

分析师: 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120021

联系人: 乐加栋 (8621)68751692 lejd@cjsc.com.cn

转型中的变化

事件描述与评论

招商地产今日发布 2011 年中报, 11 年上半年公司实现营业收入 80.91 亿元, 同比增长 15.90%; 实现营业利润 24.06 亿元, 同比增长 31.47%; 实现归属母公司净利润 14.69 亿元, 同比增长 39.84%, 每股收益 0.86 元。

公司业绩略超预期, 毛利维持高位

公司中期业绩略超市场预期, 公司利润增长超过收入增长的主要原因是项目结算毛利率较去年同期增长了接近 8 个百分点, 主要是因为公司本期结算的项目大多为高毛利项目, 如北京的 1872 与深圳曦城项目。未来毛利方面, 我们认为公司资产较为优质, 预计未来高毛利能继续维持两年。由于公司结算的毛利率较高, 本期土地增值税增长较快, 有去年的五亿增加为 8 个亿左右。另外由于公司在报告期在销售方面加大了力度, 在对外拓展方面加快了脚步使得在费用方面增长较快, 但相对于合同销售总额的费用率还是发生明显的下降。

二季度销售爆发, 全年销售有望超预期

公司上半年在全国 12 个城市有 24 个楼盘在售, 实现认购面积 60.73 万平方米, 认购金额 120.47 亿元, 销售均价在 2 万元左右。公司 10 年合同销售额为 146 亿, 11 年全年的销售目标为 200 亿, 下半年可售金额估计在 180 亿左右, 全年销售有望超预期。年初我们估计公司由于销售价格较高, 在限价与限购下可能销售压力较大, 从目前来看公司确实是采取了一些措施加快项目销售与周转, 从这个方面来说公司确实在变化。从另一角度, 总是错过最佳销售时机也是值得反思的事情。在预收账款方面, 公司期末预收账款余额为 119 亿, 相对于期初来说有所下降。预计这部分预收账款为公司未来 EPS 锁定 1.25 元。

公司提高财务杠杆, 加快转型

公司自年初以来除了加快销售外, 另外一个明显的变化就是公司保持财务安全的情况下提高了财务杠杆, 公司期末净负债率进一步提高至 30% 左右。在短期头寸方面, 货币资金余额在 9 亿左右, 短期借款与一年内到期的流动负债合计 5 亿元左右, 短期偿债压力不大。从公司上半年拿地的力度也可以看出公司正在加快向高周转的公司转型, 公司上半年在在佛山、武汉、镇江等地新取得 5 个项目, 扩充项目资源 103 万平方米, 合计金额在 40 亿左右, 而去年全年公司拿地支出在 69 亿左右。公司在二三线城市的布局方面明显加快了进程。值得关注的是, 公司在二三线布局方面土似乎对大股东背景依赖并不明显, 与市场期待不同, 值得思考。

盈利预测与估值

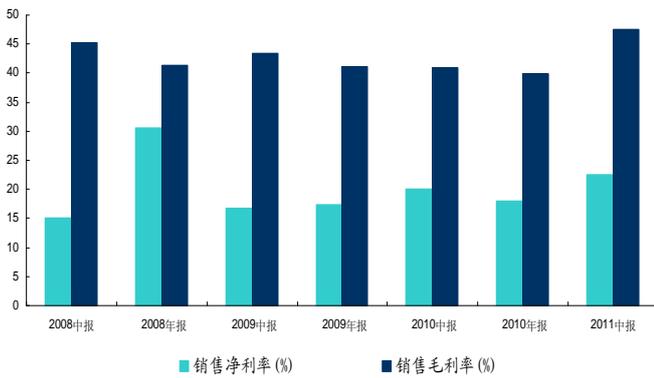
公司今年在新的管理层领导下在销售方面发生了明显的变化, 但多年对公司的跟踪, 让我们对转变保留一份观察。预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.52、1.87, 维持“推荐”评级。

