

相关研究:

招商地产中报点评: 毛利率改善助力业绩, 2011.08.10;
招商地产调研简报: 业绩稳健, 扩张有序, 2011.08.29;
招商地产深度报告: 新起点、新机遇、新发展, 2011.09.13.

投资评级: **买入**

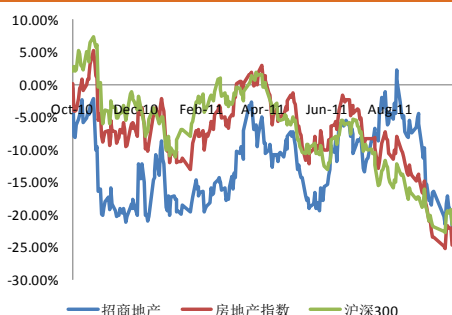
当前价格: **18.00 元**
目标价格: **21.10 元**
目标期限: **6-12 个月**

市场数据

总股本(百万股) 1717.30
A 股股本(百万股) 1575.86
B/H 股股本(百万股) 141.44/-
A 股流通比例(%) 43.42
12 个月最高/最低(元) 21.34/15.50
第一大股东 招商局
第一大股东持股比例 40.38%
上证综指/沪深 300 2,199/2,346

注: 2011 年 12 月 30 日数据

近十二个月股价表现



招商地产 (000024):

逆市拿地, 优化布局

投资要点:

□ 竞拍+股权收购, 取得武汉和青岛项目

2011 年 12 月 20 日公司成功竞得武汉市汉阳墨水湖南岸 A、B、C 三个地块, 总建筑面积 109.52 万平方米, 总地价 34.1 亿元, 平均楼板价 3114 元/平方米; 12 月 29 日公司通过股权转让方式取得青岛市城阳区流亭街道空港经济区 20081837、20081844、20081846、201013560 号四个地块, 总建筑面积约 29.46 万平方米, 总取得成本约 2.9 亿元, 平均楼板价约 1000 元/平方米。

□ 销售业绩+融资渠道奠定逆市扩张基础

2011 年公司取得良好的销售业绩, 合同销售金额预计 210 亿元以上, 超过年度计划约 5%-10%。截至 2011 年 9 月末, 公司货币资金达到 123 亿元, 同比增长 27.6%, 为公司逆市扩张提供条件。同时, 顺畅的融资渠道也助推公司扩张。公司竞拍武汉地块的资金主要来自于外币借款, 资金压力相对较小; 且借款利率不到 3%, 融资成本相对较低。

□ 逆市拿地主要看项目投资价值

武汉墨水湖南岸三地块具有较强的稀缺性, 位于武汉新区重点发展片区居住用地的核心区域, 环抱墨水湖, 周边房价约 8000 元/平方米。公司将项目定位于环湖中高端商品住宅, 预计售价在 10000 元/平方米以上, 项目投资价值较大。青岛四地块位于空港经济区, 该区域是青岛重点发展区域, 产业和区位优势明显, 且项目用于开发商业办公楼, 未来市场前景较好。青岛项目将“租售并举”, 有利于加快资金回笼, 降低项目风险, 且青岛项目楼板价仅 1000 元/平方米, 而周边房价大多在 7000 元/平方米以上, 项目投资回报率较高。

□ 优化区域布局, 启动新一轮扩张

公司项目主要集中在北上广深等一线城市, 在二三线城市的项目相对较少。公司成功取得武汉和青岛项目后, 公司二线城市的土地储备增加约 129 万平方米, 有利于优化项目的区域布局。同时, 逆市拿地反映出公司启动了新一轮扩张, 与年初提出的适度利用财务杠杆, 加快周转, 做大规模的战略吻合, 公司将步入快速发展阶段。

估值和投资建议:

武汉、青岛项目投资价值较高, 毛利率将在 30% 以上, 预计 2013 年实现预售, 2014 或 2015 年结转收入贡献利润。因此, 维持此前盈利预测, 2011-2013 年 EPS 分别为 1.53 元、2.11 元和 2.66 元, 动态 PE 分别为 11.83 倍、8.55 倍和 6.78 倍, PB 分别为 1.50 倍、1.29 倍和 1.10 倍。武汉、青岛项目将增厚公司每股 NAV 约 1.53 元, 至 26.77 元, 折价率约 32.77%。结合公司基本面的状况, 参照房地产行业一般估值水平, 给予公司 2012 年 10 倍 PE, 6-12 个月目标价 21.10 元。

分析师: 苏多永

(8621) 68634510-8010

sdy3378@xcsc.com

执业证书编号: S0500511070003

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	53611	62568	69712	80019	营业收入	13782	17155	19322	23338
现金	9676	21023	26467	35941	营业成本	8300	9607	10627	12602
应收账款	103	196	131	267	营业税金及附加	1647	1887	1932	2100
其他应收款	4145	4526	5335	6348	营业费用	285	429	425	560
预付账款	6	9	9	11	管理费用	237	429	386	513
存货	38699	35950	36866	36560	财务费用	93	453	198	-81
其他流动资产	982	865	904	891	资产减值损失	6	6	10	28
非流动资产	6207	5829	5905	5842	公允价值变动收益	-14	36	67	-18
长期投资	598	604	602	603	投资净收益	65	95	150	120
固定资产	261	241	213	183	营业利润	3265	4475	5960	7716
无形资产	0	-35	-63	-86	营业外收入	18	10	8	12
其他非流动资产	5349	5020	5153	5143	营业外支出	10	8	6	9
资产总计	59818	68397	75617	85861	利润总额	3272	4477	5962	7719
流动负债	28508	33332	36072	40822	所得税	788	1119	1491	1930
短期借款	1172	2500	2800	3000	净利润	2484	3358	4472	5789
应付账款	4758	5124	5809	6834	少数股东损益	473	739	847	1220
其他流动负债	22578	25708	27462	30988	归属母公司净利润	2011	2619	3625	4570
非流动负债	10165	10762	10963	11063	EBITDA	3404	5005	6229	7696
长期借款	9996	10596	10796	10896	EPS (元)	1.17	1.53	2.11	2.66
其他非流动负债	169	167	167	167					
负债合计	38672	44095	47035	51885	主要财务比率				
少数股东权益	2938	3677	4524	5743	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1717	1717	1717	1717	成长能力				
资本公积	8484	8484	8484	8484	营业收入	36.0%	24.5%	12.6%	20.8%
留存收益	7840	10253	13608	17805	营业利润	43.5%	37.1%	33.2%	29.5%
归属母公司股东权益	18207	20626	24058	28233	归属于母公司净利润	22.3%	30.2%	38.4%	26.1%
负债和股东权益	59818	68397	75617	85861	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	39.8%	44.0%	45.0%	46.0%
单位:百万元					净利率(%)	6.5%	14.6%	15.3%	18.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	11.0%	12.7%	15.1%	16.2%
经营活动现金流	-4446	10006	5268	9352	ROIC(%)	12.5%	26.0%	34.0%	58.3%
净利润	2484	3358	4472	5789	偿债能力				
折旧摊销	47	76	70	60	资产负债率(%)	64.6%	64.5%	62.2%	60.4%
财务费用	93	453	198	-81	净负债比率(%)	33.68%	33.49%	32.59%	30.08%
投资损失	-65	-95	-150	-120	流动比率	1.88	1.88	1.93	1.96
营运资金变动	-7117	6140	624	3706	速动比率	0.51	0.79	0.90	1.06
其他经营现金流	113	73	54	-3	营运能力				
投资活动现金流	80	294	71	139	总资产周转率	0.26	0.27	0.27	0.29
资本支出	44	0	0	0	应收账款周转率	117	106	110	109
长期投资	-18	-209	70	-23	应付账款周转率	2.22	1.94	1.94	1.99
其他投资现金流	106	85	140	116	每股指标(元)				

筹资活动现金流	4524	1047	105	-17	每股收益(最新摊薄)	1.17	1.53	2.11	2.66
短期借款	-201	1328	300	200	每股经营现金流(最新摊薄)	-2.59	5.83	3.07	5.45
长期借款	4276	600	200	100	每股净资产(最新摊薄)	10.60	12.01	14.01	16.44
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-3	0	0	0	P/E	15.41	11.83	8.55	6.78
其他筹资现金流	453	-881	-395	-317	P/B	1.70	1.50	1.29	1.10
现金净增加额	139	11346	5444	9474	EV/EBITDA	10	7	5	4

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。