

经营状况良好，短期债务压力小

——上市房企 2011 年一季度财务指标分析

研究结论（选取 120 家上市房企）

- 上市公司整体经营情况：一季度三项费率上升 3.5 个百分点，毛利率 40% 创历史新高，预计 11 年高毛利率仍将维持。一季度房企营业收入同比微降 2.4%，其中开发类房企降 1.5%，但受益于 09 年下半年及 10 年房价上涨，开发类房企毛利率创 40% 的历史新高，从而带动净利同比增 6.9%。一季度三项费用合计占比 13.6%，同比升 3.5 个百分点；财务费用同比增速达到 40%，明显高于销售费用和管理费用增速。
- 存货：扣除预收账款的影响，1 季度存货增速 36%，从 10 年 2 季度增速达到 44% 以来，连续 3 个季度回落，虽增速水平仍比较高，但远低于 08 年 1 季度到 4 季度房价发生明显下跌时的 56%—84% 的高水平。可见，经过 08 年的“洗礼”，开发商控制存货的能力有显著提升。
- 净负债率创历史新高，长期财务状况欠佳，但短期偿债能力尚强。一季度上市房企净负债率为 60.2%，创历史新高，现金同比增速仅 6%，现金与存货的比值为 0.23，均处于 08 年来的低水平，可见上市房企长期财务状况并不佳；但一季度房企短期负债比长期负债为 49%，与 10 年底基本持平，远低于 08 年 90% 的水平，现金对短期债务的覆盖率为 132%，较 10 年底下降 20 个百分点，但较 08 年约为 90% 的水平仍高出很多，可见，明显改善的债务结构使上市房企短期债务压力仍较小。
- 一季度销售良好，投资热情仍高，11 年业绩锁定率处历史新高。一季度销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 36.4%，销售保持良好。一季度经营性现金流出与现金流入的比 1.28，处历史高位，表明开发商投资热情仍高。10 年预收款是当年营业收入的 81%，开发类企业达到 85%，处于 05 年来的历史新高，可见 11 年业绩锁定性很高。
- 重点公司推荐：万科（买入）：负债低，满足股权激励要求的 EPS 为 0.79 元，对应 PE 也仅 10.5 倍；金地（买入）：目前股价较股权激励行权价低 18%，5—6 月推盘显著增多；招商（买入）：新管理层上任，发展将提速，5—6 月迎来销售高峰期；金融街（买入）：长期受益于重点城市核心区域开发的商务地产；首开（买入）：6 月新盘将陆续上市，全年销售增长仍可待；华业（买入）：地产支撑业绩，矿产或提供巨大空间。


东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

8601-66210585

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

联系人

周强

010-66210621

zhouqiang@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

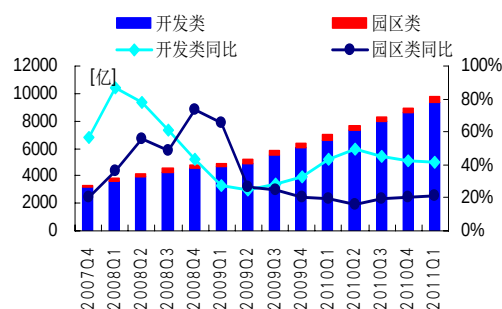
行业

房地产

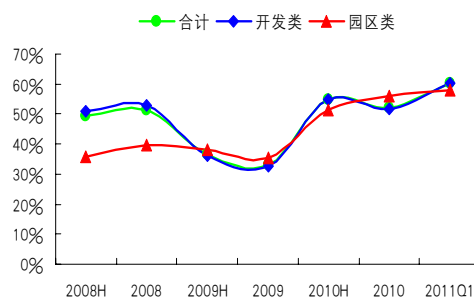
报告发布日期

2011 年 5 月 18 日

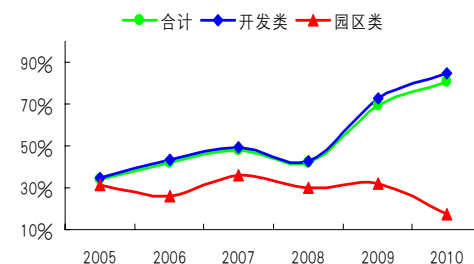
扣除预收款的成本后的存货总量及同比变化



净负债率创历史新高



预收款占当年营业收入比例



注：合计指开发类和园区类房地产公司加总

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：重点公司盈利预测和投资建议

公司名称	A股	万科A	保利地产	金地集团	招商地产	苏宁环球	华业地产	首开股份	中南建设	荣盛发展	金融街	滨江集团	福星股份	均值
代码		000002	600048	600383	000024	000718	600240	600376	000961	002146	000402	002244	000926	
当前评级		买入	买入	买入	买入	买入	买入	买入	买入	买入	买入	未评级	未评级	
股价(元)	2011-5-16	8.370	13.390	6.410	18.600	8.720	10.040	12.770	12.570	13.390	7.600	12.160	12.280	
股本	万股	1,099,521	457,564	447,151	171,730	170,266	64,500	149,468	116,784	143,360	302,708	135,200	71,236	
总市值	亿元	920	613	287	319	148	65	191	147	192	230	164	87	
10年末未结面积	万平米	7122	4641	1471	750	1434	245	1308	981	1834	521	365	596	
每万股未结面积	平米/万股	65	101	33	44	84	38	88	84	128	17	27	84	
营业收入(亿)	10A	507	359	196	137.8	35	22	78	91	65	81	62	56	
	11E	652	464	232	158	38	23	73	108	81	99	38	50	
	12E	1023	584	292	185	71	31	111	145	125	155	84	64	
净利润(亿)	10A	72.8	49	27	20	8	3	13	7	10	18	10	7	
	11E	97.7	65	34	26	11	5	19	11	15	22	11	9	
	12E	133.3	89	45	34	16	8	25	17	23	28	18	11	
EPS(元)	10A	0.66	1.08	0.60	1.17	0.45	0.45	0.90	0.63	0.71	0.59	0.71	0.93	15.8
	11E	0.89	1.43	0.75	1.52	0.67	0.83	1.24	0.95	1.02	0.73	0.82	1.28	11.4
	12E	1.21	1.94	1.00	1.96	0.94	1.19	1.69	1.49	1.58	0.92	1.32	1.54	8.1
PE	10A	12.6	12.5	10.7	15.9	19.2	22.3	14.2	19.8	18.8	12.9	17.0	13.3	
	11E	9.4	9.4	8.5	12.2	13.0	12.1	10.3	13.2	13.1	10.5	14.8	9.6	
	12E	6.9	6.9	6.4	9.5	9.3	8.4	7.5	8.4	8.4	8.2	9.2	8.0	
PEG		0.36	0.36	0.37	0.54	0.44	0.35	0.38	0.37	0.38	0.51	0.48	0.5	0.4
PB	元/股	1.6	1.9	1.3	1.5	3.7	2.7	1.8	2.7	3.5	1.3	2.8	1.7	2.2
RNAV	元/股	10.5	17.6	8.8	23.0	12.4	11.9	17.6	15.2	12.3	9.3	11.5	15.5	
P/NAV	2011-5-16	0.80	0.76	0.73	0.81	0.70	0.84	0.73	0.83	1.09	0.82	1.06	0.79	0.8
2011年收入锁定率	按实际未结	126%	121%	101%	72%	100%	44%	102%	64%	88%	132%	326%	25%	108%
11+12年收入锁定率	按实际未结	0.75	0.73	0.55	0.45	0.46	0.19	0.57	0.33	0.45	0.67	1.26	0.29	0.6
净负债率		17%	162%	56%	21%	89%	106%	99%	102%	94%	47%	72%	48%	76%
扣除预收款负债率		37%	45%	43%	45%	50%	59%	46%	55%	44%	46%	36%	51%	46%
股权激励		实行	无	实行	无	实行	实行	二期未启动	实行	实行	现金激励	无	二期将启动	
行权价		8.89		7.84		9.45	8.14		12.40	11.99				
股价较行权价溢价	2011-5-16	-6%		-18%		-8%	23%		1%	12%				
行权要求净利增幅	11年增幅	20%				35%	50%		30%	35%				34%
行权对应EPS	11年EPS	0.79				0.61	0.68		0.83	0.96				
行权对应PE	11年PE	10.53				14.25	14.76		15.14	13.94				

资料来源：东方证券研究所

目 录

上市公司整体经营情况	5
营业收入微降，高毛利拉动下，净利上升	5
存货仍在上升但增速放缓，开发商控制存货的能力有显著提升	7
负债率、债务结构及资金面情况	9
净负债率创新高，长期财务状况欠佳.....	9
较好的债务结构，房企短期偿债能力仍强	10
一季度销售和预收款情况	11
重点公司推荐	12

