

效率提升成果逐步显现

——招商地产（000024）调研报告

2012 年 2 月 20 日

强烈推荐/维持

招商地产

调研报告

报告摘要:

- **多元的房地产龙头公司。**公司是一家以房地产开发销售为主的业务多元化的公司，公司的房地产开发销售占到公司销售收入的 88%，出租物业经营、园区供电和物业管理业务各占公司总销售收入的 3%-4%。公司各项业务中，房地产开发与销售和出租物业经营的毛利率最高，由于公司未来的经营策略是加速资产的周转，可能会牺牲掉一部分盈利能力，因此公司的毛利率存在向下的压力，但公司的项目储备中，仍然有相当部分盈利能力很强的资源，因此公司的毛利率存在着很好的支撑。
- **深耕三大经济圈，逐步拓展中西部。**公司是全国性的开发企业，在我国的三大经济圈内深耕多年，公司从深圳起家，因此在珠三角的布局也最为成熟，但公司近两年加大了三大经济区之外的区域布局，尤其是中西部地区的布局力度加大。目前在公司的储备结构中，成都、重庆、武汉、漳州、厦门等区域的比例已经超过珠三角，成为公司布局最多的地区。
- **效率提升效果显著。**公司近两年的资产周转率有明显提升，尤其是客户服务、推盘节奏能力的提升，使得公司销售速度明显加快。公司通过权力下放缩短管理链条、产品标准化、改进考核机制等方法调动公司上下的积极性，提高经营效率。另外，公司还将对目前持有的经营性物业进行整合，适当盘活非核心物业，集中资源和精力发展自身所擅长的物业和优质物业。公司的这一系列措施将带动资产周转效率持续提升。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 155.65 亿元、196.72 亿元和 258.38 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 25.98 亿元、30.71 亿元和 37.49 亿元，基本每股收益分别为 1.51 元、1.79 元和 2.18 元，对应市盈率分别为 12.28、10.39 和 8.51。按照 2012 年业绩 13 倍市盈率，我们给与公司六个月目标价 23 元，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入(百万元)	10,138	13,782	15,565	19,672	25,838
增长率(%)	183.72%	35.95%	12.93%	26.39%	31.35%
净利润(百万元)	1,644	2,011	2,598	3,071	3,749
增长率(%)	33.93%	22.34%	29.17%	18.18%	22.09%
每股收益(元)	0.957	1.170	1.513	1.788	2.183
净资产收益率(%)	10.54%	11.66%	13.07%	14.14%	15.64%
PE	19.41	15.88	12.28	10.39	8.51
PB	1.96	1.75	1.61	1.47	1.33

郑闵钢

执业证书编号: S1480510120012

房地产行业分析师

010-66554031 Zhengmg@dxzq.net.cn

联系人: 张鹏

010-66554029 Zhangpeng@dxzq.net.cn

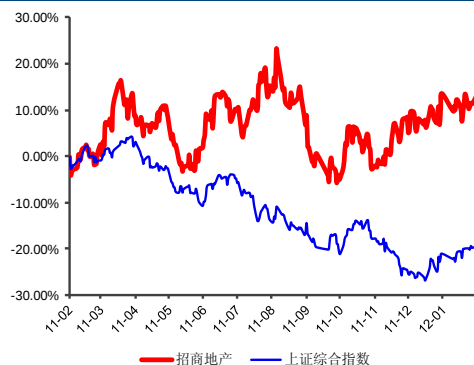
资产负债表数据 (9.30)

总资产(百万元)	71,675.22
股东权益(百万元)	23,690.86
每股净资产(元)	11.74
市净率(X)	1.58
负债率(%)	66.95

交易数据

52 周股价区间(元)	15.55--20.50
总市值(万元)	2,894,692.34
流通市值(万元)	1,271,257.06
总股本/流通 A 股(万股)	171,730/68,421
流通 B 股/H 股(万股)	14,140.87
52 周日均换手率	1.36

52 周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

- 1、《招商地产：综合运营能力强，调控下更显优势》 2011-10-19
- 2、《招商地产（000024）：“效率就是生命”效率加速增长》 2011-8-11
- 3、《招商地产：商业地产将提升公司价值》 2011-3-22

目 录

1、公司是中国绿色地产的首倡者.....	3
2、公司以房地产开发为主，多点开花.....	4
3、公司地产业务快速发展.....	5
3、多元化业务齐头并进.....	7
4、效率提升成果显著.....	9
5、盈利预测及投资建议.....	9