第一，公司业绩略超预期，毛利维持高位

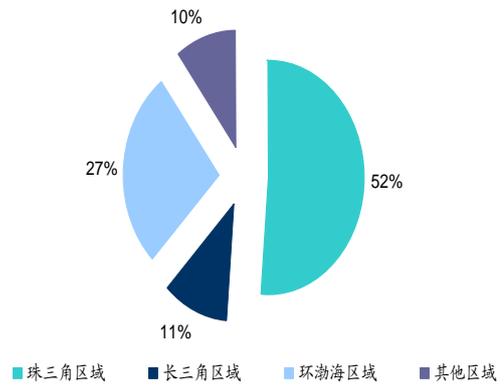
公司中期业绩略超市场预期，公司利润增长超过收入增长的主要原因是项目结算毛利率较去年同期增长了接近 8 个百分点，主要是因为公司本期结算的项目大多为高毛利项目，如北京的 1872 与深圳曦城项目。未来毛利方面，我们认为公司资产较为优质，预计未来高毛利能继续维持两年。

由于公司结算的毛利率较高，本期土地增值税增长较快，有去年的五亿增加为 8 个亿左右。另外由于公司在报告期在销售方面加大了力度，在对外拓展方面加快了脚步使得在费用方面增长较快，但相对于合同销售额的费用率还是发生明显的下降。

图：公司结算利润率



图：房地产结算区域分布



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：公司分业务营业情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减百分点
房地产开发销售	712,212	353,060	50.43%	16.75%	1.11%	7.67
出租物业经营	29,458	14,820	49.69%	17.11%	11.08%	2.73
房地产中介	4,182	3,483	16.71%	-16.97%	-6.19%	-9.57
园区供电供水	28,341	20,637	27.18%	-11.78%	-12.82%	0.86
物业管理	24,983	21,414	14.29%	25.51%	29.41%	-2.58
工程施工收入	9,490	9,396	1.00%	77.88%	78.12%	-0.22

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：公司上半年主要结算项目

项目名称	结算面积(平米)	结算金额(万元)
北京公园·1872 一、二期	53,965	133,289
深圳曦城四期	14,327	105,393
珠海招商花园城一期	76,314	81,593
天津星城	48,135	62,032
重庆招商江湾城	78,145	61,047

深圳招商澜园	30,808	39,171
南京依云溪谷	14,325	38,030
佛山依云上城	40,695	36,980
深圳兰溪谷二期	7,191	31,741
深圳兰溪谷三期	5,990	20,825
漳州招商花园城	22,040	14,052
上海招商海湾花园	6,855	15,545
深圳花园城五期	3,589	10,235

资料来源：公司公告，长江证券研究部

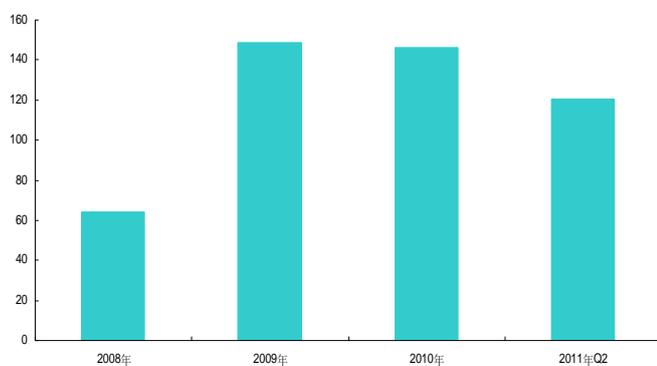
第二，二季度销售爆发，全年销售有望超预期

公司上半年在全国 12 个城市有 24 个楼盘在售，实现认购面积 60.73 万平方米，认购金额 120.47 亿元，销售均价在 2 万元左右。公司 10 年合同销售额为 146 亿，11 年全年的销售目标为 200 亿，下半年可售金额估计在 180 亿左右，全年销售有望超预期。

年初我们估计公司由于销售价格较高，在限价与限购下可能销售压力较大，从目前来看公司确实是采取了一些措施加快项目销售与周转，从这个方面来说公司确实在变化。从另一角度，总是错过最佳销售时机也是值得反思的事情。

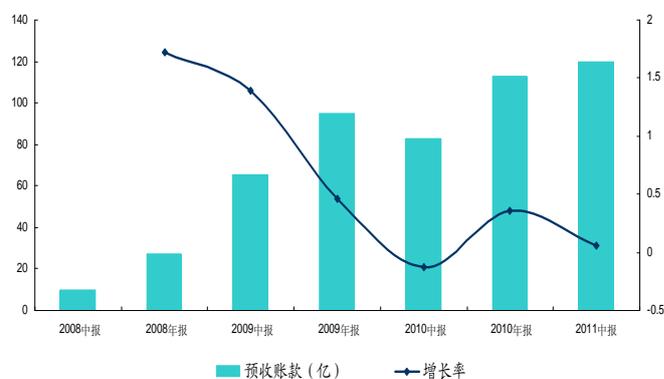
在预收账款方面，公司期末预收账款余额为 119 亿，相对于期初来说有所下降。预计这部分预收账款为公司未来 EPS 锁定 1.25 元。

图：招商地产合同销售额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：招商地产预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：近期即将开售项目

项目名称	城市	区域	板块	总建筑面积(m ²)	开工时间	开盘时间	交房时间	销售状态
依云曦城	佛山	南海区	狮山板块	280553	2011/3/1	2012/1/1	2012/12/30	未公开
伍兹公寓	深圳	南山区	蛇口板块	31976	2010/7/22	2011/10/1	2012/12/31	未公开
依云天汇	佛山	南海区	桂城板块	224407	2011/2/20	2011/10/1	2012/12/31	形象
雍景湾	苏州	园区	唯亭板块	100889	2009/5/20	2011/8/31	2012/12/31	形象
招商海德公园	厦门	集美区	集美学村板块	225200	2011/3/18	2011/8/30	2012/12/1	形象

静观萃园一期 上海 松江 松江新城板块 100000 2010/11/25 2011/8/20 2013/8/31 形象

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三，公司提高财务杠杆，加快转型

公司自年初以来除了加快销售外，另外一个明显的变化就是公司保持财务安全的情况下提高了财务杠杆，公司期末净负债率进一步提高至 30% 左右。在短期头寸方面，货币资金余额在 9 亿左右，短期借款与一年内到期的流动负债合计 5 亿元左右，短期偿债压力不大。

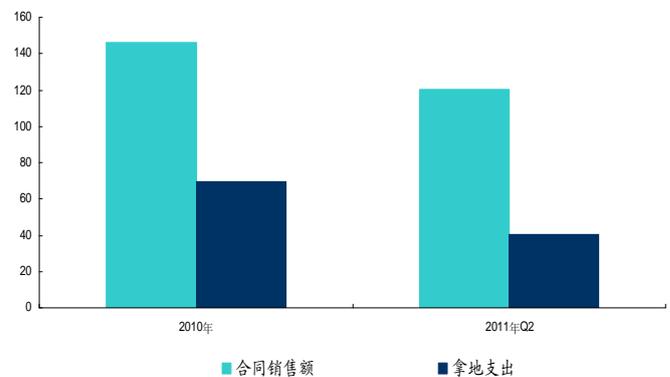
从公司上半年拿地的力度也可以看出公司正在加快向高周转的公司转型，公司上半年在在佛山、武汉、镇江等地新取得 5 个项目，扩充项目资源 103 万平方米，合计金额在 40 亿左右，而去年全年公司拿地支出在 69 亿左右。公司在二三线城市的布局方面明显加快了进程。值得关注的是，公司在二三线布局方面似乎对大股东背景依赖并不明显，与市场期待不同，值得思考。

图：公司净负债率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图：土地出让权益支付与签约销售额



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表：公司上半年拿地情况

项目名称	城市	区域	土地属性	出让时间	占地面积(万平)	规划建筑面积(万平)	总价(亿元)
A904-0270	深圳	宝安	住宅;	2011/7/20	4.95	15.8	2.53
4--5 号地块 大东 2 号地块	镇江	城东	住宅;商业(商服); 公建配套	2011/5/18	12.91	18.84	10.00
4--4 号地块 大东 1 号地块	镇江	城东	住宅;商业(商服); 公建配套	2011/5/18	19.04	36.18	20.10
196020-001 地块	佛山	顺德	住宅;商业(商服);	2011/1/12	2.98	8.92	5.95
珞梁路与南湖路交叉口	武汉	洪山	住宅	2011/4/28	4.39	13.18	4.10

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第四，盈利预测与估值

公司今年在新的管理层领导下在销售方面发生了明显的变化，但多年对公司的跟踪，让我们对转变保留一份观察。预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.52、1.87，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	13782	17629	21409	25042	货币资金	9676	10735	13456	18743
营业成本	8300	10411	12569	14394	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	5482	7219	8840	10648	应收账款	4247	5434	6599	7719
% 营业收入	39.8%	40.9%	41.3%	42.5%	存货	38699	43224	49366	53102
营业税金及附加	1647	2107	2559	2993	预付账款	6	8	10	11
% 营业收入	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	其他流动资产	981	1259	1529	1789
销售费用	285	370	450	526	流动资产合计	53611	60661	70961	81365
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	237	300	364	426	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	长期股权投资	598	598	598	598
财务费用	93	101	106	102	投资性房地产	3438	3438	3438	3438
% 营业收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	固定资产合计	284	293	306	301
资产减值损失	6	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	-14	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	65	0	0	0	递延所得税资产	460	0	0	0
营业利润	3265	4341	5362	6602	其他非流动资产	1427	1427	1427	1427
% 营业收入	23.7%	24.6%	25.0%	26.4%	资产总计	59818	66416	76730	87128
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	3029	0	0	0
利润总额	3272	4341	5362	6602	应付款项	5033	6278	7568	8620
% 营业收入	23.7%	24.6%	25.0%	26.4%	预收账款	11269	14456	17556	20535
所得税费用	788	1085	1340	1650	应付职工薪酬	207	257	310	353
净利润	2484	3255	4021	4951	应交税费	615	804	983	1170
归属于母公司所有者 的净利润	2011.4	2604.4	3217.1	3961.0	其他流动负债	8355	10445	12599	14379
少数股东损益	473	651	804	990	流动负债合计	28508	32241	39016	45057
EPS (元/股)	1.17	1.52	1.87	2.31	长期借款	9996	9996	9996	9996
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-4446	4614	3353	6008	其他非流动负债	169	169	169	169
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	38672	42406	49181	55222
收回现金					归属于母公司	18207	20421	23156	26523
长期股权投资	144	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	2938	3590	4394	5384
固定资产投资	-43	-35	-43	-25	股东权益	21146	24011	27549	31907
其他	-20	0	0	0	负债及股东权益	59818	66416	76730	87128
投资活动现金流净额	80	-35	-43	-25	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	618	0	0	0	EPS	1.171	1.517	1.873	2.307
银行贷款增加(减少)	4724	-3029	0	0	BVPS	10.60	11.89	13.48	15.44
筹资成本	817	-492	-589	-696	PE	15.62	12.07	9.77	7.93
其他	-1634	0	0	0	PEG	0.62	0.48	0.39	0.31
筹资活动现金流净额	4524	-3520	-589	-696	PB	1.73	1.54	1.36	1.18
现金净流量	158	1058	2721	5287	EV/EBITDA	9.87	6.87	5.09	3.37
					ROE	11.0%	12.8%	13.9%	14.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场
中 性： 相对表现与市场持平
看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间
中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