图表目录

图 1：行业合计、开发类、园区类营业收入增速.....	5
图 2：行业合计、开发类、园区类归属母公司净利润增速	5
图 3：行业合计、开发类、园区类毛利率	6
图 4：行业合计、开发类、园区类净利润率.....	6
图 5：行业合计、开发类、园区类销售费用占比.....	6
图 6：行业合计、开发类、园区类管理费用占比.....	6
图 7：行业合计、开发类、园区类管理费用占比.....	7
图 8：行业合计、开发类、园区类三费占比	7
图 9：存货总量与环比变化.....	7
图 10：存货总量与同比变化	7
图 11：扣除预收款的成本后的存货总量及环比变化	8
图 12：扣除预收款的成本后的存货总量及同比变化	8
图 13：存货占总资产比重	8
图 14：存货占流动资产比重	8
图 15：扣除预收款的成本后的存货总量占总资产比重.....	9
图 16：扣除预收款的成本后的存货总量占流动资产比重	9
图 17：行业合计、开发类、园区类扣除预收款的资产负债率.....	9
图 18：行业合计、开发类、园区类净负债率.....	9
图 22：行业、开发类和园区类短期负债比长期负债	11
图 23：现金对短期有息负债的覆盖率.....	11
图 24：销售商品、提供劳务的现金收到的现金流.....	11
图 25：预收账款占当年营业收入的比例	11
图 26：经营性现金流出与经营性现金流入的比值.....	12
图 27：经营性现金流出、流入的同比增速	12
 表 1：重点公司盈利预测和投资建议.....	 2
附表：金地集团财务报表预测与比率分析.....	2
附表：招商地产财务报表预测与比率分析.....	2
附表：首开股份财务报表预测与比率分析.....	2
附表：苏宁环球财务报表预测与比率分析.....	2
附表：华业地产财务报表预测与比率分析.....	2

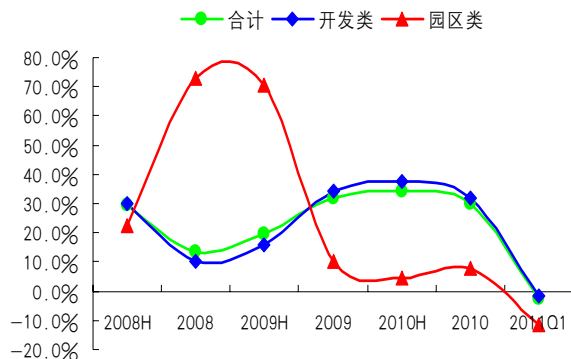
我们统计了 A 股 120 家房地产上市公司（开发类 109 家，园区类 11 家）的一季度各项财务指标，对收入盈利、负债以及资金状况、销售情况进行分析。我们强调一季报分析中，更应关注负债、资金、和销售情况，因为其更能反映企业近期的实际经营状况，而收入盈利等指标更多反映的是 1 年甚至更久以前的销售经营情况，且历年一季度收入、盈利一般仅占全年的 15% 左右。我们在汇总分析中已经剔除了 ST 公司、借壳未完成的公司以及地产业务比重不大的公司。

上市公司整体经营情况

营业收入微降，高毛利拉动下，净利上升

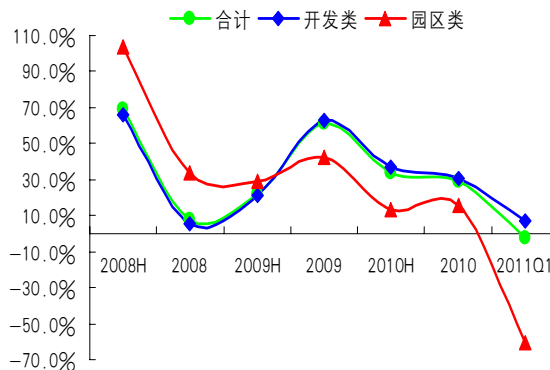
一季度房地产企业营业收入同比小幅下滑，但受益于 09 年下半年及 10 年房价上涨，开发类公司一季度毛利率达到 40%，创历史新高，受此拉动，1 季度开发类房企净利润同比上涨 6.9%。120 家房地产公司一季度营业收入合计 635.6 亿，同比降 2.4%；其中开发类合计 588.1 亿，同比降 1.5%，园区类合计 47.5 亿同比降 11.6%；一季度毛利率 40.1% 创历史新高，环比 10 年升 2.6 个百分点，同比 10 年一季度上升 1.3 个百分点；其中开发类毛利率 40.7%，环比 10 年升 3 个百分点，同比 10 年一季度增 2.4 个百分点；园区类毛利率 32.9%，环比 10 年降 2.7 个百分点，同比 10 年一季度降 12.1 个百分点。一季度归属母公司净利润合计 94.6 亿，同比降 2.4%，其中开发类公司合计 89.4 亿，同比增长 6.9%；园区类公司合计仅 5.2 亿，同比大幅下降 61%，园区类一季度收入与利润下滑较明显。

图 1：行业合计、开发类、园区类营业收入增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：行业合计、开发类、园区类归属母公司净利润增速



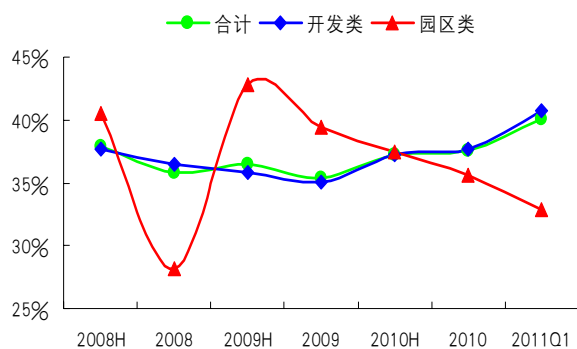
数据来源：Wind，东方证券研究所

三费占比上升较快。120 家房地产公司一季度三项费用合计占比（销售、管理、财务费用占营业收入比重）达 13.6%，环比 10 年上升 4.6 个百分点，同比 10 年 1 季度上升 3.5 个百分点；1 季度销售费用合计占比 4%，其中开发类销售费用占比 4.1%，园区类销售费用占比 3.1%，环比 10 年分别上升 1.1、1.2 和 1.4 和 0.4 个百分点，同比 10 年一季度分别上升 1、1.1 和 0.6 个百分点；1 季度管理费用合计占比 6.7%，其中开发类占比 6.8%，园区类占比 5.5%；环比 10 年分别上升 2.4、2.6 和 0.4 个百分点，同比 10 年 1 季度分别上升 1.6、1.6 和 0.9 个百分点；1 季度财务费用占比 2.8%，其中开发类 2.6%，园区类 5.4%，环比 10 年上升 1.1、1.0 和 1.4 个百分点，同比 10 年 1 季度上升 0.8、0.8 和 2.1 个百分点。1 季度财务费用和管理费用环比上升较快，融资成本上升对

房地产企业财务费用影响明显，历史上一季度管理费普遍高于全年水平，目前管理费用占比仍属合理范围。

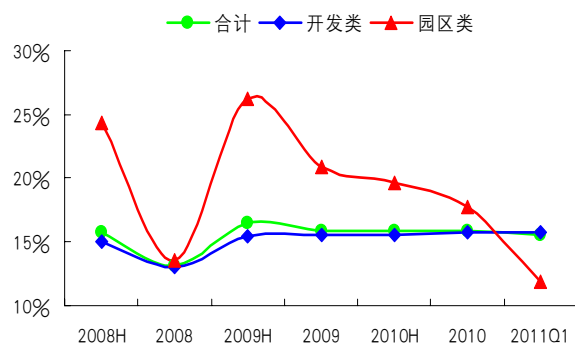
开发类企业净利润率微升。120家房地产公司一季度归属母公司合计净利润率为15.5%，其中开发类公司净利润率15.8%，园区类11.9%，同比增长6.9%；环比10年分别降0.4、持平 and 降5.9个百分点，同比10年一季度分别降0.7、升0.4和降13.3个百分点。

