

目 录

1-5 月完成认购约 67 亿	3
新开工完成约 130 万	3
限价推售加快去化，未来仍有隐忧	3
早起的鸟儿有食吃	3
招商雍景湾：双拼大户型去化隐忧难消	4
招商观园：下半年推售别墅类产品	6
附：水榭春天开盘情况	7
风险提示	7

图表目录

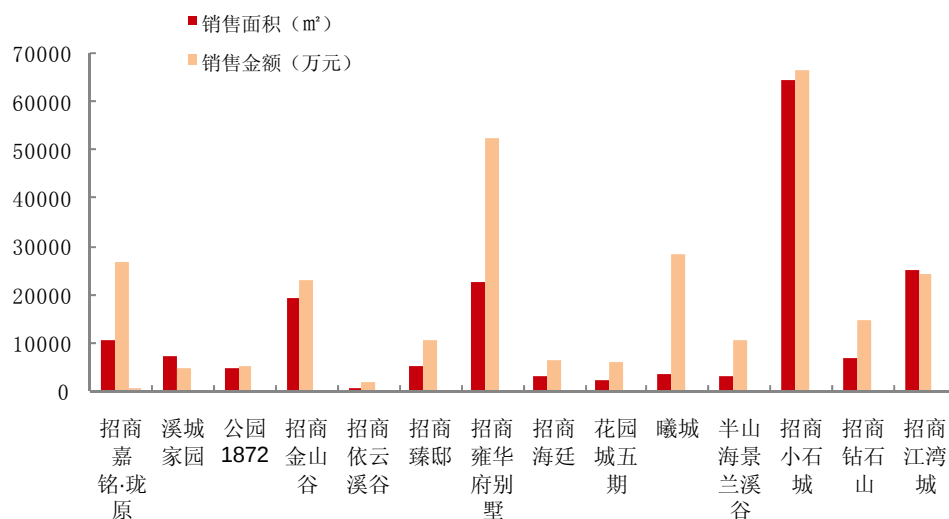
图 1： 公司 1-5 月主要项目销售情况	3
图 2： 雍景湾沙盘及销控表	5
图 3： 雍景湾推盘情况	5
表格 1： 深圳 6 月限价入市楼盘	4
表格 2： 限价楼盘蓄客及销售情况	4
表格 3： 招商观园开盘情况	6

销售情况：1-5 月完成认购约 67 亿

公司截止 5 月底总认购金额约为 67 亿,其中兰溪谷约 2 亿(加国际公寓为约 3 个亿);澜园约 3 亿;观园约 5-6 亿;佛山项目合计约 7 亿;上海项目合计约 6 亿,漳州约 2 亿;天津约 3 亿;重庆江湾城约 2 亿。上半年实现销售均价与 2010 年相比基本持平,为 15000 元/平米左右。公司上半年推售的项目由于采取较为灵活的定价策略,去化率保持在 70%-80%左右,去化效果较为理想。其中深圳今年推售的两个限价楼盘招商观园和雍景湾市场影响较大。

根据公司 2010 年年报披露,今年的销售目标为 200 亿,粗略测算公司半年度约可完成 85 亿左右的销售额。由于下半年推售的项目基本为上半年所推项目的后续批次,随着下半年推盘增加去化压力的加大以及今年各地限价政策给价格上涨带来的压制影响,我们判断公司今年销售额超预期的概率较小。

图 1: 公司 1-5 月主要项目销售情况



资料来源: 各地房管局, 华泰联合证券研究所

新开工完成约 130 万

公司今年制定了 277 万的新开工计划,目前为止约完成 130 万,主要开工项目为深圳蛇口的金三九和金融中心二期,海上世界改造项目的住宅部分 28 万平方米将在年底开工。

限价推售加快去化, 未来仍有隐忧

早起的鸟儿有食吃

6 月深圳三个限价楼盘入市,分别为招商观园、莱蒙水榭春天和招商雍景湾,其中公司项目占了两个,这三个楼盘代表了深圳市目前市面上高中低端三种产品类型,限价

幅度也根据产品不同分别达到了 3000-10000 元/平米不等。从开盘当日的去化率来看均十分理想，基本达到 70%。我们认为，在市场前期持续观望集聚的大量购买需求环境下，率先以低于市场预期的售价入市（无论是被动还是主动）是一个多赢的选择，一方面保证了去化速度和现金回流，另一方面达到了很好的宣传效果，为后期产品推售集聚客户资源和项目认知度。

表格 1：深圳 6 月限价入市楼盘

项目	位置	周边售价	限价	开盘去化率
招商观园	宝安观澜片区	15000	12000	80%
莱蒙水榭春天	龙华中心城	26000	21000	95%
招商雍景湾	南山后海	45000	35000	64%