表格目录

表 1：公司盈利预测表.....	10
------------------	----

插图目录

图 1：公司股权结构图.....	3
图 2：公司历年营业收入及增长率.....	4
图 3：公司历年净利率及增长率.....	4
图 4：2011 年中期公司收入结构.....	5
图 5：公司历年业务毛利率.....	5
图 6：2010 年公司结算面积地区结构.....	5
图 7：2011 年末公司未结算面积地区结构.....	5
图 8：公司历年销售面积及增长率.....	6
图 9：公司历年销售金额和销售单价.....	6
图 10：公司历年年末项目储备面积.....	6
图 11：近三年新购项目储备面积及地价.....	6
图 12：出租业务的累计出租面积及增长率.....	7
图 13：出租业务的单位租金及增长率.....	7
图 14：2010 年末可出租物业类型结构.....	8
图 15：2010 年末各类型物业出租率.....	8
图 16：公司物业管理业务稳健增长.....	8
图 17：公司供电业务平稳中略有波动.....	8
图 18：可比公司历史 ROE.....	9
图 19：可比公司历史总资产周转率.....	9

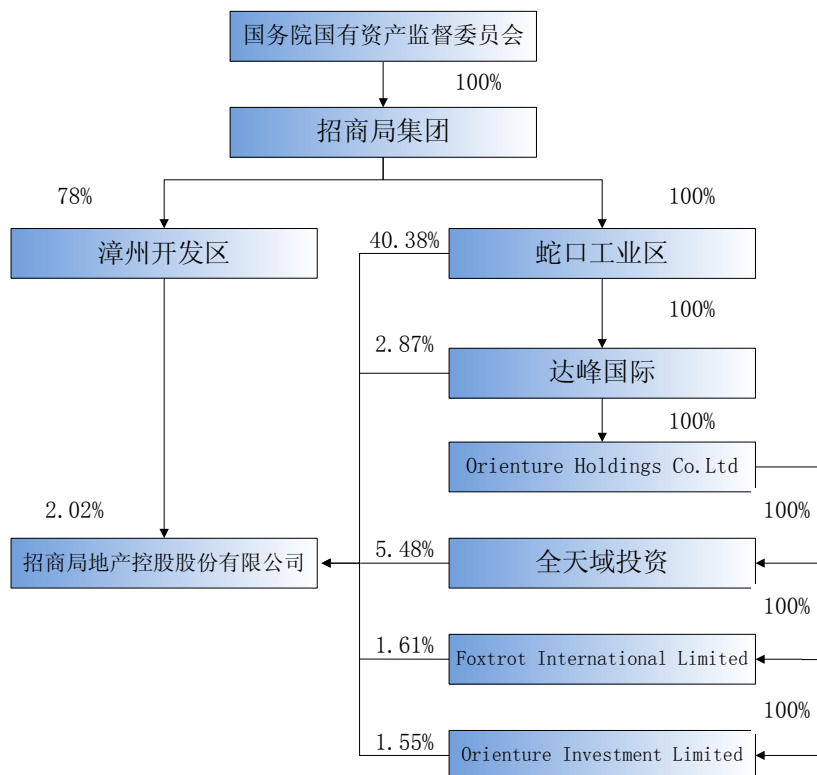
1. 公司是中国绿色地产的首倡者

公司于 1984 年在深圳成立，是香港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，国家一级房地产综合开发企业。经过 27 年的发展，公司已成为一家具备综合开发能力、物业品类丰富、社区管理完善的大型房地产开发集团，形成了以三大经济圈为重点，全国布局的综合型开发企业。

公司在业界首倡绿色地产，开展绿色产品、绿色行动、绿色社区的系统规划和建设，同时关注社会发展、关注邻里友爱，努力推动社区文化建设，在开发管理的社区内形成和谐、健康、具有深厚邻里亲情的社区氛围，并积淀为具有强烈归属感的“家在情在”居住文化。

公司的大股东是招商局蛇口工业区有限公司，隶属于招商局集团。招商局集团是国家驻港大型企业集团，经营总部设于香港，业务主要分布于香港、内地、东南亚等极具活力和潜力的新兴市场，是中央直接管理的国有重要骨干企业。2004-2009 年，招商局连续六年被国务院国资委考核为中央 A 级企业。2010 年底，招商局集团拥有总资产人民币 3,208 亿元，管理总资产人民币 2.6 万亿元。2010 年，集团母公司实现净利润 120.27 亿元在各央企中排名列第 9 位。

图 1：公司股权结构图



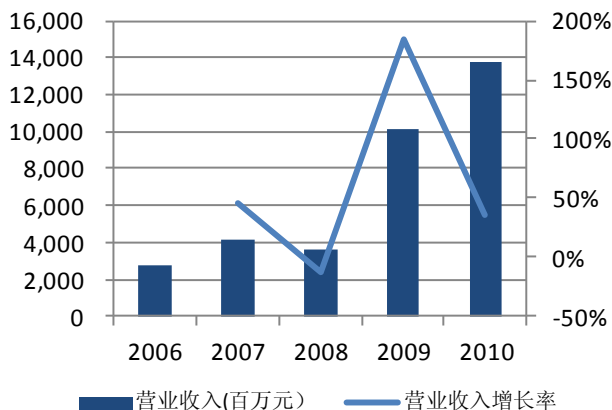
资料来源：公司公告，东兴证券

2011 年公司高层人员发生一些变动，原董事长孙承铭升任招商局集团副总裁，分管集团的房地产业务，董事长由原公司总经理林少斌接任，总理由原公司副总经理贺建亚接任。通过这一系列的人事调整，可以看出公司在招商局集团的地位又上了一个台阶，表明集团对于房地产业务的重视程度加大，可以预期未来集团将对公司提供更多包括融资、土地和管理等各方面支持。

2、公司以房地产开发为主，多点开花

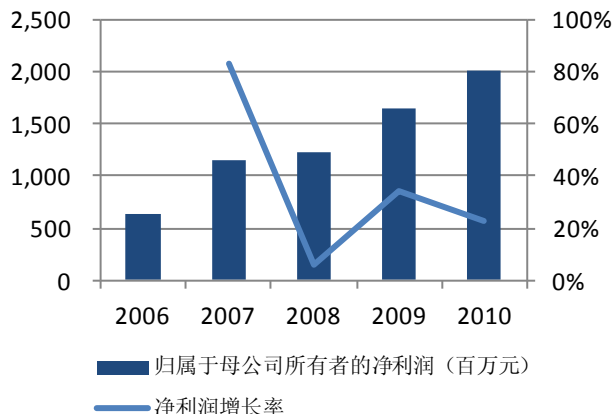
公司近几年发展速度较快，营业收入从 2006 年的 28.09 亿元，增长至 2010 年的 137.82 亿元，5 年的复合增长率为 49%；归属于上市公司股东净利润从 2006 年的 6.31 亿元，增长至 2010 年的 20.11 亿元，5 年复合增长率为 34%。

图 2：公司历年营业收入及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：公司历年净利率及增长率

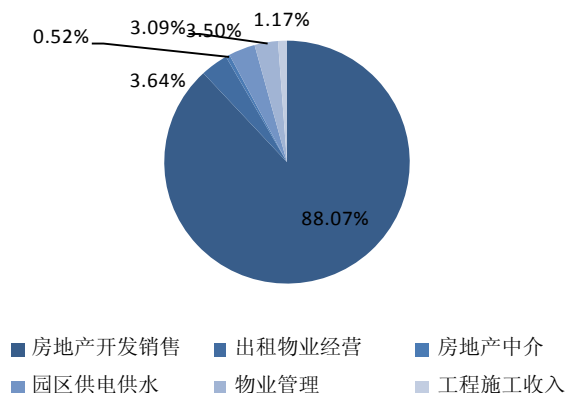


资料来源：公司公告，东兴证券

公司是一家以房地产开发销售为主的业务多元化的公司，公司的房地产开发销售占到公司销售收入的 88%，出租物业经营、园区供电和物业管理业务各占公司总销售收入的 3%-4%，其他业务则占比较小。

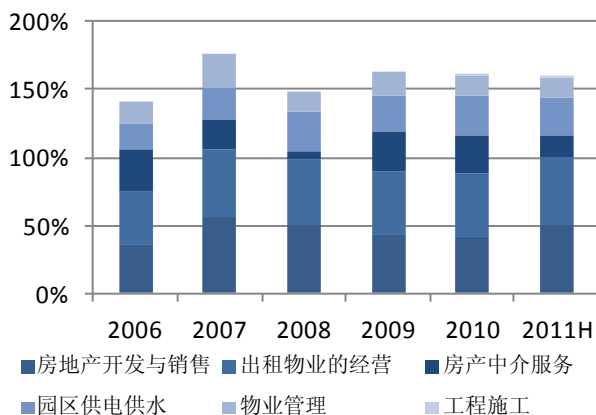
公司各项业务中，房地产开发与销售和出租物业经营的毛利率最高，两项业务近几年的毛利率均维持在 40% 以上，2011 年中期达到 50% 左右的水平。由于公司未来的经营策略是加速资产的周转，可能会牺牲掉一部分盈利能力，因此公司的毛利率存在向下的压力，但公司的项目储备中，仍然有相当部分盈利能力很强的资源，因此公司的毛利率存在着很好的支撑。