图3：行业合计、开发类、园区类毛利率



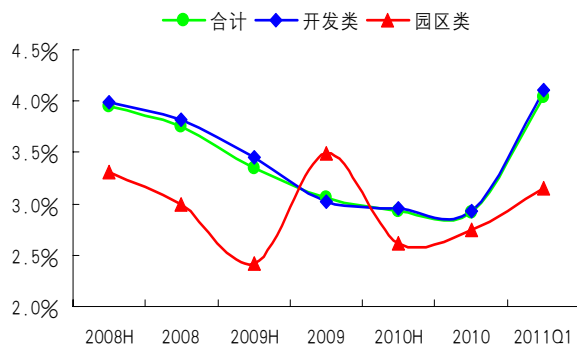
数据来源：Wind，东方证券研究所

图4：行业合计、开发类、园区类净利润率



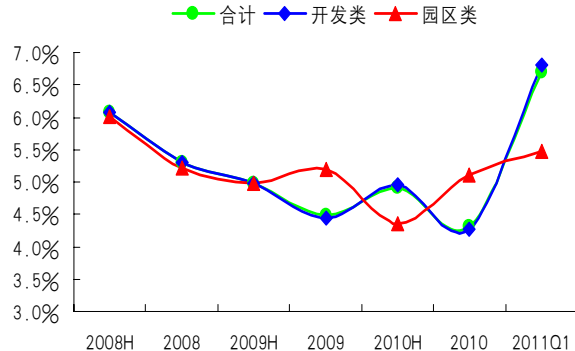
数据来源：Wind，东方证券研究所

图5：行业合计、开发类、园区类销售费用占比

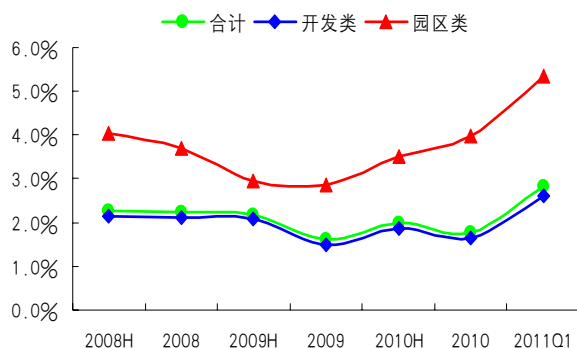


数据来源：Wind，东方证券研究所

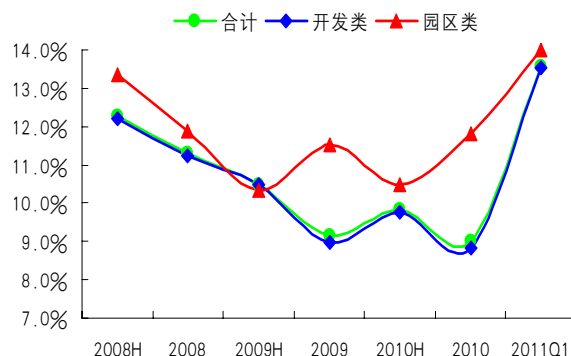
图6：行业合计、开发类、园区类管理费用占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：行业合计、开发类、园区类管理费用占比


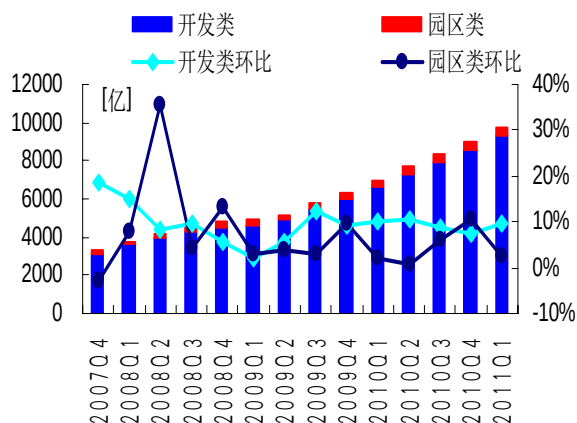
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：行业合计、开发类、园区类三费占比


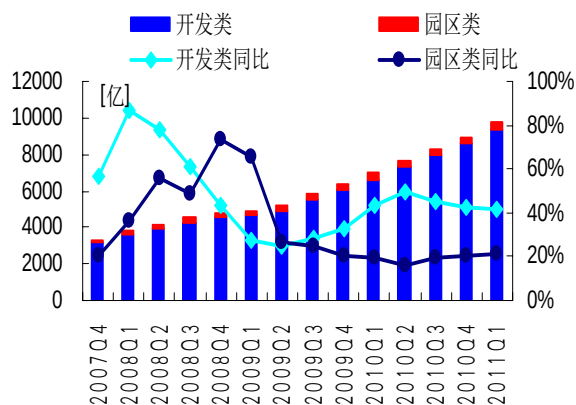
数据来源：Wind，东方证券研究所

存货仍在上升但增速放缓，开发商控制存货的能力有显著提升

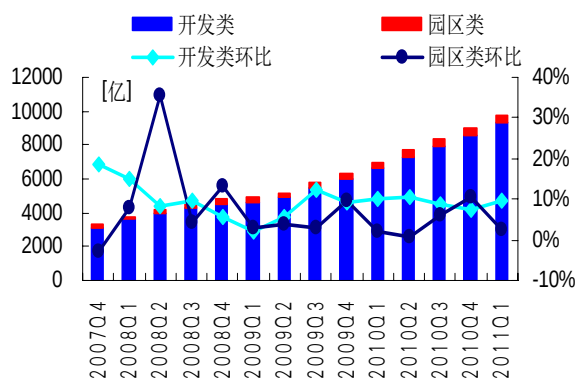
扣除预收账款的影响，1 季度存货同比增速 36%，从 10 年 2 季度增速达到 44% 以来，连续 3 个季度回落，虽增速水平仍比较高，但远低于 08 年 1 季度到 4 季度房价发生明显下跌时的 56%—84% 的高水平。可见，经过 08 年的“洗礼”，开发商控制存货的能力有显著提升。其中，一季度存货为 9778.4 亿，环比增 9.1%，同比增 41.4%；扣除预收款的成本后的存货为 7534.9 亿元，环比增 6.8%，同比增 36.3%，环比与同比增幅明显回落。

图 9：存货总量与环比变化


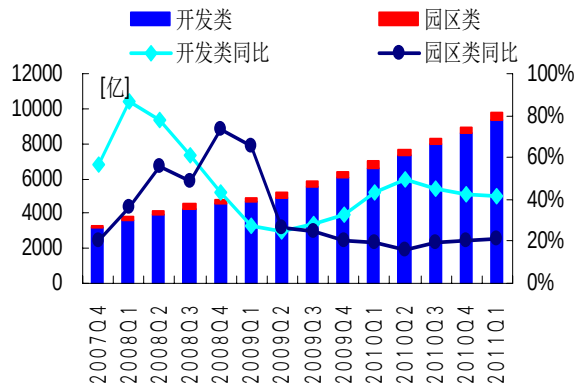
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：存货总量与同比变化


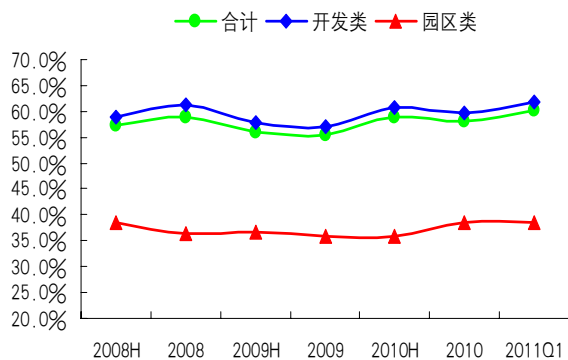
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：扣除预收款的成本后的存货总量及环比变化


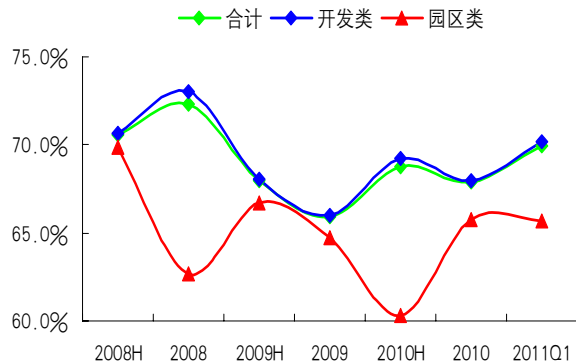
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：扣除预收款的成本后的存货总量及同比变化


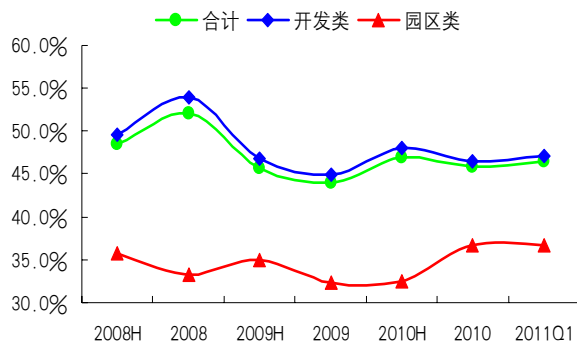
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：存货占总资产比重