资料来源：市场公开信息，项目调研，华泰联合研究所

表格 2：限价楼盘蓄客及销售情况

项目	位置	推盘数量（套）	认筹人数	产品类型	主要剩余产品
招商观园	宝安观澜片区	504	1100	89 m ² （两房）140 m ² （三房）163 m ² （三房）	140-160 平米大户型
莱蒙水榭春天	龙华中心城	1300	4000	64 m ² 、89 m ² （两房）143 m ² （三房）163 m ² （三房）	140-160 平米大户型
招商雍景湾	南山后海	873	8000	50 平米的 1 房、82 平米的 2 房、88 平米的 3 房及 135 平米的 4 房。	双拼大户型及部分朝向较差的小户型

资料来源：市场公开信息，项目调研，华泰联合研究所

招商雍景湾：双拼大户型去化隐忧难消

公司雍景湾项目 6 月 18 日开盘，作为深圳关内第一个限价销售的楼盘，开盘当天去化率为 64%，细化产品去化情况来看，小户型以及单个单房产证的大面积改善型住房去化较快，但双房产证的拼合户型去化速度很慢，仅有 12%。该项目剩余未推的 3 栋和 7 栋均是拼合的大面积产品，预计将在下半年进入销售，以目前的限贷及限购政策执行力度来看，该项目剩余产品的推售难度将比现有产品加大，判断下半年的去化将很难达到此次开盘的水平。

- ✓ 第一梯队：**130-140 平米非拼合三房**单位受到首改客户追捧，开盘当天销售率约 **95%**；
- ✓ 第二梯队：**55 平米一房**单位由于总价低，开盘当天销售率达到 **75%**；
- ✓ 第三梯队：**82 平米两房及 88 平米小三房**单位，赠送面积多，开盘当天销售率约 **70%**；
- ✓ 第四梯队：**140 平米拼合三房**单位，受到限购影响，走量较慢，开盘当天销售率约 **12%**。

图 2: 雍景湾沙盘及销控表



资料来源: 各地房管局, 华泰联合证券研究所

图 3: 雍景湾推盘情况



资料来源: 楼盘调研, 华泰联合证券研究所

招商观园：下半年推售别墅类产品

项目位于深圳宝安观澜，是深圳第一个限价入市的楼盘，6月4日开盘，当天实现去化80%。项目下半年将推售拼合类大户型以及别墅类产品，从产品推售结构上看，项目要复制此次开盘高去化率的可行性也将较小。

表格 3：招商观园开盘情况

项目名称	招商观园一期高层
发展商	深圳招商房地产有限公司
代理商	自售
项目位置	宝安鹭湖国际住区（观澜街道环观南路与梅观高速交汇处）
类型/规模	占地面积: 147595.15 m ² 建筑面积: 222221.00 m ² ；本次批售面积 147595.15 m ²
推售套数	6月4日开盘推出6栋、7栋，共504套（拼后）
推售户型	89 m ² （两房）252套 140 m ² （三房）176套（双拼） 163 m ² （三房）176套（双拼）
开盘时间	2011年6月4日上午9点（6月3日晚12点半开始针对算价客户分批通知，大部份客户通宵排队）
开盘地点	招商观园售楼处
均价	整体实收均价：12300/m ² （开盘总价减免5万，vip卡客户额外再减3万）。
销售率	开盘当天截止下午6点，签约区签约排号至300号，销控显示共成交392套（拼后），整体销售率77%；其中89平米252套，销售率100%；140平米137套，销售率78%；163平米104，销售率为58%。
到场客户数量	当天领取号码客户约1100批。
客户构成	成交客户以观澜本地客户，及被龙华、坂田挤压的客户为主，极少量关内客户，89平米吸纳少部分投资客。客户购买主要以首置、首改为主。

资料来源：项目调研，华泰联合研究所

附：水榭春天开盘情况

项目名称	莱蒙水榭春天花园（三期）
发展商	深圳市水榭花都房地产开发有限公司
代理商	中原地产
项目位置	宝安区龙华人民南路
类型/规模	全部为 30-33 层的高层住宅 本次批售面积 115080 m ²
推售套数	6 月 11 日开盘推出三期全部的房源，8 栋、9 栋、10 栋、11 栋、12 栋，共 1085 套（拼后）
推售户型	67 m ² ：191 套，占 18% 78 m ² ：29 套，占 2% 89 m ² ：281 套，占 26% 115-120 m ² ：372 套（120 m ² 部分双拼），占 34% 143-150 m ² ：180 套（双拼），占 17% 162 m ² ：31 套（双拼），占 3%
开盘时间	2011 年 6 月 11 日上午 9 点半开始抽号选房
开盘地点	大中华国际交易广场一楼中庭
均价	67 m ² ：1.75-2.15 万元/平，位置较好的 2.26-2.31 万元/平 78 m ² ：2.05-2.22 万元/平 89 m ² ：1.83-2.13 万元/平，位置较好的 2.31-2.41 万元/平 115-120 m ² （部分拼合）：1.63-2.09 万元/平，位置较好的 2.21-2.26 万元/平 143-150 m ² ：1.81-2.07 万元/平，位置较好的 2.13 万元/平 162 m ² ：2.16-2.32 万元/平
销售率	开盘当天截止中午 11：30，有 12 组约 200 余批客户进入选房，此时销控显示成交率约 80%。 其中 67、89 平消化率接近 90%，78、115-120 平消化率约 70%，143-150、162 平走量较慢。
到场客户数量	当天领取号码客户约 1200 批。 前期认筹的老客户为 A 组，每个组有 20 批客户。客户从 8 点开始签到，截至到 9 点半，A 组已发号到第 73 组。 当天新到访的新客户可以现场查征信，有购买资格的客户可以获得选房资格，发 B 组号，每组 20 批客户，截至到 10：30，B 组发号到第 08 组。
客户构成	客户以关内首置客户为主，各个区域的客户都有较大比例，主要来自福田、龙华。到场客户中，以 28-35 岁的中青年居多，多数是与父母或幼子前来，购买主要以首置、首改为主。