图 4：2011 年中期公司收入结构



资料来源：公司公告，东兴证券

图 5：公司历年业务毛利率



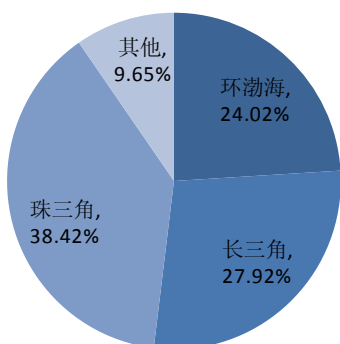
资料来源：公司公告，东兴证券

3、公司地产业务快速发展

公司是全国性的开发企业，在我国三大经济圈内均有布局，其中在珠三角的布局也最为成熟，进入的城市包括深圳、广州、佛山、珠海和惠州，截止 2011 年末(未扣除 2011 年结算面积)在该区域的项目储备面积为 471 万平方米，占比为 33.92%；长三角和环渤海的项目储备面积分别占比为 16.9%和 9.66%，而公司除了布局上述区域外，在西部的重庆和成都、中部的武汉以及福建的厦门和漳州布局也较为丰富。

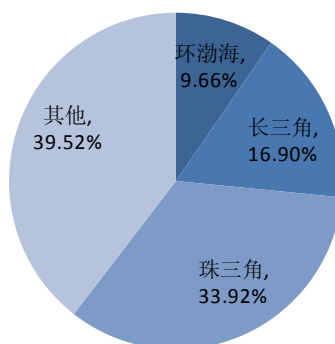
由于公司近两年开始在三大经济区之外的地区大力扩张，目前在项目储备中的占比已经超过珠三角，由于项目取得时间段，这些区域对公司收入的贡献还较少，随着公司加大这些区域的开发，公司的收入来源将更加均衡，公司的收入波动也将有效降低。

图 6：2010 年公司结算面积地区结构



资料来源：公司公告，东兴证券

图 7：2011 年末公司未结算面积地区结构

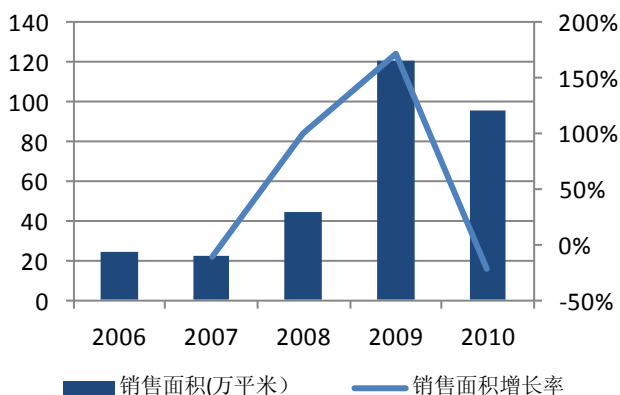


资料来源：公司公告，东兴证券

公司近几年的销售有一定波动,其中2008年和2009年的销售情况良好,尤其是2008年,在全国房地产低迷的市场环境中,公司仍然保持较高的增长速度。这得益于当年公司“销售年”的经营策略,公司围绕“促进销售、加快资金回流”的主题展开了各项经营管理工作,采取“尊重市场、关注竞争、快速销售”的营销策略,执行灵活、有效的定价策略,实现了加快销售回款和保持适当盈利空间二者的平衡关系,同时也表明了公司对于市场非同一般的判断力和前瞻性。

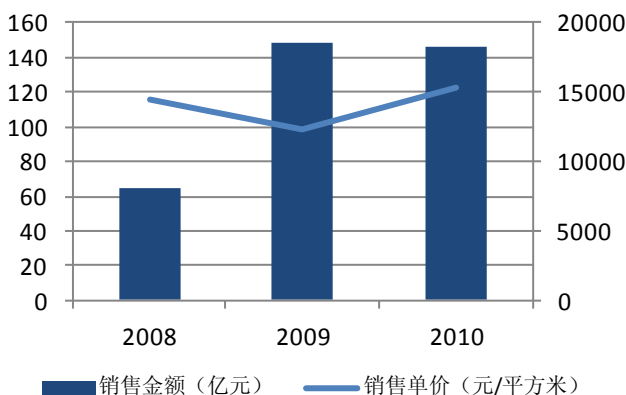
公司2012年的销售策略是主动寻找、挖掘市场,在2011年的基础上继续加大促销的范围和幅度,以深度挖掘客户资源,实现公司产品的顺利销售。

图 8: 公司历年销售面积及增长率



资料来源:公司公告,东兴证券

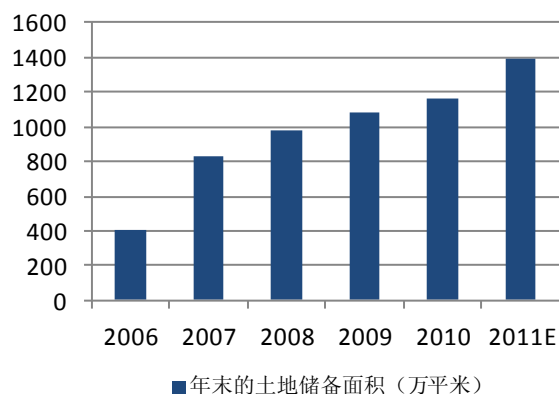
图 9: 公司历年销售金额和销售单价



资料来源:公司公告,东兴证券

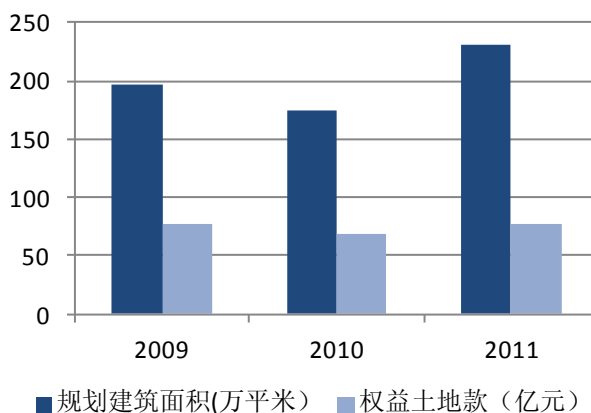
截止2011年末,公司拥有项目储备1340万平方米(未扣掉2011年的结算面积),公司除了2006年项目储备增长较快外,其他年份的项目储备增长较为稳健,即便是在市场行情较好的2009年,公司的项目储备面积也仅增长200万平方米,体现了公司在扩张方面稳扎稳打的经营作风。近三年公司的权益土地款支出在80-90亿元之间,占当年销售额的比重分别为52%、62%和37%,显示了公司稳健的拿地风格。

图 10: 公司历年年末项目储备面积



资料来源:公司公告,东兴证券

图 11: 近三年新购项目储备面积及地价



资料来源:公司公告,东兴证券

截止 2011 年末，公司进入 17 个城市，拥有 56 个项目（未考虑 2011 年结算）。公司 2012 年项目获取把握两条主线，一是公司在部分一线城市面临新老项目的接续问题，公司将在这些区域获取项目以维持项目公司的正常经营；二是公司在某些城市已经做了大量工作，按照计划将继续获取对应土地。

3、多元化业务齐头并进

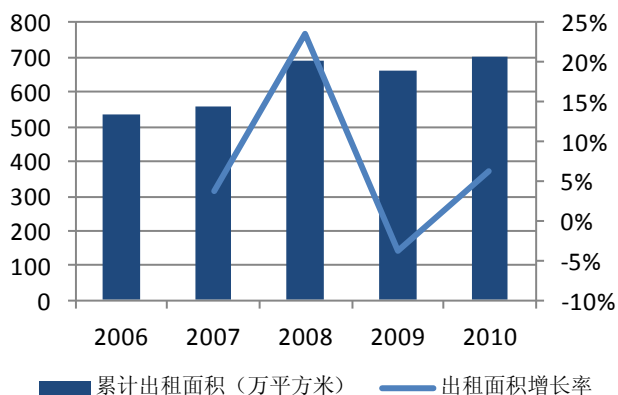
公司确立了“住商并举、产居一体”的商业模式，今年公司将深圳招商地产中的投资性物业分拆成立深圳招商商置投资有限公司，为开拓全国性商业地产业务迈出了关键的一步。公司在商业地产和住宅产品二大产品的共同发展下，将迎来一个较快的增长时期。

公司的出租业务稳步发展，其中包括公寓、别墅、写字楼、厂房、商铺等多种业态。2010 年末，公司的写字楼、商铺和厂房的面积占比较高，均在 20%以上。

公司出租业务的综合单位租金增长平稳，近两年维持在 73 元/平方米/月的水平，其中成熟物业的租金每年保持 5%-10%的稳定增长，但是新增物业较多，因此租金水平总体保持平稳，随着养商期的过去，公司的物业租金水平有望持续提升。

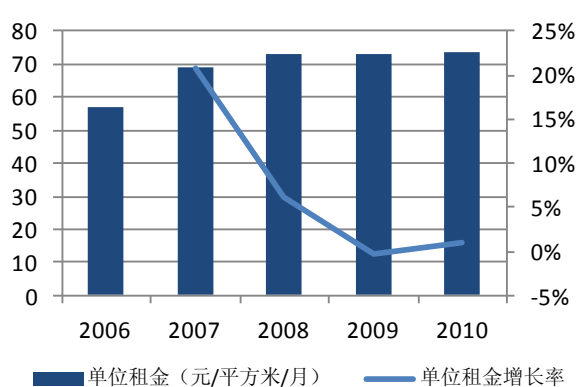
公司的主要物业都是位于深圳的蛇口工业区内，外地主要是一些商铺和酒店。随着蛇口工业区的持续开发，产业聚集效应将越加明显，公司的物业仍有较大的升值潜力，租金水平也有望持续提升。

图 12：出租业务的累计出租面积及增长率



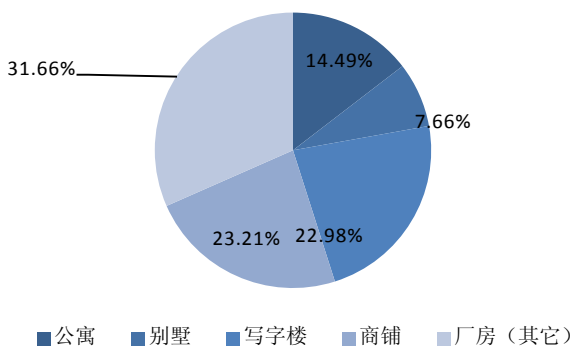
资料来源：公司公告，东兴证券

图 13：出租业务的单位租金及增长率



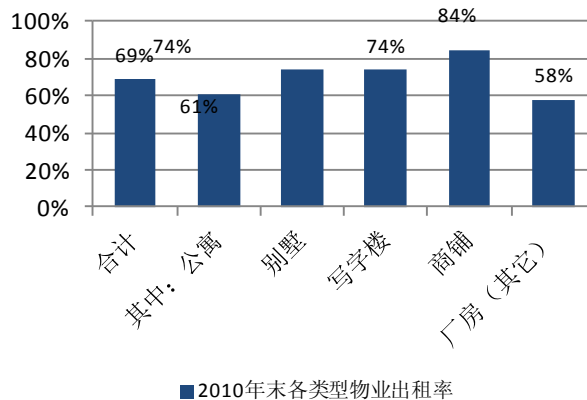
资料来源：公司公告，东兴证券

图 14：2010 年末可出租物业类型结构



资料来源：公司公告，东兴证券

图 15：2010 年末各类型物业出租率



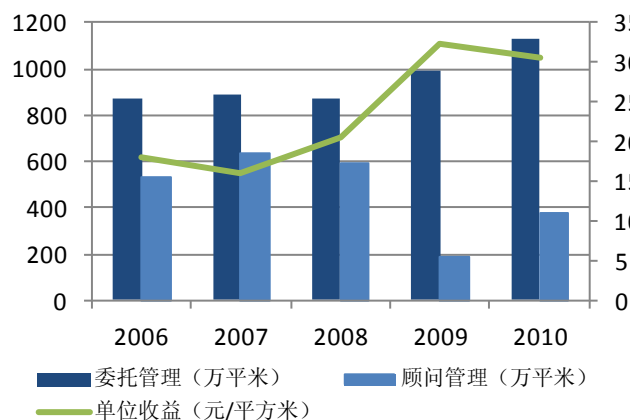
资料来源：公司公告，东兴证券

公司的物业管理业务和供电业务稳健增长。目前公司的物业管理在香港、深圳、北京、上海、南京、武汉、西安、漳州有 8 家子公司，北京、龙岗、重庆、苏州有 4 家分公司，还包括北京天平物业和深圳招商华侨城物业 2 家合资公司。是目前国内唯一一家在集团内部拥有三个国家一级资质的物业管理企业，即招商局物业及下属的北京招商局物业、武汉招商局物业；同时，深圳、上海、南京三家属下公司拥有国家二级资质。

公司的物业管理面积逐年增加，截止到 2010 年末，公司的委托管理面积为 1127 万平方米，顾问管理面积为 378 万平方米，单位收益约 30 元/平方米/年，有较好的收益水平。

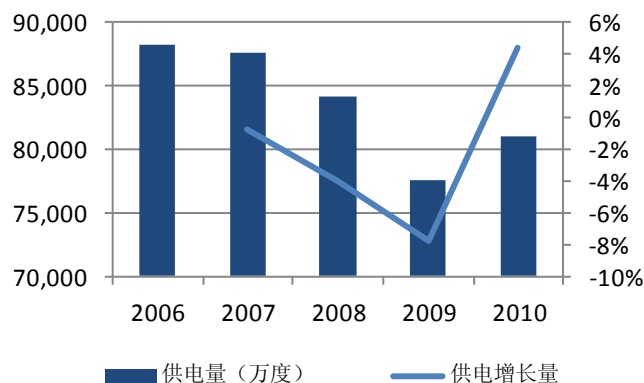
2006-2010 年，公司的每年的供电量在 8 亿度上下，其中 2007-2009 年，受产业变迁及经济波动影响，公司的供电业务出现小幅下滑。2010 年，受益于前海片区进驻企业增多的有利影响，公司的供电业务量有所上升。目前前海地区的规划已经获批，地区开发正在稳步推进，随着产业结构调整，未来会有更多企业进驻该地区，公司的供电业务势头仍然可被看好。

图 16：公司物业管理业务稳健增长



资料来源：公司公告，东兴证券

图 17：公司供电业务平稳中略有波动



资料来源：公司公告，东兴证券

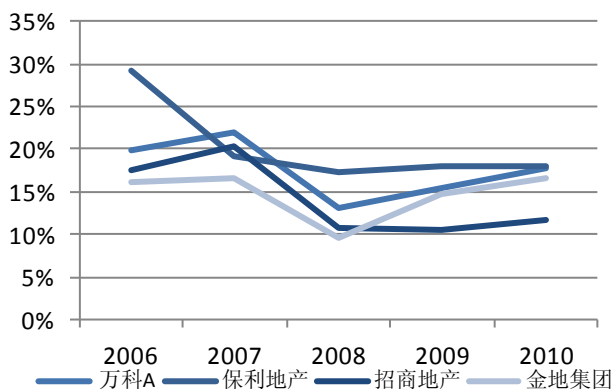
4、效率提升成果显著

公司 2008-2009 年的 ROE 为 11% 左右，在四家龙头公司中处于较低水平。公司的净利润率其实并不低，2006-2010 年平均为 23%，在四家龙头公司中属于最高水平，而公司的资产周转率较低，为公司 ROE 的提高形成了阻力。但值得关注的是，公司近两年的周转速度有明显提升，尤其是客户服务、推盘节奏能力的提升，使得公司销售速度明显加快。2011 年公司加大项目开发的进度、提升资产的周转率，公司的经营状况有了明显提升。在具体操作上公司按行业先进标准改进项目开发模板并全面实施；明确城市公司权责、向城市公司放权；加强标准化产品在项目开发中的运用，大幅压缩项目前期定位设计周期；加强战略合作和集团采购工作力度；调整考核分配机制，将项目运营效率作为关键指标进行考核并与奖惩分配紧密挂钩。2011 年公司实现销售金额突破 200 亿元，顺利完成了年初目标，便是很好的说明。

公司未来将通过以下几个方面进一步提升经营效率：1、将策划设计、营销定价和成本管控的权力下放，缩短管理链条 2、缩短开发前期的时间 3、标准化的推行 4、考核机制的改革。公司 2011 年成立了产品管理中心和项目运营管理中心，目的是在不影响产品质量和成本控制的前提下，最大可能的提升资产周转效率。

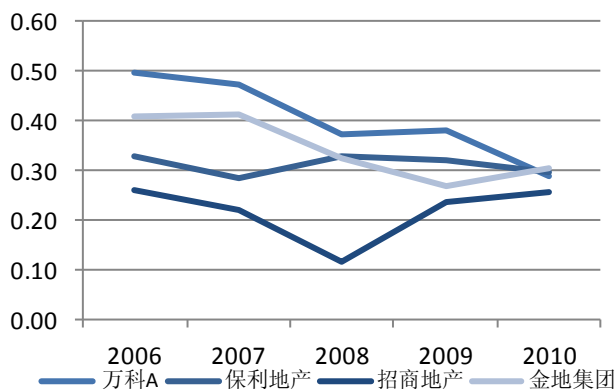
公司未来还可能盘活部分存量商业物业，进一步集中资源于公司擅长的物业类型，以进一步提升公司的资产周转效率。

图 18：可比公司历史 ROE



资料来源：WIND，东兴证券

图 19：可比公司历史总资产周转率



资料来源：WIND，东兴证券

5、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 155.65 亿元、196.72 亿元和 258.38 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 25.98 亿元、30.71 亿元和 37.49 亿元，基本每股收益分别为 1.51 元、1.79 元和 2.18 元，对应市盈率分别为 12.28、10.39 和 8.51。按照 2012 年业绩 13 倍市盈率，我们给与公司六个月目标价 23 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元	
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	53611	70456	87387	105915	营业收入	13782	15565	19672	25838
货币资金	9676	27691	32209	27387	营业成本	8300	7907	10229	14728
应收账款	103	128	162	212	营业税金及附加	1647	2490	3147	3359
其他应收款	4145	4681	5916	7770	营业费用	285	322	407	535
预付款项	6	6	6	6	管理费用	237	311	393	517
存货	38699	36827	47643	68595	财务费用	93	36	174	259
其他流动资产	981	1123	1452	1945	资产减值损失	5.85	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6207	5593	5560	5526	公允价值变动收益	-14.14	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	598	598	598	598	投资净收益	65.31	60.00	60.00	60.00
固定资产	260.94	250.48	216.70	182.91	营业利润	3265	4558	5380	6501
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	18.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	10.42	0.00	0.00	0.00
资产总计	59818	76049	92946	111440	利润总额	3272	4558	5380	6501
流动负债合计	28508	37419	46510	56627	所得税	788	1140	1345	1625
短期借款	1172	0	0	0	净利润	2484	3419	4035	4876
应付账款	4758	3899	5045	7263	少数股东损益	473	820	965	1127
预收款项	11269	15938	23807	31558	归属母公司净利润	2011	2598	3071	3749
非流动负债合计	10165	15000	20000	25000	EBITDA	3384	4628	5588	6794
长期借款	9996	14996	19996	24996	BPS (元)	1.17	1.51	1.79	2.18
其他非流动负债	4	4	4	4	主要财务比率				
负债合计	38672	52419	66509	81627		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2938	3759	4724	5851	成长能力				
实收资本 (或股本)	1717	1717	1717	1717	营业收入增长	36.0%	12.93%	26.39%	31.35%
资本公积	8484	8484	8484	8484	营业利润增长	385.7%	39.63%	18.03%	20.83%
未分配利润	6941	7331	7791	8354	归属于母公司净利润增长	244.7%	29.17%	18.18%	22.09%
归属母公司股东权益合计	18207	19871	21713	23963	获利能力				
负债和所有者权益	59818	76049	92946	111440	毛利率 (%)	40%	49%	48%	43%
现金流量表				单位:百万元	净利率 (%)	18%	22%	21%	19%
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润 (%)	3%	3%	3%	3%
经营活动现金流	189	8610	860	-8124	ROE (%)	11%	13%	14%	16%
净利润	2484	3419	4035	4876	偿债能力				
折旧摊销	26.19	0.00	33.79	33.79	资产负债率 (%)	65%	69%	72%	73%
财务费用	93	36	174	259	流动比率	1.88	1.88	1.88	1.87
应付帐款的变化	0	-858	1145	2218	速动比率	0.52	0.90	0.85	0.66
预收帐款的变化	0	4669	7869	7751	营运能力				
投资活动现金流	0	1323	60	60	总资产周转率	0.26	0.23	0.23	0.25
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	124.41	135.03	135.85	138.15
长期投资	598	598	598	598	应付账款周转率	3.69	3.60	4.40	4.20
投资收益	65	60	60	60	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	0	8082	3598	3242	每股收益 (最新摊薄)	1.17	1.51	1.79	2.18
短期借款	1172	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	0.19	10.49	2.63	-2.81
长期借款	9996	14996	19996	24996	每股净资产 (最新摊薄)	10.60	11.57	12.64	13.95
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	15.88	12.28	10.39	8.51
财务费用	0.00	-36	-174	-259	P/B	1.75	1.61	1.47	1.33
现金净增加额	189	18015	4517	-4822	EV/EBITDA	10.42	5.29	4.87	5.45

资料来源：东兴证券

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。