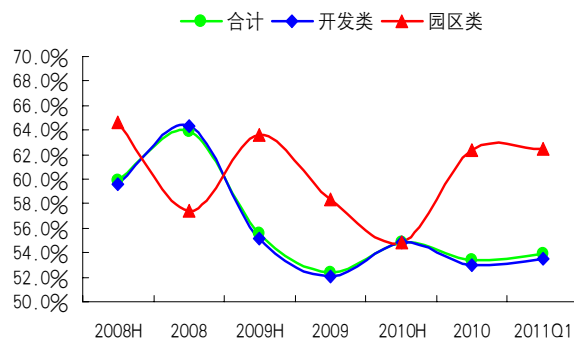
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：存货占流动资产比重


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：扣除预收款的成本后的存货总量占总资产比重


数据来源：Wind，东方证券研究所

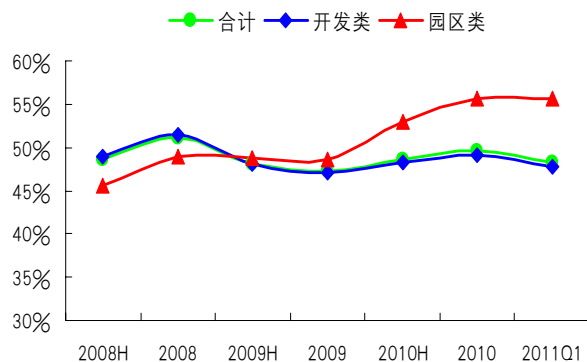
图 16：扣除预收款的成本后的存货总量占流动资产比重


数据来源：Wind，东方证券研究所

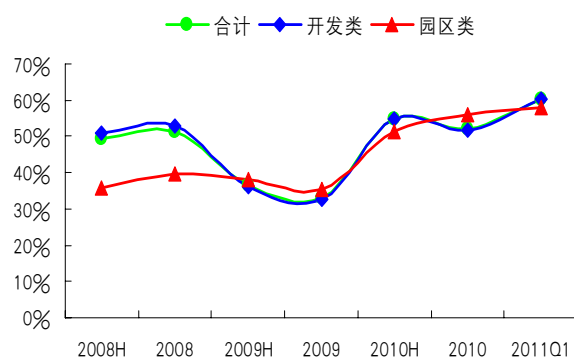
负债率、债务结构及资金面情况

净负债率创新高，长期财务状况欠佳

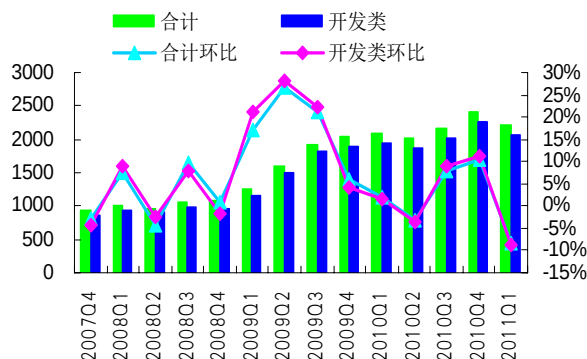
一季度上市房企净负债率为 60.2%，金融负债上升与货币资金减少导致净负债率创历史新高，现金同比增速仅 6%，现金与存货的比值为 0.23，均处于 08 年来的低水平，可见上市房企长期财务状况并不佳。

图 17：行业合计、开发类、园区类扣除预收款的资产负债率


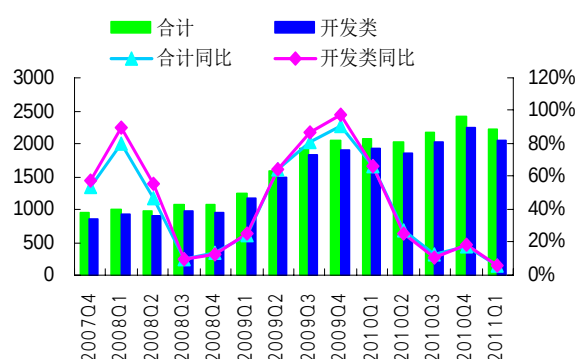
数据来源：东方证券研究所

图 18：行业合计、开发类、园区类净负债率


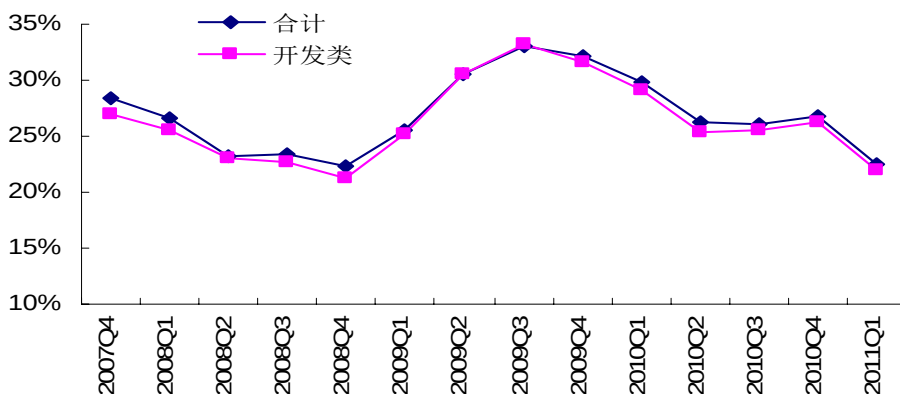
数据来源：东方证券研究所

图 19：行业合计、开发类、园区类房企现金及环比


数据来源：东方证券研究所

图 20：行业合计、开发类、园区类房企现金及同比


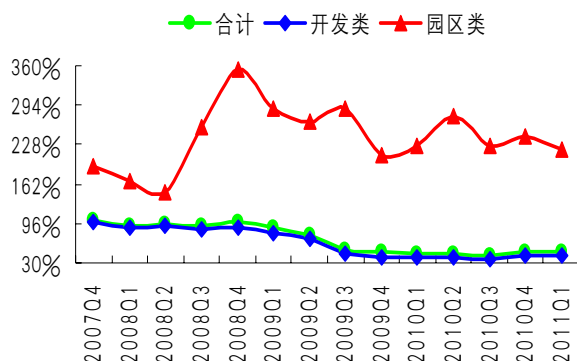
数据来源：东方证券研究所

图 21：行业及开发类房企现金与存货的比值


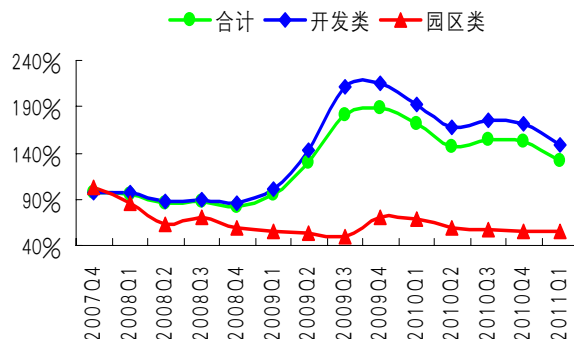
数据来源：东方证券研究所

较好的债务结构，房企短期偿债能力仍强

一季度房企短期负债比长期负债为 49%，与 10 年底基本持平，远低于 08 年 90% 的水平，现金对短期债务的覆盖率为 132%，较 10 年底下降 20 个百分点，但较 08 年约为 90% 的水平仍高出很多，可见，明显改善的债务结构使上市房企短期债务压力仍较小，远没有到 08 年现金无法覆盖短期有息负债被迫大幅降价回款的局面。

图 22：行业、开发类和园区类短期负债比长期负债


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：现金对短期有息负债的覆盖率


数据来源：Wind，东方证券研究所

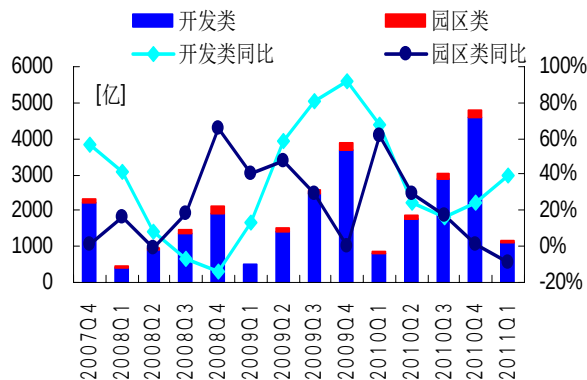
一季度销售和预收款情况

一季度销售情况良好，现金流量表显示销售商品、提供劳务收到的现金流同比 10 年一季度增长了 36.4%，占去年全年销售商品、提供劳务收到的现金流约四分之一左右，一般历年一季度销售商品、提供劳务收到的现金仅占全年的 15% 左右。