资料来源：项目调研，华泰联合研究所

风险提示

房地产市场限购限贷政策持续将给公司项目持续保持高去化率带来影响。

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	53611	51914	57034	67577	营业收入	13782	17726	22467	28718
现金	9676	9267	5916	5744	营业成本	8300	12519	15010	19125
应收账款	103	231	248	319	营业税金及附加	1647	1192	2169	3106
其他应收款	4145	3406	3652	3570	营业费用	285	321	395	550
预付账款	6	6	6	6	管理费用	237	275	324	460
存货	38699	38023	46231	56957	财务费用	93	-93	-60	-116
其他流动资产	982	981	981	981	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	6207	6175	6142	6109	公允价值变动收益	-14	0	0	0
长期投资	598	598	598	598	投资净收益	65	49	58	51
固定资产	261	241	213	183	营业利润	3265	3561	4688	5644
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	18	23	22	22
其他非流动资产	5349	5337	5331	5328	营业外支出	10	17	17	16
资产总计	59818	58089	63176	73685	利润总额	3272	3567	4693	5649
流动负债	28508	24150	25729	32040	所得税	788	885	1173	1412
短期借款	1172	3000	3000	7320	净利润	2484	2682	3520	4237
应付账款	4758	4758	4758	4758	少数股东损益	473	0	185	244
其他流动负债	22578	16393	17972	19962	归属母公司净利润	2011	2682	3335	3993
非流动负债	10165	10362	10563	10763	EBITDA	3545	3500	4661	5562
长期借款	9996	10196	10396	10596	EPS (元)	1.17	1.56	1.94	2.33
其他非流动负债	169	166	167	167					
负债合计	38672	34513	36293	42803					
少数股东权益	2938	2938	3124	3367					
股本	1717	1717	1717	1717					
资本公积	8484	8484	8484	8484					
留存收益	7840	10436	13558	17313					
归属母公司股东权益	18207	20638	23760	27515					
负债和股东权益	59818	58089	63176	73685					

现金流量表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-4446	-2321	-3466	-4618	成长能力				
净利润	2484	2682	3520	4237	营业收入	36.0%	28.6%	26.7%	27.8%
折旧摊销	187	32	33	34	营业利润	43.5%	9.1%	31.6%	20.4%
财务费用	93	-93	-60	-116	归属于母公司净利润	22.3%	33.3%	24.3%	19.7%
投资损失	-65	-49	-58	-51	获利能力				
营运资金变动	-7117	-4729	-6900	-8721	毛利率(%)	39.8%	29.4%	33.2%	33.4%
其他经营现金流	-28	-163	-0	-0	净利率(%)	14.6%	15.1%	14.8%	13.9%
投资活动现金流	80	50	58	51	ROE(%)	11.0%	13.0%	14.0%	14.5%
资本支出	44	0	0	0	ROIC(%)	12.5%	10.4%	10.9%	10.2%
长期投资	-18	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	106	50	58	51	资产负债率(%)	64.6%	59.4%	57.4%	58.1%
筹资活动现金流	4524	1861	57	4394	净负债比率(%)	15.8%	24.5%	34.7%	45.4%
短期借款	-201	1828	0	4320	流动比率	1.88	2.15	2.22	2.11
长期借款	4276	200	200	200	速动比率	0.52	0.58	0.42	0.33
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-3	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.30	0.37	0.42
其他筹资现金流	453	-166	-143	-126	应收账款周转率	121	106	94	101
现金净增加额	139	-410	-3351	-172	应付账款周转率	2.22	2.63	3.15	4.02
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.17	1.56	1.94	2.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	-2.59	-1.35	-2.02	-2.69
					每股净资产(最新摊薄)	10.60	12.02	13.84	16.02
					估值比率				
					P/E	15.91	11.94	9.60	8.02
					P/B	1.76	1.55	1.35	1.16
					EV/EBITDA	10	10	7	6



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn