

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 张岩

S0960111080637

010-63222861

zhangyan1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 26.00 元

当前股价: 18.43 元

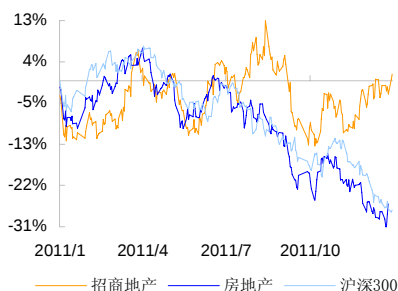
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2285.74
总股本(百万)	1575
流通股本(百万)	684
流通市值(亿)	126
EPS	1.17
每股净资产(元)	10.60
资产负债率	64.65%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
招商地产	7.08	13.86	0.58
房地产	-8.11	-8.98	-28.37
沪深 300 指数	-6.20	-8.24	-23.82



相关报告

招商地产-独特可持续的资源拓展模式——获取武汉墨水湖项目点评 2011-12-26

招商地产-业绩、销售高增长, 提速发展正在进行 2011-10-19

招商地产-加速发展, 屡超预期 2011-08-09

招商地产

000024

强烈推荐

产业协同拓展, 新一轮扩张开启

投资要点:

- 底价获取贵州省毕节市南部新区 2 幅商住用地, 成本极为低廉, 且区域发展潜力巨大。建面总计 72 万平米, 容积率 3.5, 总地价 3.3 亿元, 平均楼面地价约 450 元/平米, 目前周边在售项目均价约 3000 元/平米, 土地成本不到售价的六分之一。此外, 受益于独特政治优势, 毕节市区域发展潜力巨大, 项目售价仍有较大提升空间。毕节是 1988 年时任贵州省委书记的胡锦涛同志亲自倡导, 并报经国务院批准建立的“开发扶贫、生态建设”试验区, 一直深受各级政府和各民主党派的重视。“十一五”期间毕节市 GDP 年均增长 14%, 为贵州省发展最快的地区之一, 已跻身贵州省前三, “十二五”规划进一步提出了 17% 以上的 GDP 年均增长率目标。
- 项目的获取显著受益于集团与当地政府的合作关系。根据招商局集团网站披露, 集团从 2004 年开始定点帮扶毕节市威宁县。11 年初集团转变帮扶方式, 由“救济式”转变为“开发式”, 即产业项目投入的方式。目前已落地的项目包括物流分发中心、旅游地产“幸福小镇”等, 此外集团还帮助引进了片仔癀药业等知名企业入驻当地。
- 进一步印证了我们对公司将逆市开启新一轮扩张的判断, 预计后续还会有新的进展。公司财务杠杆提升空间大, 现金充裕, 后续拓展空间大, 有能力也有意愿抓住调控带来的“熊市拿地”的历史机遇, 为更长远的发展奠定更坚实的基础。
- 我们在此前的报告中首次详细概括和分析了公司独特的“产业协同拓展”模式, 毕节项目是该模式在二三线城市复制的又一次突破。“产业协同拓展”模式即集团产业协同向全国各地拓展, 与地方政府进行全面战略合作, 一方面显著增强公司在当地拓展的优势, 另一方面区域综合开发领域的合作将直接给公司带来可观的资源。集团与地方政府存在利益互补关系是公司能够持续获取低成本资源的坚实保障。该模式在二三线城市具有很强的可复制性, 后续空间巨大。公司 11 年初以来新进入的武汉、镇江、青岛、毕节 4 个城市都是与集团有合作关系的城市。
- 11 年超额完成销售金额 200 亿元的目标, 11-12 年业绩基本锁定。12 年可售货量充足, 销售持续高速增长可期。11-13 年 EPS1.52/1.98/2.51 元, RNAV32.5 元, 目前股价 5.7 折交易, 价值严重低估。公司是行业调整中少有的处在自身发展通道中的高增长公司, 是龙头房企中唯一具有强烈业绩提升拐点预期的公司。在集团加大支持力度和公司自身发生持续向好转变的双重动力推动下, 公司发展速度相对于万科和保利将显著加快, 估值相对于 RNAV 大幅折价的局面已经并将继续发生逆转, 向万科、保利靠拢。除与万科、保利同样具有估值修复的投资机会外, 公司还具有“提速发展”带来的估值提升的投资机会, 因此维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示: 规模扩张加速面临的区域拓展风险、人才储备风险、管控风险, 以及行业经营环境超预期恶化的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13782	15983	20171	24193
收入同比(%)	36%	16%	26%	20%
归属母公司净利润	2011	2614	3398	4303
净利润同比(%)	22%	30%	30%	27%
毛利率(%)	39.8%	43.5%	44.2%	44.9%
ROE(%)	11.0%	12.7%	14.3%	15.6%
每股收益(元)	1.17	1.52	1.98	2.51
P/E	15.66	12.05	9.27	7.32
P/B	1.73	1.53	1.33	1.14
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	53611	67548	77838	90065
现金	9676	13962	15627	21286
应收账款	103	103	103	103
其他应收款	4145	4145	4145	4145
预付账款	6	6	6	6
存货	38699	48352	56978	63545
其他流动资产	982	981	981	981
非流动资产	6207	5640	5352	5284
长期投资	598	598	598	598
固定资产	261	241	213	183
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	5349	4802	4541	4504
资产总计	59818	73188	83190	95349
流动负债	28508	33975	40255	47751
短期借款	1172	0	0	0
应付账款	4758	4758	4758	4758
其他流动负债	22578	29217	35498	42993
非流动负债	10165	15227	15227	15227
长期借款	9996	15056	15056	15056
其他非流动负债	169	171	171	171
负债合计	38672	49202	55482	62978
少数股东权益	2938	3411	4007	4723
股本	1717	1717	1717	1717
资本公积	8484	8484	8484	8484
留存收益	7840	10248	13373	17322
归属母公司股东权益	18207	20575	23700	27649
负债和股东权益	59818	73188	83190	95349

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-4446	401	2261	6261
净利润	2484	3086	3994	5019
折旧摊销	47	52	53	54
财务费用	93	296	353	276
投资损失	-65	-50	-50	-50
营运资金变动	-7117	-3018	-2225	912
其他经营现金流	113	35	136	50
投资活动现金流	80	532	30	30
资本支出	44	0	0	0
长期投资	-18	-501	0	0
其他投资现金流	106	31	30	30
筹资活动现金流	4524	3352	-626	-631
短期借款	-201	-1172	0	0
长期借款	4276	5060	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	453	-536	-626	-631
现金净增加额	139	4286	1665	5660

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13782	15983	20171	24193
营业成本	8300	9023	11258	13340
营业税金及附加	1647	1918	2420	2903
营业费用	285	400	504	605
管理费用	237	336	424	508
财务费用	93	296	353	276
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	-14	0	0	0
投资净收益	65	50	50	50
营业利润	3265	4062	5262	6611
营业外收入	18	16	0	0
营业外支出	10	12	0	0
利润总额	3272	4066	5262	6611
所得税	788	979	1267	1592
净利润	2484	3086	3994	5019
少数股东损益	473	473	596	715
归属母公司净利润	2011	2614	3398	4303
EBITDA	3404	4410	5668	6941
EPS (元)	1.17	1.52	1.98	2.51

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	36.0%	16.0%	26.2%	19.9%
营业利润	43.5%	24.4%	29.5%	25.6%
归属于母公司净利润	22.3%	30.0%	30.0%	26.6%
获利能力				
毛利率	39.8%	43.5%	44.2%	44.9%
净利率	14.6%	16.4%	16.8%	17.8%
ROE	11.0%	12.7%	14.3%	15.6%
ROIC	12.5%	14.2%	16.8%	21.5%
偿债能力				
资产负债率	64.6%	67.2%	66.7%	66.0%
净负债比率	33.68	34.37%	30.48	26.85%
流动比率	1.88	1.99	1.93	1.89
速动比率	0.51	0.55	0.51	0.55
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.24	0.26	0.27
应收账款周转率	117	143	180	216
应付账款周转率	2.22	1.90	2.37	2.80
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.52	1.98	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.59	0.23	1.32	3.65
每股净资产(最新摊薄)	10.60	11.98	13.80	16.10
估值比率				
P/E	15.66	12.05	9.27	7.32
P/B	1.73	1.53	1.33	1.14
EV/EBITDA	10	8	6	5

相关报告

报告日期	报告标题
2011-12-26	招商地产-独特可持续的资源拓展模式——获取武汉墨水湖项目点评
2011-10-19	招商地产-业绩、销售高增长，提速发展正在进行
2011-08-09	招商地产-加速发展，屡超预期
2011-06-26	招商地产-前海合作区立法利好公司，经营销售屡超预期
2011-04-20	招商地产-业绩靓丽，盈利大幅提升
2011-03-29	招商地产-发展进入历史性新阶段，催化因素不断
2011-01-03	招商地产-高位蓄水、厚积薄发

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, 15 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、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

张岩, 中投证券房地产行业分析师, 毕业于北京大学经济学院金融学专业, 经济学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434