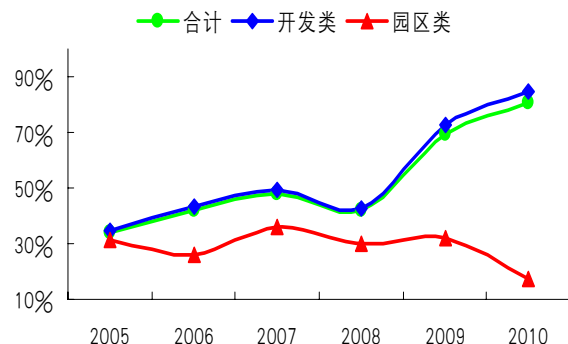
一季度经营性现金流出与现金流入的比处 1.28 的高位，表明开发商投资热情仍高。

一季度账面预收款同比环比均大幅增长。一季度预收款总额达 3652.2 亿元，其中开发类 3613.1 亿，园区类 39.1 亿，同比分别增长 62.4%、65.4% 和下降 39.5%，环比 11 年末分别增长 17.7%、18% 和下降 2.3%。

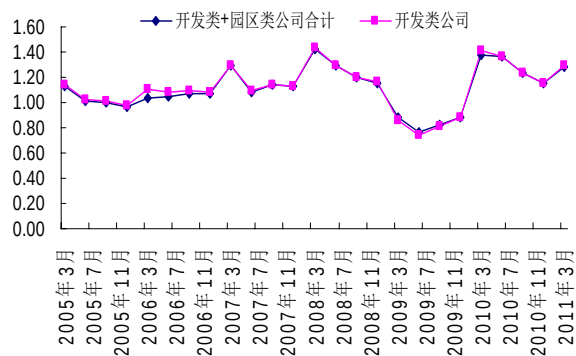
10 年预收款是当年营业收入的 81%，开发类企业达到 85%，处于 05 年来的历史新高，可见 11 年业绩锁定性很高。其中，1 季度预收款加 1 季度营业收入已经达到了 10 年营业收入的 116%。（10 年 1 季度为 98.3%）。

图 24：销售商品、提供劳务的现金收到的现金流


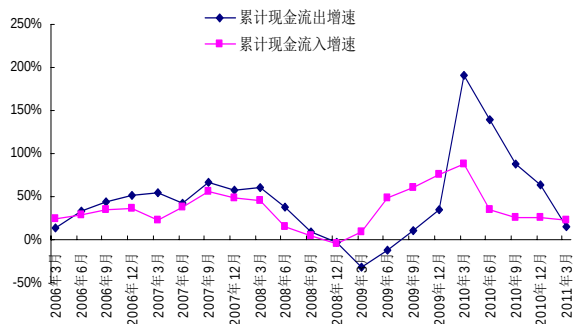
数据来源：东方证券研究所

图 25：预收账款占当年营业收入的比例


数据来源：东方证券研究所

图 26：经营性现金流出与经营性现金流入的比值


数据来源：东方证券研究所

图 27：经营性现金流出、流入的同比增速


数据来源：东方证券研究所

重点公司推荐

万科：负债低，满足股权激励要求的 EPS 为 0.79 元，对应 PE 也仅 10.5 倍；金地：目前股价较股权激励行权价低 18%，5-6 月推盘显著增多；招商：新管理层上任，发展将提速，5-6 月迎来销售高峰期；金融街：长期受益于重点城市核心区域开发的商务地产；首开：6 月新盘将陆续上市，全年销售增长仍可待；华业：地产支撑业绩，矿产或提供巨大空间。

股价较行权价折让 20%，价值凸显

——金地集团 4 月销售数据点评

事件：

2011 年 4 月公司实现签约面积 12.7 万平方米，同比下降 16.9%；签约金额 17.7 亿元，同比下降 3.2%；2011 年 1-4 月公司累计实现签约面积 39.5 万平方米，同比增长 16.9%；累计签约金额 54.8 亿元，同比增长 41.9%。

我们的观点

- 1-4 月累计销售额约 55 亿，相当于 10 年全年销售额的 19%，整体销售一般。主要原因是有二：1、受政策影响，部分项目预售证取得时间滞后；2、刚性产品还未及时跟进。
- 我们预计 5-6 月销售将明显好转。理由是：5-6 月公司新推盘量将明显增多，在售项目将达到 17 个，是今年到现在为止在售项目最多的月份；公司顺应市场加大了刚需产品的比例，预计 5-6 月刚需产品将明显增多。
- 11 年营业收入锁定率 101%，2011 和 2012 年合计营业收入锁定率 55%，要想锁定 12 年业绩，后续销售非常关键。截至 2010 年底，公司已售未结算金额约 235 亿元，相当于 11 年预测营业收入的 101%。考虑 11 年 1-4 月销售的 55 亿元，合计可供 2010 年后结算金额高达 290 亿元，相当于我们预计 2011 和 2012 年合计营业收入 525 亿的 55%。后续公司需销售 235 亿，方可锁定 2012 年营业收入。
- 净负债率低于行业平均，11 年偿债压力小。截至 2011 年一季度末，公司净负债率为 56%，属于行业主流公司偏低水平。同时，公司债务结构较为合理，短期债务占长短期债务比例为 26%；现金较为充裕，其中现金对短期债务的覆盖率达到 217%。
- 年后尚未新增土地储备，扩张趋于谨慎。截至 1-4 月，公司新增权益土地建面约 134 万平米，权益成交地价 27 亿，分别相当于 2010 年全年的 54%和 29%。但从获取时间来看，今年新增土地储备均在年前，可见公司目前扩张趋于谨慎。
- 公司股价较已经实施的股权激励的行权价低约 20%，预计公司 2011 年-2012 年 EPS 分别为 0.75 元、1.00 元，目前对应 PE 仅为 8.3 倍、6.3 倍。目前公司重估净资产 RNAV 为 8.8 元（折现率 9%），折价约 28%。PB 仅 1.3 倍，远低于主流公司 2 倍的水平，价值明显低估，维持公司“买入”评级。
- 股价催化剂：销售大幅上升
- 风险：房地产再次出台调控政策，房价大幅下跌；



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

8601-66210585

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

联系人

周强

010-66210621

zhouqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 5 月 17 日) 6.39 元

目标价格 10.60 元

总股本/A 股 (万股) 447151 / 447151

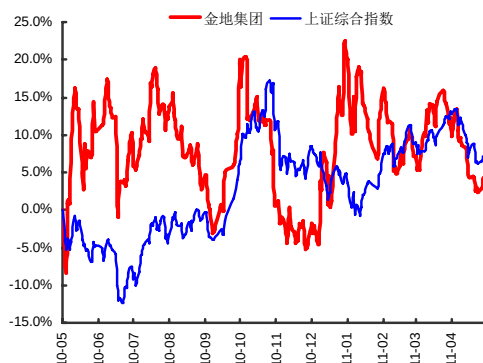
A 股市值 (亿元) 281

国家/地区 中国

行业 房地产

报告发布日期 2011 年 5 月 18 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	19593	23262	29241	41725
收入同比	62%	19%	26%	43%
归属母公司净利润	2694	3371	4482	5683
净利润同比	52%	25%	33%	27%
毛利率(%)	38.1%	45.9%	44.7%	38.2%
ROE(%)	15.2%	16.2%	18.1%	19.0%
每股收益(元)	0.60	0.75	1.00	1.27
P/E (倍)	10.61	8.47	6.38	5.03
P/B (倍)	1.62	1.38	1.15	0.95

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：金地集团财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	70873	90461	113388	134546	营业收入	19593	23262	29241	41725
现金	13631	24666	31503	32751	营业成本	12134	12582	16176	25765
应收账款	12	20	23	33	营业税金及附加	2016	2869	3460	3440
其他应收款	1437	1437	1437	1437	营业费用	514	814	1023	1460
预付账款	8882	2516	3235	5153	管理费用	824	930	1170	1669
存货	45456	60368	75735	93717	财务费用	32	317	430	414
其他流动资产	1455	1455	1455	1455	资产减值损失	-49	0.0	0	0
非流动资产	1943	1934	1930	1926	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	144	144	144	144	投资净收益	85	85	85	85
固定资产	81	77	73	69	营业利润	4206	5834	7067	9061
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	25	28	28	27
其他非流动资产	1719	1713	1713	1713	营业外支出	5	7	6	6
资产总计	72817	92395	115318	136471	利润总额	4226	5855	7088	9082
流动负债	32549	43037	56071	65960	所得税	1093	1464	1772	2271
短期借款	200	500	1000	1000	净利润	3133	4391	5316	6812
应付账款	2953	3775	4853	7730	少数股东损益	439	1020	834	1129
其他流动负债	29396	38762	50218	57230	归属母公司净利润	2694	3371	4482	5683
非流动负债	19262	24262	29262	34262	EBITDA	4264	6155	7500	9479
长期借款	18064	23064	28064	33064	EPS (元)	0.60	0.75	1.00	1.27
其他非流动负债	1198	1198	1198	1198					
负债合计	51811	67299	85333	100222	主要财务比率				
少数股东权益	3325	4345	5179	6308		2010	2011E	2012E	2013E
股本	4472	4472	4472	4472	成长能力				
资本公积	6145	6145	6145	6145	营业收入	61.9%	18.7%	25.7%	42.7%
留存收益	6868	9972	14016	19156	营业利润	70.2%	38.7%	21.1%	28.2%
归属母公司股东权益	17680	20754	24808	29945	归属于母公司净利润	51.7%	25.1%	32.9%	26.8%
负债和股东权益	72817	92398	115321	136474	获利能力				
					毛利率(%)	38.1%	45.9%	44.7%	38.2%
现金流量表					净利率(%)	13.8%	14.5%	15.3%	13.6%
					ROE(%)	15.2%	16.2%	18.1%	19.0%
					ROIC(%)	10.5%	16.8%	18.1%	17.3%
经营活动现金流	-3039	7079	2120	-2880	偿债能力				
净利润	3133	4391	5316	6812	资产负债率(%)	71.2%	72.8%	74.0%	73.4%
折旧摊销	26	4	4	4	净负债比率(%)	45.13%	11.55%	5.20%	14.65%
财务费用	32	317	430	414	流动比率	2.18	2.10	2.02	2.04
投资损失	-85	-85	-85	-85	速动比率	0.78	0.70	0.67	0.62
营运资金变动	-7297	2481	-3555	-10021	营运能力				
其他经营现金流	1152	-29	10	-3	总资产周转率	0.31	0.28	0.28	0.33
投资活动现金流	18	85	85	85	应收账款周转率	1609	1457	1366	1491
资本支出	40	0	0	0	应付账款周转率	4.16	3.74	3.75	4.10
长期投资	-29	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	29	85	85	85	每股收益(最新摊薄)	0.60	0.75	1.00	1.27
筹资活动现金流	6636	3871	4632	4043	每股经营现金流(最)	-0.68	0.00	0.47	-0.64
短期借款	-653	-353	500	0	每股净资产(最新摊)	3.95	4.64	5.55	6.70
长期借款	5147	10147	5000	5000	估值比率				
普通股增加	1987	0	0	0	P/E	10.61	8.47	6.38	5.03
资本公积增加	-1850	0	0	0	P/B	1.62	1.38	1.15	0.95
其他筹资现金流	2005	-5922	-868	-957					
现金净增加额	3633	11034	6837	1248					

资料来源：东方证券研究所

预期 5-6 月将是销售高峰期

研究结论

- **5-6 月将有大量新货上市，或将迎来销售高峰期。**截至 1-4 月公司销售金额约 40 亿，完成计划的约 25%。预计 5 月下半月至 6 月还将有深圳雍景湾、深圳招商观园，北京公园 1872、北京珑原，天津雍华府等项目推盘上市，5-6 月将迎来第一个销售高峰期。
- **新管理层上任，发展提速值得期待。**在今年 2 月新管理层上任以来，公司在管理架构上做了重大调整：首先，公司从集团的二级子公司变为一级子公司，未来决策链将明显缩短；其次是放权。将城市公司作为一个中心，城市公司总经理能够决定项目开发的主要事项。总部将激励政策直接落实到城市公司和项目。城市公司超额完成年初计划，将会有较大的激励奖金。放权之后，开发速度和周转率将有望明显提升。最后是分拆商业。公司分立派生了专业商业地产公司——招商商置，明确了商业地产未来的四大产品线：城市综合体、社区型 MALL、产业园区、服务式公寓/酒店会所，并提出了适合商业地产业务成长的架构。住宅和商业独立清晰定位，将有利于公司提升业务运行效率，提高整体发展速度。
- **借助股东平台，具有多渠道获取土地优势。**作为全国品牌房企，公司在产品设计、管理、销售等基本素质方面的优势无需多言，公司通过公开市场获取土地自不会输于他人；更重要的是，公司可以借组大股东的巨大平台，获取更多低成本优质土地。首先，大股东在蛇口仍拥有大量的土地储备，包括深圳前海拥有 3.8 平方公里的物流用地，深圳海上世界剩余约 40 多万平的商业及住宅、太子湾约 130 万平米的规划建面、以及众多的旧改项目。同时，大股东在蛇口成功的运作模式也在进行区外的复制，如公司和大股东共同合作开发的漳州开发区，该开发区规划近 35 平方公里，目前仍有上万亩商业和住宅用地待开发。2011 年 5 月 11 日，大股东还与青岛高新区签署战略合作协议。蛇口模式的区外扩张必定给公司项目获取提供更多有利选择。
- **财务状况非常健康。**截至 1 季度末，公司扣除预收账款的资产负债率为 45%，净负债率仅 21%，远低于主流公司 76% 的水平，短期付息债务占长短期付息债的比例为 22%，现金充沛，对短期付息债的覆盖率达到 311%，短期偿债能力很强。
- 预计公司在 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.52 元、1.96 元、2.53 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、9 倍、7 倍，不考虑房价上涨，9% 的折现率，公司 NAV 为 22.99 元，首次给予公司“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

8601-84896188 × 846

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 5 月 17 日)	18.45 元
目标价格	22.00 元
总股本/A 股 (万股)	171730/171730
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2011 年 5 月 18 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13782	15783	18541	27935
收入同比 (%)	36%	15%	17%	51%
归属母公司净利润	2011	2613	3368	4347
净利润同比 (%)	22%	30%	29%	29%
毛利率 (%)	39.8%	55.3%	57.0%	54.1%
ROE (%)	11.0%	12.6%	14.0%	15.3%
每股收益 (元)	1.17	1.52	1.96	2.53
P/E (倍)	15.74	12.11	9.40	7.28
P/B (倍)	1.74	1.53	1.32	1.12

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：招商地产财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	53611	57531	69246	85711	营业收入	13782	15783	18541	27935
现金	9676	7892	12154	22890	营业成本	8300	7057	7975	12825
应收账款	103	500	500	500	营业税金及附加	1647	2612	3324	4728
其他应收款	4145	4145	4145	4145	营业费用	285	473	556	838
预付账款	6	50	50	50	管理费用	237	316	371	559
存货	38699	43964	51416	57145	财务费用	93	263	122	174
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	4965	4926	4895	4863	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	65	65	72
固定资产	261	240	214	184	营业利润	3265	5127	6258	8884
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	18	28	28	28
其他非流动资产	4106	4088	4084	4081	营业外支出	10	24	26	26
资产总计	59818	63704	75388	91821	利润总额	3272	5130	6260	8886
流动负债	28508	28723	35710	45479	所得税	788	1283	1565	2222
短期借款	1172	1409	200	3000	净利润	2484	3848	4695	6665
应付账款	4758	2117	2392	3847	少数股东损益	473	1235	1326	2318
其他流动负债	22578	25197	33118	38632	归属母公司净利润	2011	2613	3368	4347
非流动负债	10165	10153	10155	10154	EBITDA	3545	5421	6411	9089
长期借款	9996	9996	9996	9996	EPS (元)	1.17	1.52	1.96	2.53
其他非流动负债	169	157	159	158					
负债合计	38672	38876	45865	55633	主要财务比率				
少数股东权益	2938	4173	5500	7818		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%	14.5%	17.5%	50.7%
留存收益	7840	10453	13821	18168	营业利润	43.5%	57.0%	22.1%	42.0%
归属母公司股东权益	18207	20655	24023	28370	归属于母公司净利润	22.3%	29.9%	28.9%	29.0%
负债和股东权益	59818	63704	75388	91821	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	39.8%	55.3%	57.0%	54.1%
单位:百万元					净利率(%)	18.0%	24.4%	25.3%	23.9%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	11.0%	12.6%	14.0%	15.3%
经营活动现金流	-3833	-41	5528	8038	ROIC(%)	13.3%	17.5%	21.4%	32.3%
净利润	2484	3848	4695	6665	偿债能力				
折旧摊销	187	31	31	32	资产负债率(%)	64.6%	61.0%	60.8%	60.6%
财务费用	93	263	122	174	净负债比率(%)	15.83%	14.96%	-5.95%	-26.79%
投资损失	-65	-65	-65	-72	流动比率	1.88	2.00	1.94	1.88
营运资金变动	-6436	-3955	745	1240	速动比率	0.52	0.47	0.50	0.63
其他经营现金流	-96	-162	0	-0	营运能力				
投资活动现金流	-683	84	65	72	总资产周转率	0.26	0.26	0.27	0.34
资本支出	-35	0	0	0	应收账款周转率	124	52	37	56
长期投资	627	0	0	0	应付账款周转率	2.22	2.05	3.54	4.11
其他投资现金流	-91	84	65	72	每股指标(元)				
筹资活动现金流	4643	-1828	-1331	2626	每股收益(最新摊薄)	1.17	1.52	1.96	2.53
短期借款	-2442	36	-1209	2800	摊薄)	-2.59	0.00	3.22	4.68
长期借款	3189	4276	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.60	12.03	13.99	16.52
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	15.74	12.11	9.40	7.28
其他筹资现金流	3900	-6139	-122	-174	P/B	1.74	1.53	1.32	1.12
现金净增加额	127	-1785	4262	10736	EV/EBITDA				

资料来源：东方证券研究所

全年销售仍有望实现增长

报告观点

- 1-4 月销售一般，但全年仍有望实现增长。截至 4 月，公司销售金额约 30 亿，相当于 10 年的 22%，仅完成 11 年计划额 170 亿的 17%。目前，公司在京内高端老项目销售不理想，新盘推出不多，预计 5-6 月开始，推盘上市的项目将逐渐增多。其中，北京：F06 项目 6 月将开盘；北京国风上观剩余两栋楼也将在下半年推出；长阳镇两个项目 6 月将陆续推出。今年北京 3 个保障房项目也将开始销售，保障房可售面积约 45 万平。同时，5 月开始，京外项目也将成为推盘主力，苏州的国风华府、班芙春天将首次开盘，扬州，贵阳、沈阳、太原、厦门都将首次开盘。由于新盘可以采取更加灵活的价格策略，所以，预计随更多的新盘上市，公司将取得更好的销售业绩。
- 我们预计公司全年将实现 150 亿的销售额，若实现，12 年业绩锁定率将达到 135%。截至 2010 年底，公司预收款 74.5 亿（11 年一季度末达到 97 亿），相当于 11 年预计营业收入 102%，11 年业绩已经完全锁定。
- 长期资金压力较大，但短期偿债能力还比较强。截至 1 季度末，公司扣除预收账款的资产负债率为 55%，净负债率高达 102%，远高于主流公司 76% 的水平，短期付息债务占长短期付息债的比例为 0.4%，较为合理，现金对短期付息债的覆盖率为 99%，短期偿债能力尚强。
- 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.24 元、1.69 元、2.34 元，对应当前股价的 PE 分别为 10 倍、7 倍、5 倍，给予 2011 年 15 倍 PE，目标价为 18 元。不考虑未来上涨，折现率为 9%，则公司 RNAV 为 17.6 元，目前股价折价 29%。维持公司买入评级。
- 股价催化剂：第二期激励基金启动；项目销售良好；新增土地储备等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

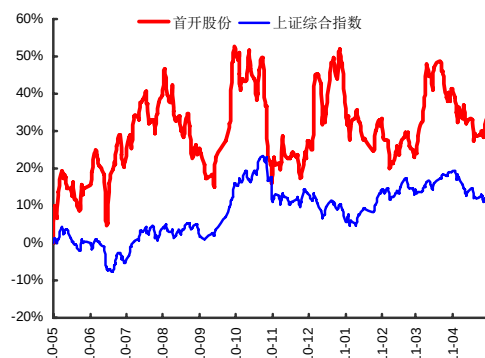
8601-84896188-846

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011 年 5 月 17 日)	12.61 元				
目标价格	18.00 元				
总股本/A 股(万股)	149468 / 149468				
A 股市值(亿元)	215				
国家/地区	中国				
行业	房地产				
报告发布日期	2011 年 5 月 18 日				

股价表现



财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
	7765	7280	11122	15062
	50%	-6%	53%	35%
	1345	1852	2529	3496
	44%	38%	37%	38%
	47.0%	56.8%	53.9%	52.9%
ROE(%)	12.8%	14.7%	19.2%	21.4%
	1.17	1.24	1.69	2.34
P/E (倍)	10.71	10.11	7.40	5.36
P/B (倍)	1.38	1.49	1.42	1.14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测；

相关研究报告

《首选的配置标的》

2010-08-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：首开股份财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	38395	45272	55825	62896	营业收入	7765	7280	11122	15062
现金	10520	8142	9618	9593	营业成本	4115	3145	5123	7087
应收账款	52	86	130	165	营业税金及附加	947	1066	1663	1880
其他应收款	2175	2175	2175	2175	营业费用	239	218	334	452
预付账款	77	63	102	142	管理费用	526	480	734	994
存货	25065	34805	43799	50822	财务费用	602	585	749	881
其他流动资产	506	0	0	0	资产减值损失	-22	0	0	0
非流动资产	4346	4293	4245	4197	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1837	1837	1837	1837	投资净收益	567	520	641	671
固定资产	924	911	863	815	营业利润	1928	2306	3161	4439
无形资产	9	13	13	13	营业外收入	7	11	8	9
其他非流动资产	1576	1533	1533	1533	营业外支出	7	9	9	8
资产总计	42741	49565	60071	67094	利润总额	1927	2308	3160	4440
流动负债	20306	20506	26648	28493	所得税	590	447	630	942
短期借款	510	500	500	500	净利润	1337	1861	2531	3497
应付账款	1116	1038	1630	2227	少数股东损益	-7	9	1	2
其他流动负债	18680	18968	24517	25766	归属母公司净利润	1345	1852	2529	3496
非流动负债	11635	13653	13640	15641	EBITDA	2611	2938	3957	5368
长期借款	11594	13594	13594	15594	EPS (元)	1.17	1.24	1.69	2.34
其他非流动负债	41	60	47	48					
负债合计	31940	34159	40288	44134	主要财务比率				
少数股东权益	328	376	329	331		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1150	1495	1495	1495	成长能力				
资本公积	5550	5550	5550	5550	营业收入	49.5%	-6.3%	52.8%	35.4%
留存收益	3773	5510	6148	9324	营业利润	63.2%	19.6%	37.1%	40.4%
归属母公司股东权益	10473	12555	13194	16369	归属于母公司净利润	44.3%	37.7%	36.6%	38.2%
负债和股东权益	42741	49565	60071	67094	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	47.0%	56.8%	53.9%	52.9%
单位:百万元					净利率(%)	17.3%	25.4%	22.7%	23.2%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	12.8%	14.7%	19.2%	21.4%
经营活动现金流	-5811	-7305	-3645	-1494	ROIC(%)	11.1%	8.8%	9.5%	11.0%
净利润	1337	1861	2531	3497	偿债能力				
折旧摊销	82	48	48	48	资产负债率(%)	74.7%	72.5%	74.9%	72.5%
财务费用	602	585	749	881	净负债比率(%)	58.61%	60.63%	59.80%	59.12%
投资损失	-567	-520	-641	-671	流动比率	1.89	2.21	2.09	2.21
营运资金变动	-7062	-8947	-6319	-5251	速动比率	0.66	0.51	0.45	0.42
其他经营现金流	-202	-332	-13	1	营运能力				
投资活动现金流	526	516	641	671	总资产周转率	0.20	0.16	0.20	0.24
资本支出	60	0	0	0	应收账款周转率	96	105	103	102
长期投资	463	0	0	0	应付账款周转率	3.45	2.92	3.84	3.67
其他投资现金流	1049	516	641	671	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	3771	4410	4481	799	每股收益(最新摊薄)	1.17	1.24	1.69	2.34
短期借款	-100	-10	0	0	每股经营现金流(最	-3.89	-4.89	-2.44	-1.00
长期借款	2142	2000	0	2000	每股净资产(最新摊	7.01	8.40	8.83	10.95
普通股增加	0	345	0	0	估值比率				
资本公积增加	-53	-53	0	0	P/E	10.71	10.11	7.40	5.36
其他筹资现金流	1782	2128	4481	-1201	P/B	1.38	1.49	1.42	1.14
现金净增加额	-1515	-2379	1476	-25	EV/EBITDA				

资料来源：东方证券研究所

高价值资源丰富

报告观点

- 公司将长期受益于南京江北高价值土地资源带来的巨大回报。截至 10 年末,公司在南京江北的天润城和威尼斯水城尚有约 500 万的权益未结算面积,而两个项目的楼面地价均不足 600 元/平,但售价却达到了 8000 元/平以上。项目的毛利率在 50%以上,价值非常高。同时,项目继续增值的潜质和弹性仍非常大,原因是:1、南京江北房价上涨具有更高的确定性。通往江北的地铁将开通、14 年青奥会将举办、售价比一江之隔的楼盘约低一半、2010 年 10 月周边楼面地价已拍至 7800 元/平米,这些因素决定公司项目中期售价上涨潜力巨大。2、公司江北两项目的土地增值税率已锁定,若房价上涨,将能享受比其他项目更大的收益。
- 目前股价较股权激励的行权价折价约 8%。公司股权激励的行权价格为 9.45 元。从行权的业绩条件来看,11 年净利润增长率需达到 35%,对应的 EPS 为 0.61 元,对应的 11 年动态 PE 为 14 倍。
- 目前销售一般,未来销售取决于南京整体市场复苏程度以及宜兴和芜湖新盘推盘情况。公司目前在售项目主要是南京江北的天润城和威尼斯水城两个老盘,受政策影响,目前这两个项目的月度销售量较 10 年四季度高峰期时下降了一半以上,所以截至 1-4 月公司销售金额仅约 12 亿,相当于 10 年销售金额的 28%,11 年计划销售额的 17%。我们预计南京市场经过近期的低迷之后有望复苏,同时公司 6-7 月将宜兴的新盘将首次推出,年底前芜湖项目也将开盘,这些新项目有望给公司带来新的销售增长点。
- 2010 年预收账款 37 亿,11 年业绩锁定率约 98%。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67 元、0.94 元、1.28 元,对应动态 PE 分别为 13、9、7 倍。不考虑房价上涨,按 9%的折现率,RNAV 为 12.4 元,目前股价折让 30%。维持公司“买入”评级。
- 风险提示:全年销售低于预期的风险;行业政策风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

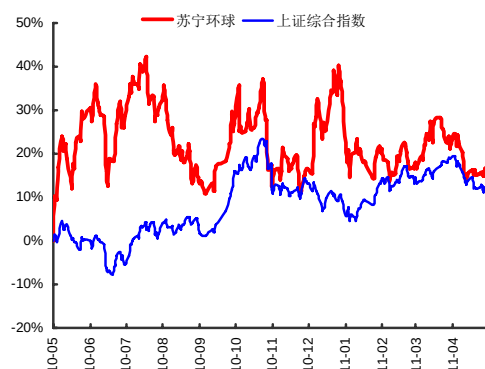
8601-84896188-846

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210030001

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011 年 5 月 17 日)	8.80 元				
目标价格	10.00 元				
总股本/A 股(万股)	170266 / 170266				
A 股市值(亿元)	148				
国家/地区	中国				
行业	房地产				
报告发布日期	2011 年 5 月 18 日				

股价表现



财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
	3473	3809	7071	9953
	24%	10%	86%	41%
	772	1142	1599	2174
	8%	48%	40%	36%
	47.6%	60.0%	49.3%	51.4%
ROE(%)	21.7%	24.3%	25.4%	25.6%
	0.45	0.67	0.94	1.28
P/E (倍)	19.20	12.97	9.26	6.82
P/B (倍)	4.16	3.15	2.35	1.75

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测;

相关研究报告

《高内含价值, 高弹性, 高业绩释放动力》

2010-12-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：苏宁环球财务报表预测与比率分析

地产+矿产并驾齐驱

报告观点

- 公司优质项目足可支撑未来 3—4 年高成长。预计 2010 年底待结算面积约 220 万平米，其中三个主要项目北京通州东方玫瑰、运河项目、武汉东湖项目合计 152 万平米，占比约 70%。其中，通州东方玫瑰可售面积 71 万平，按 16000 元/平米的销售均价，净利率约 24%，单平米净利润将达到 3800 元/平米，总计净利润 27 亿。武汉东湖项目权益可售 56 万平米，保守按 8500 元/平米销售均价，净利率约 15%，权益净利润约 7 亿。仅此两个项目合计净利润 34 亿，相当于 5.3 元/股。
- 北京通州东方玫瑰是公司 2011—2012 年销售和结算重点，目前已开盘，整体销售正常。5 月该项目 4 号楼 849 套小户型开盘销售，截至目前销售率 38%，约 2.2 万平米，销售比较正常，销售均价 15800，符合预期。我们预计今年结算面积将达到 8 万平米，因此，下半年销售进度非常关键。
- 拟进军矿产，未来业绩增长有望多元化。5 月 5 日，公司公告成立北京华业矿业资源发展有限公司，但尚未公布拟取得矿产类别及储量等细节。
- 不考虑矿产业务，我们预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.83 元、1.19 元、1.68 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、8 倍、6 倍。不考虑房价上涨，9%的折现率，公司 RNAV 为 11.9 元，目前折价 19%，维持公司买入评级。
- 催化剂：矿产业务取得实质进展；新取得土地储备。
- 风险：东方玫瑰销售低于预期；矿产业务拓展不成功；行业政策风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

8601-84896188-846

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011 年 5 月 17 日) 9.87 元

目标价格 12.00 元

总股本/A 股(万股) 64500 / 64500

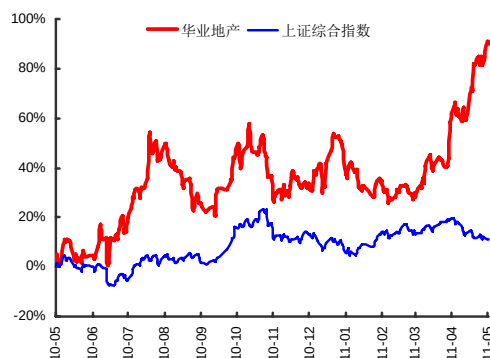
A 股市值(亿元) 64

国家/地区 中国

行业 房地产

报告发布日期 2011 年 5 月 18 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
	2249	2237	3084	4412
	86%	-1%	38%	43%
	292	534	770	1085
	150%	83%	44%	41%
	28.7%	48.7%	50.0%	46.2%
ROE(%)	12.4%	18.4%	21.0%	22.8%
	0.45	0.83	1.19	1.68
P/E (倍)	21.24	11.63	8.06	5.72
P/B (倍)	2.63	2.14	1.69	1.31

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测；

相关研究报告

《深圳项目集中结算带来公司业绩高增长》

2010-08-17

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：华业地产财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7998	9998	13039	17479	营业收入	2249	2237	3084	4412
现金	1330	1118	1542	2206	营业成本	1604	1148	1544	2373
应收账款	0	500	500	500	营业税金及附加	174	299	428	542
其他应收款	27	24	25	24	营业费用	31	34	46	66
预付账款	43	50	50	50	管理费用	47	56	77	110
存货	6598	8306	10923	14699	财务费用	15	-10	-59	-148
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	416	396	394	392	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	37	35	34	32	营业利润	381	711	1048	1468
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	379	360	360	360	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	8414	10394	13434	17872	利润总额	380	711	1048	1468
流动负债	2710	4156	6410	9747	所得税	101	178	262	367
短期借款	0	711	647	1111	净利润	279	534	786	1101
应付账款	1102	344	463	712	少数股东损益	-13	0	16	16
其他流动负债	1608	3101	5300	7924	归属母公司净利润	292	534	770	1085
非流动负债	3335	3335	3335	3335	EBITDA	409	703	991	1322
长期借款	3166	3166	3166	3166	EPS (元)	0.45	0.83	1.19	1.68
其他非流动负债	169	169	169	169					
负债合计	6045	7491	9745	13082	主要财务比率				
少数股东权益	7	7	23	39		2010	2011E	2012E	2013E
股本	645	645	645	645	成长能力				
资本公积	1053	1053	1053	1053	营业收入	85.9%	-0.6%	37.9%	43.1%
留存收益	663	1197	1967	3052	营业利润	114.1%	87.0%	47.3%	40.1%
归属母公司股东权益	2362	2895	3665	4750	归属于母公司净利润	149.6%	82.7%	44.3%	40.9%
负债和股东权益	8414	10394	13434	17872	获利能力				
					毛利率(%)	28.7%	48.7%	50.0%	46.2%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	12.4%	23.9%	25.5%	25.0%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	12.4%	18.4%	21.0%	22.8%
经营活动现金流	-444	-1151	428	52	ROIC(%)	7.2%	9.3%	12.4%	14.4%
净利润	279	534	786	1101	偿债能力				
折旧摊销	14	2	2	2	资产负债率(%)	71.8%	72.1%	72.5%	73.2%
财务费用	15	-10	-59	-148	净负债比率(%)	77.49%	101.92%	66.98%	47.40%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.95	2.41	2.03	1.79
营运资金变动	-745	-1679	-299	-903	速动比率	0.52	0.41	0.33	0.29
其他经营现金流	-8	3	-1	0	营运能力				
投资活动现金流	9	18	0	0	总资产周转率	0.30	0.24	0.26	0.28
资本支出	3	0	0	0	应收账款周转率	8	9	6	9
长期投资	-12	0	0	0	应付账款周转率	2.32	1.59	3.82	4.04
其他投资现金流	-0	18	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	540	921	-5	612	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.83	1.19	1.68
短期借款	0	-139	-64	464	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.76	0.00	0.66	0.08
长期借款	2184	1545	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.66	4.49	5.68	7.37
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	21.24	11.63	8.06	5.72
其他筹资现金流	-1644	-484	59	148	P/B	2.63	2.14	1.69	1.31
现金净增加额	104	-212	424	664	EV/EBITDA				

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-5-17)



资金流向

(截止2011-5-17)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn