订了合作意向书。

图 29：前海区域及其周边城市环境



图 30：前海地区区位图





资料来源：公开资料、中投证券研究所

5.3.3 前海开发立足实际、切实可行

我们认为前海开发不仅在政策上受到高度重视，而且是立足实际、切实可行的。理由如下：

- 地理位置得天独厚。**前海地区紧邻香港和珠江口，是珠三角“穗-深-港”发展主轴上的重要节点，既是珠三角临近香港的端点，也是香港高端服务业向内地市场拓展的起点。
- 交通枢纽优势。**地处深圳、广州、珠海、澳门、东莞、中山等城市一小时交通圈内，具备海陆空交通资源。规划中的深港机场快线从前海经过，未来可在10分钟内抵达深圳机场、香港机场，半小时内抵达香港中环。
- 产业升级具有良好的基础。**深圳市物流、金融等生产性服务业已经发展到相当高的水平，具备进一步升级的基础。
- 财力支持有保障。**深圳市财力雄厚，地方财政收入在全国城市位居第三，2009年10月公布的《深圳市第一批扩大内需项目》提出，将在三年内对前海合作区投入400亿元。
- 受到广东省大力支持。**前海开发对珠三角产业结构升级意义重大。劳动力成本的上升和金融海啸的冲击，使珠三角低技术、低附加值的制造业模式难以维持。珠三角只有大力发展现代服务业，才有出路。因此，引入香港经验和管理模式，将前海发展成为现代服务业的示范区，从而带动整个珠三角的产业升级，对广东省具有重要意义。近年来，广东省一直在积极促成在前海地区设立“粤港现代服务业创新合作示范区”，相信今后更会大力支持合作示范区的建设。
- 为主政者所乐见。**前海开发是本届省市政府的政绩工程。中央政治局

委员、广东省委书记汪洋是前海开发的主推者。

5.3.4 公司受益分析

招商局集团在前海深港合作区的南部拥有390万平米的物流港口用地。若一半用于商业开发，以合理价格给上市公司开发，假设容积率为2，预计商业开发的建面约390万平米，相当于公司目前储备项目的31%。

假设上述390万平米的60%用于办公开发，40%用于商业开发，开发周期为2014-2020年，各类型项目的楼面地价和售价情况与海上世界综合体相同。

根据以上假设测算，预计可能由公司开发的建面390万平米资源的开发价值将增厚公司每股RNAV7.04元。

表 14: 前海用地开发价值估算 (万平米, 元/平米, 万元)

项目类型	权益	规划建面	预计楼面地价	售价	RNAV
办公	100%	234	7500	25000	595,344
商业	100%	156	9500	30000	614,073
合计		390			1,209,417
每股(元)					7.04

资料来源：公开资料、中投证券研究所

5.3.5 小结：蛇口再造和前海开发受益分析

- a) 基于同业竞争的考虑，我们预计控股股东未来可能持续注入或转让位于深圳蛇口大面积的优质综合用地和前海具有商业开发价值的资源，包括蛇口海上世界综合体、太子湾国际邮轮母港综合体建面61.21万平米、建面113.1万平米的商住综合用地，以及前海保税港区建面约390万平米的开发资源。上述项目总建面约564万平米，相当于公司现有储备项目的44%，数量相当可观。

(若考虑控股股东在蛇口拥有大量的厂房和职工宿舍等存在旧改的项目，则未来控股股东可能给上市公司的资源则远不止564万平米)

控股股东存在注入或转让可能的资源不仅数量可观，而且盈利空间大。参考海上世界综合体已注入资源的土地成本情况，以及周边地段楼盘售价情况，我们测算控股股东未来可能注入或转让的海上世界综合体、太子湾国际邮轮母港综合体、前海开发项目的资源将分别在2011-2013年、2014-2018年、2014-2020年为公司贡献每股净利润2.80元、4.00元、12.91元，若在2011-2020年均摊，则年净利润为1.97元。其中办公、商业、住宅项目的净利润率分别为18.7%、24.1%、27.4%，远高于公司2009年16.2%的净利润率水平。以上三个项目资源将分别增厚每股RNAV 2.23元、2.36元、7.04元，共计增厚每股RNAV11.63元，相当于公司目前开发类项目RNAV的76%，总RNAV的36%。

- b) 蛇口紧邻前海，前海开发必将带来公司在蛇口已有储备项目和持有型

出租物业的增值。

- ✓ 公司目前在蛇口已有10个在建和储备项目，建面44万平米。楼面地价极低，基本为目前楼价的1/3或1/2，未来获利空间锁定。虽然仅占公司总储备面积的3.5%，但却贡献了公司开发类项目RNAV的12.5%，总RNAV的5.8%。前海开发将提升蛇口周边物业的价值。若目前公司10个在建和储备项目升值5%-30%，则公司开发类RNAV将提升0.9%-5.4%，拉动作用明显。
- ✓ 公司现有的持有型出租物业集中在蛇口海上世界商业圈，可租面积为70.3万平米，其RNAV占公司总RNAV的24%，比重较大。我们预计前海开发将推动公司持有物业增值，并显著提高RNAV。此外，根据目前公司在建项目和储备项目，我们预计到2013年，商业地产在公司资产中的比例还会继续扩大，将突破100万平方米。

表 15：海上世界、太子湾和前海项目开发价值估算（单位：万平米，元）

项目名称	位置	预计建筑面积	预计开发期	预计贡献每股净利润	预计增厚每股 RNAV
厂房、职工宿舍	蛇口	存在旧改可能	/	/	/
海上世界综合体	蛇口	61.21	2011-2013 年	2.80	2.23
太子湾国际邮轮母港综合体	蛇口	113.1	2014-2018 年	4.00	2.36
前海保税港区	前海	390	2014-2010 年	12.91	7.04
合计		564.31		19.71	11.63

资料来源：相关公开信息、中投证券研究所

表 16：公司目前在蛇口的开发项目情况（单位：万平米，元/平米）

	房屋类型	权益	可售建面	已结建面	未结建面	楼面地价	拿地方式
兰溪谷二期	住宅	100%	14.75	8.37	6.38	3000	现金收购/大股东注入
依山郡	住宅	100%	23.42	19.51	3.91	745	招拍挂
海月华庭	住宅	100%	7.60	6.56	1.04	2000	定向增发/大股东注入
科技大厦二期	办公	100%	4.26	0.00	4.26	3395	公开增发/大股东注入
花园城五期	住宅	100%	2.71	0.00	2.71	7703	公开增发/大股东注入
雍景湾	住宅	100%	12.93	0.00	12.93	9615	公开增发/大股东注入
招商局广场	商办	100%	6.80	0.00	6.80	7392	公开增发/大股东注入
伍兹公寓	公寓	100%	3.20	0.00	3.20	11491	公开增发/大股东注入
深圳美伦公寓	公寓	100%	1.94	0.00	1.94	4898	定向增发/大股东注入
海上世界船前广场项目	商服	100%	1.19	0.00	1.19	9391	资产互换/大股东注入
开发类储备项目合计			78.80	34.44	44.36		
	房屋类型	权益	建面	不同物业情况			
持有型出租物业	商住/厂房	100%	70.26	其中，公寓 11.07 万平米，别墅 6.59 万平米，写字楼 19.92 平米，商铺 17.05 平米，厂房 15.63 平米（科技厂房）。			

资料来源：上市公司、中投证券研究所

表 17：房价变动对公司开发类 RNAV 的敏感性分析（单位：元）

房价涨幅	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
蛇口储备项目 RNAV	1.91	2.05	2.19	2.33	2.47	2.60	2.73
开发类 RNAV	15.27	15.41	15.55	15.69	15.83	15.96	16.09

开发类 RNAV 变动	0.0%	0.9%	1.8%	2.7%	3.7%	4.5%	5.4%
-------------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：中投证券研究所

5.4 漳州开发区——“第二蛇口”

5.4.1 发展定位

招商局漳州开发区位于厦门湾南岸，与厦门岛隔海相望，距台湾高雄港140海里。开发区定位为“**海西对台重要港口、厦泉漳一体化和漳州中心城拓展重要区域、生态型滨海综合城区**”。

- a) 厦泉漳一体化的重要区域。招商局漳州开发区虽属于漳州，但从地理位置上看，它与厦门更近，被称为厦门的“后花园”。随着2009年开始海西地区振兴规划的发布和厦门岛外新城建设的推进，厦漳一体化正在加速进行，这对漳州开发区的开发价值以及物业价值的提升毋庸置疑。主要表现在以下方面：
 - ✓ 10年9月起，漳州市所有港区并入厦门港，原厦门港港区享受的税费、补贴、口岸通关等各项优惠政策延伸至原漳州港的所有港区，全面整合后的厦门港将打造国际航运枢纽港。
 - ✓ 厦漳跨海大桥于2008年11月动工，预计将于2013年竣工，建成后漳州开发区到厦门岛中心区将缩短为30分钟左右。
 - ✓ 继厦漳跨海大桥后，厦漳海底隧道将于2012年底开工建设。厦漳海底隧道建成后，从厦门到漳州仅有5分钟车程距离。

随着交通的改善，未来厦门湾南北岸将融为一体，漳州开发区有望成为厦门的新城。由于厦漳一体化前景的明朗化，目前漳州开发区的房地产市场正在持续升温。普通住宅方面，漳州招商花园城一期鹤望组团2009年1月开盘，主力户型70-90平米，均价4300元/平米，而2010年11月开盘的海尚II组团，主力户型60-110平米，成交均价达到7300元/㎡，且开盘当日销售率达到80%。别墅方面，嘉元·亿景海岸独栋别墅系列2010年9月推出，起价约1万/平米，目前成交均价已达到1.5万/平米。

- b) 对台重要港口。国务院在10多年前设立漳州开发区的初衷即是发挥漳州之于台湾的桥头堡的作用，漳州桥头堡相当于当年深圳之于香港、珠海之于澳门的桥头堡的作用。漳州是台湾同胞的主要祖籍地之一，也是台商投资的密集区。未来两岸关系的融合将给漳州开发区带来更长期的战略性发展机会，当然也存在一定的不确定性。目前，漳州、厦门至金门的海底隧道建设正在规划之中。

5.4.2 发展现状

漳州开发区分为四个功能区，其中一区和四区都为工业区。二区为政科教商住区，规划建设用地面积14.09平方公里，是开发区的中心区，重点发展高

等教育、居住、体育休闲、商务办公、商业金融及旅游度假等。三区为高校科技产业园区，规划建设用地面积3.87平方公里，主要发展商住和高科技产业。

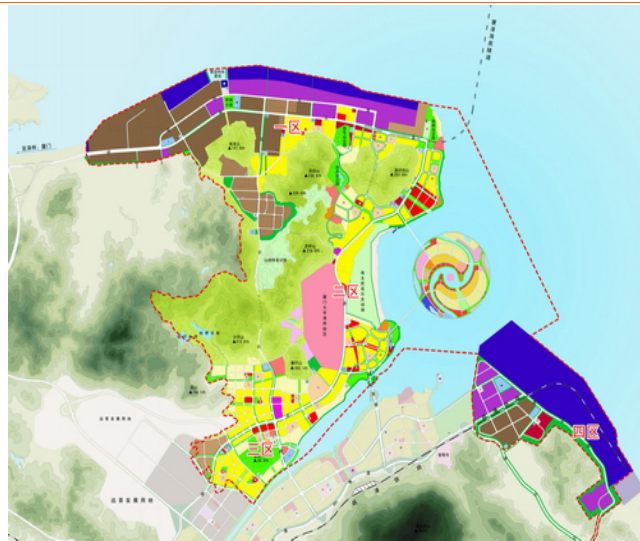
2010年4月，招商局漳州开发区经国务院批准成为国家级开发区。开发区规划面积31.4平方公里，目前已累计开发16.57平方公里，占总规划面积的53%，开发区各项配套设施已经比较完善。

除去用于发展工业的一区和四区，二区和三区规划建设用地面积共17.96万平米，以53%的已开发率估算，尚有8.4平方公里土地可供开发。假设其中80%具有商业开发价值，则开发区尚有6.8平方公里的土地可作商品房开发。

图 31: 漳州开发区区位图



图 32: 漳州开发区规划图



资料来源：漳州开发区网站、中投证券研究所

5.4.3 公司受益分析

- a) 储备项目增值空间广阔。招商地产在漳州开发区的储备项目有 4 个，储备面积 93.7 万平米，占公司总土地储备的 8%，权益面积 50 万平米，贡献公司开发类 RNAV 的 2.8%。项目平均楼面价约 790 元/平米，地价

低廉。目前在售的漳州招商花园城均价仅 7300 元/平米，与厦门岛内住宅 1.5 万-2 万/平米的价格相比，价格优势明显，未来升值潜力大。

- b) 漳州开发区土地资源丰富，依托控股股东在漳州开发区的绝对控制权，我们预计公司在漳州开发区持续拓展项目具有显著的竞争优势，漳州开发区有望成为公司发展的“第二蛇口”。

5.4 控股股东的资源保守估计将带来目前结算资源 0.76 倍的收益

综上，根据上述我们的测算，不考虑蛇口工业区与职工宿舍旧改、漳州未来潜在开发项目，仅考虑海上世界、太子湾和前海等控股股东的资源开发（假设上述项目以合理价格给公司开发），就将带来目前公司未结算资源的 0.76 倍的收益。公司更长远的高增长有保障。

六、市场关注的焦点和可能存在的风险

6.1 市场关注的焦点

6.1.1 低周转高毛利的销售策略渐成历史

在政策调控下的行业低谷期，低周转使销售收入的增长放缓。2008 年，公司房地产销售收入出现负增长。我们认为，一方面是由公司产品特点决定的。公司项目主要集中于一二线城市的核心地段，产品多以中高端稀缺住宅为主，保值增值潜力大，快速销售不利于股东利益最大化。另一方面，与公司从区域向全国开发过度期有关。2007 年公司初步完成全国性布局，而全国性大量供应从 2009 年才开始，供应的不均衡带来销售的不均衡从而影响销售增长。但这个供应不均衡问题，到 2009-2010 年已完全改观。此外，在历次行业低谷期公司的财务都相当稳健，低负债经营，偿债压力小，加上出租物业等业务贡献稳定的现金流，使公司不必完全依赖快速周转来回避可能带来的资金问题。

历次调控证明，一旦行业回暖，公司的收入均出现爆发性增长。例如在行业回暖的 2009 年，公司房地产销售收入增长率高达 338%，远远超出同等规模的房地产企业（当然这也和公司进入全国范围内大量供应有关）。

上文可见从 2009 年以来公司的开发销售节奏在持续提速，并将在招商局加大深圳投资的力推下继续快速增长。30 年来，招商局在蛇口累计投资逾 600 亿元；未来 5 年，招商局在深拟再投资 600 亿元，发展现代服务业和低碳经济等多项重大项目。主要有前海湾保税港区、前海合作区综合开发……，推进太子湾邮轮母港、海上世界综合体……等项目。招商局的再投资将有力地推动公司快速增长。

6.1.2 过往经营保守将获得有效改善

市场一直认为公司经营过于保守，我们认为，公司稳健但又不失进取。作为招商局旗下的房地产旗舰，公司秉承了集团“稳健经营”的风格。在房地产调控趋于频繁化、行业周期波动加剧的环境下，稳健经营有利于增强抗风险能力，实现长期持续增长。但公司也在积极进取，加速扩张。公司在2007年大量扩充土地储备、实现全国性布局就是明证。目前，公司全国布局已进入持续收获期，可结资源也将集中释放，业绩高增长可期。当前，公司手握大量货币资金，正在为获取控股股东深圳蛇口等区域大面积优质资源以及在行业调整中逢低购入全国主要城市优质资源做更好的准备。

6.2 可能存在的风险

公司项目储备主要集中于一二线重点城市和部分消费能力强的三线城市，产品定位中高端住宅，短期内调控对其有一定的影响。但从中长期看，从2007年开始中高端住宅用地供应持续减少，稀缺性日益显著，随着消费力的提升，未来10年改善需求依然旺盛，对于社区环境佳、地段好的招商品牌住宅而言升值的空间远大于间风险的发生。“限购令”更提升了市场对中高端大户型住宅需求，也在一定程度上缓解了公司在调控中可能面临的销售压力。

七、盈利预测、估值与投资建议

7.1 盈利预测

据我们跟踪，公司10年基本实现年初150亿元的房开的销售目标，加上09年尚余95亿元的预收款，公司10-11年两年的业绩已锁定。

我们预计公司10~12年房地产开发销售业务结算收入分别为108亿元、140亿元和183亿元。加上出租物业经营、物业管理、园区供电和房地产中介等业务，我们预计公司10~12年营业收入分别为125亿元、159亿元和202亿元，EPS分别为1.20元、1.54元和2.04元。对应市盈率分别为14倍、11倍和8倍。

7.2 估值

根据公司的资产负债结构得出公司的WACC是7.87%。在持有型物业折价20%的假设下，测算公司RNAV为32.69元。敏感性分析表明，即使在开发类项目销售价格比当前价格下跌30%的极端情况下，公司RNAV22.93元仍大幅高于目前股价，因此，公司的资产价值安全边际极高。

7.3 投资建议

11 年中期前，行业经营的政策环境仍然不宽松。16 个城市“限购令”的出台，以及 11 年规划建设 1000 万套保障房，表明中央对于房地产调控的决心和力度不减，政策调控仍存在加码可能。从宏观层面来看，为抑制通胀，信贷政策趋紧，再次小幅加息可能。预计 11 年上半年商品房供应集中释放的同时保障性住房建设成倍增加，将改变市场对住宅供需的预期，板块估值难以有上佳表现。但鉴于板块整体估值接近历史低位，而经济环境远好于 08 年底。我们认为，中国住房仍处于短缺时期，未来 10 年供给压力巨大，基本住房保障供应难以分食商品住宅市场的大量需求，从长期发展趋势向好来看，当前板块正在构筑长期大底，优质公司投资价值凸显，板块存在一轮价值修复的行情。

“住有所居”的战略将为中国经济和行业持续发展铺平道路，减少调控带来脉冲式的冲击。面对住房供应制度的革新，具有强大竞争力的全国性开发商-招商地产正在谋求更长远的发展空间，以更为灵活手段获得更多的市场份额和更多的发展资源。在调控常态下，我们应关注变革和调控时期，能及时作出合理战略布局、扩张与销售匹配，调控中能获取更多优质资源，销售更为突出，财务更加稳健、实力更为雄厚的招商地产作为短中长期资产配置的首选标的，分享与公司共同成长的快乐。

基于对行业短期的运营环境的谨慎考虑，保守估计，6 个月内公司合理股价应为 26 元（对应 11 年 17 倍 PE），股价 8 折交易。12 个月内，公司合理股价应为 32.7 元（11 年 21 倍 PE），股价回复到 RNAV32.7 元。公司股价在近期 10 年 11 月 30 日曾到过 15.53 元，RNAV4.7 折交易。12 月 31 日，股价 15.95 元，RNAV4.9 折交易，投资价值严重低估。

公司 10-11 年业绩锁定性强，短中长期内催化因素众多。短期催化因素：销售业绩超预期、前海规划出台、11 年可能购进控股股东资产海上世界资产、11 年销售可能超预期（增长超过 30%）。中长期内催化因素：全国性布局进入收获期、购入太子湾和前海等优质开发资源、蛇口旧改启动、厦漳大桥通车、台海关系取得突破、漳州项目取得突破，公司在全国开发快速增长等等催化因素。

全国性布局进入持续收获期，房地产销售收入增长潜力有待继续释放，控股股东雄厚的优质资源做发展后盾，以及公司在向“住宅销售+商业持有”模式转型的行业发展趋势中具有先发优势。因此，我们坚定看好公司的中长期投资价值，提高公司评级至“强烈推荐”评级。

表 18：未来 6-12 月合理股价（单位：元）

	2010E	2011E	2012E
EPS	1.20	1.54	2.04
PE（股价 17.14 元）	14	11	8
PE（股价 26 元）	21	17	13
PE（股价 32.7 元）	27	21	16

资料来源：中投证券研究所

图 33: 公司PE-Bands 资料来源: Wind、中投证券研究所

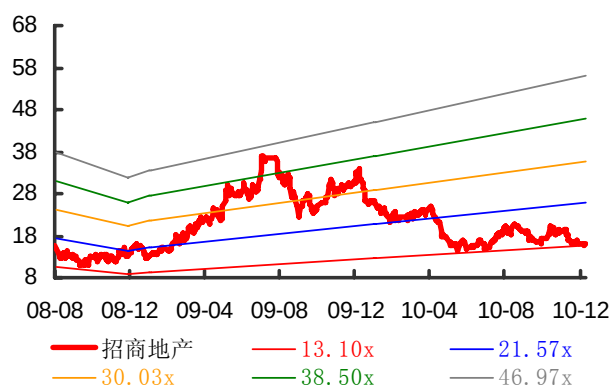
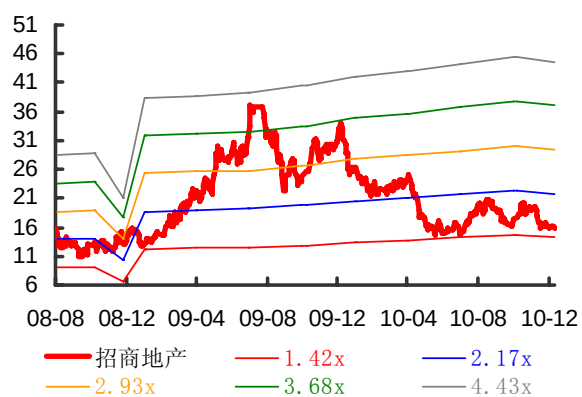


图 34: 公司PB-Bands 资料来源: Wind、中投证券研究所



附：财务预测表

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	52857	60655	70814	营业收入	10138	12534	15943	20213
现金	9489	10932	11127	12483	营业成本	5962	7339	9275	11707
应收账款	119	119	119	119	营业税金及附加	1623	1504	1913	2426
其它应收款	1927	1927	1927	1927	营业费用	285	353	449	569
预付账款	9	9	9	9	管理费用	209	220	220	220
存货	30461	39247	46849	55652	财务费用	-15	10	70	4
其它	631	625	625	625	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5261	5485	5415	5345	公允价值变动收益	-104	-1	0	0
长期投资	617	617	617	617	投资净收益	305	50	50	50
固定资产	300	275	246	213	营业利润	2275	3157	4066	5338
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	30	16	0	0
其它	4345	4593	4553	4516	营业外支出	30	12	0	0
资产总计	47897	58343	66070	76159	利润总额	2274	3161	4066	5338
流动负债	23712	26770	31575	37821	所得税	519	722	929	1219
短期借款	1373	0	0	0	净利润	1754	2439	3137	4119
应付账款	2706	2706	2706	2706	少数股东损益	110	385	490	621
其它	19634	24064	28869	35115	归属母公司净利润	1644	2054	2648	3498
非流动负债	5883	10952	10952	10952	EBITDA	2315	3220	4190	5396
长期借款	5720	10780	10780	10780	EPS (元)	0.96	1.20	1.54	2.04
其它	162	171	171	171	主要财务比率				
负债合计	29595	37722	42526	48773	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2023	2408	2898	3519	成长能力				
股本	1717	1717	1717	1717	营业收入	183.7	23.6%	27.2%	26.8%
资本公积	8488	8488	8488	8488	营业利润	76.3%	38.8%	28.8%	31.3%
留存收益	6001	7883	10317	13538	归属于母公司净利润	33.9%	25.0%	28.9%	32.1%
归属母公司股东权益	16279	18213	20646	23867	获利能力				
负债和股东权益	47897	58343	66070	76159	毛利率	41.2%	41.4%	41.8%	42.1%
现金流量表					净利率	16.2%	16.4%	16.6%	17.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	10.1%	11.3%	12.8%	14.7%
经营活动现金流	7055	-2017	449	1605	ROIC	12.6%	13.4%	15.3%	17.7%
净利润	1754	2439	3137	4119	偿债能力				
折旧摊销	56	53	53	54	资产负债率	61.8%	64.7%	64.4%	64.0%
财务费用	-15	10	70	4	净负债比率	28.37	32.03%	28.41	24.78%
投资损失	-305	-50	-50	-50	流动比率	1.80	1.97	1.92	1.87
营运资金变动	5498	-4503	-2836	-2607	速动比率	0.50	0.49	0.42	0.39
其它	66	34	74	86	营运能力				
投资活动现金流	-446	-107	31	31	总资产周转率	0.24	0.24	0.26	0.28
资本支出	76	0	0	0	应收账款周转率	86	101	128	163
长期投资	-870	145	0	0	应付账款周转率	2.61	2.71	3.43	4.33
其它	-1240	38	31	31	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-5189	3567	-284	-280	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.20	1.54	2.04
短期借款	-2241	-1373	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	4.11	-1.17	0.26	0.93
长期借款	-1087	5060	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.61	12.02	13.90
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	18.36	14.70	11.40	8.63
其它	-1800	-120	-284	-280	P/B	1.85	1.66	1.46	1.26
现金净增加额	1418	1442	196	1356	EV/EBITDA	12	9	7	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

张 岩: 实习生, 某国内著名大学研究生

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434