

# 招商地产 (000024.sz)

## 稳健而进取、提高评级至“买入”

**赵强 分析师**      **沈爱卿 分析师**      **徐军平 分析师**  
电话: 021-68829698      020-87555888-8637      021-68829441  
eMail: zhaoq@gf.com.cn      saq@gf.com.cn      xjp@gf.com.cn  
SAC执业证书编号: S0260511020001      S0260511020008      S0260511010010

### 净利快速提升

招商地产 (000024.sz) 公布 2011 年中报: 实现营业收入 80 亿元, 同比增 16%; 净利润 14 亿元, 同比增 40%; EPS 为 0.86 元, 基本符合预期。报告期内京深等地高毛利项目结算, 使得总体毛利率由上年同期的 40.9% 提升至 47.6%, 这是净利润快速增长的主要原因。

### 狠抓周转率、销售创新高

公司中期报告中首次提出“提升周转率”。这意味着新任领导层经营思路的重大转变。很显然, 这种思路的转变是顺应大势的。报告期销售业绩也作出正面反馈。报告期内公司实现认购金额 120 亿元。但因受制于签约速度放缓, 上半年公司签约销售金额 68.3 亿元, 同比分别增长 45% 和 62%。以公司上半年的认购额计算, 已完成全年 200 亿元销售目标的 60.2%, 销售压力不大。

### 逆势扩张、积极布局二三线

报告期, 公司加快了扩充速度。公司上半年在佛山、武汉、镇江等二三线城市新取得 5 个项目, 权益面积 84 万平米, 较上年同期增长 83%。截至报告期末, 公司已进入 17 个城市, 总项目资源继续保持在 1000 万平方米以上。

### 稳健而进取、提高评级至“买入”

维持对公司今年 1.58 元/股的预测。目前 18.3 元的股价相对 2011 年的动态市盈率为 11.5 倍, 作为一个综合开发类上市公司, 不考虑行业因素, 是相对便宜。公司新领导层上任后经营思路的转变, 使得公司更具备积极进取的特点、规模化扩充之路已经展开。而稳健的财务、实力雄厚的大股东将为公司的扩充提供强有力的支撑。此外, 公司还面临深圳前海等区域利好因素刺激。综合以上原因, 我们提高对公司的评级至“买入”。

**风险提示:** 政策风险、行业风险

### 预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,137.70	13,782.43	16,877.0	22,294.5	30,967.0
增长率 (%)	183.72%	35.95%	22.45%	32.10%	38.90%
EBITDA(百万元)	2,422.34	3,532.13	4,010.35	5,063.78	6,804.60
净利润(百万元)	1,644.14	2,011.40	2,729.61	3,551.63	4,658.12
增长率 (%)	33.93%	22.34%	35.71%	30.12%	31.15%
每股收益 (元)	0.957	1.171	1.59	2.07	2.71
市盈率	27.81	13.62	11.5	8.8	6.7
市净率	2.81	1.50	1.51	1.29	1.08
BV/EBITDA	19.26	9.53	8.62	6.31	5.76

数据来源: 招商局地产控股股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

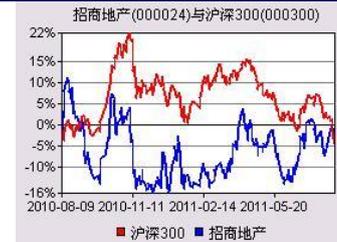
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

### 公司评级

**买入**

当前价格(元) 18.30  
目标价格(元) 24.00  
前次评级 持有

### 股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.43%	2.65%	-2.09%
沪深 300	-10.14%	-10.49%	-3.58%

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)  
1,717.30/684.27

主要股东:

招商局蛇口工业区有限公司

主要股东持股比例 40.38%

### 财务比率

ROE 11.05%  
ROA 6.25%  
资产负债率 64.65%  
每股净资产(元) 10.60  
2010 年报数据

## 净利快速提升

招商地产（000024.sz）公布2011年中报：报告期内公司实现营业收入80.9亿元，较上年同期增长15.9%；实现营业利润24.1亿元，较上年同期增长31.5%；实现归属于母公司所有者净利润14.7亿元，较上年同期增长39.8%；报告期基本每股收益为0.86元，基本符合我们的预期。报告期内北京、深圳等地的高毛利项目结算，使得总体毛利率由上年同期的40.9%提升至47.6%，这是公司净利润快速增长的主要原因。

表 1：招商地产的业绩比较

单位：百万元

	2010 年中期	2011 年中期	变动
<b>一、营业总收入</b>	<b>6,981</b>	<b>8,092</b>	<b>16%</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>5,207</b>	<b>5,753</b>	<b>10%</b>
营业成本	4,127	4,241	3%
营业税金及附加	863	1,281	48%
营业费用	112	160	43%
管理费用	101	143	41%
财务费用	3	-72	-2470%
公允价值变动净收益	30	16	-47%
投资收益	25	51	102%
<b>三、营业利润</b>	<b>1,830</b>	<b>2,406</b>	<b>31%</b>
<b>四、利润总额</b>	<b>1,834</b>	<b>2,407</b>	<b>31%</b>
减：所得税	435	587	35%
<b>五、净利润</b>	<b>1,399</b>	<b>1,820</b>	<b>30%</b>
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>1,050</b>	<b>1,469</b>	<b>40%</b>
少数股东损益	349	351	1%
总股本	1,717	1,717	0%
每股收益(年末摊薄)	0.61	0.86	40%
毛利率	40.9%	47.6%	16%
主营税金率	26.2%	29.7%	13%
营业利润率	15.0%	18.1%	21%
净利润率	<b>6,981</b>	<b>8,092</b>	<b>16%</b>

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 狠抓周转率、销售创新高

“加快项目开发进度、提升周转率”。在公司的定期报告中，首次提出“提升周转率”。这意味着新任领导层经营思路的重大转变。很显然，这种思路的转变是顺应大势的。报告期的销售业绩也作出了正面反馈。报告期内，公司在全国12个城市有24个楼盘在售，实现认购面积60.7万平方米，认购金额120.4亿元。但因受制于签约速度放

缓，上半年公司实现销售面积41.5万平方米，签约销售金额68.3亿元，同比分别增长45%和62%。以公司上半年的认购额计算，已完成全年200亿元销售目标的60.2%，销售压力不大。

## 逆势扩张、积极布局二三线

报告期，公司加快了扩充速度。公司上半年在佛山、武汉、镇江、厦门等二三线城市新取得5个项目，扩充项目资源103万平方米，其中权益面积84万平方米，较上年同期增长82.6%。截至报告期末，公司已进入17个城市，总项目资源继续保持在1000万平方米以上。

报告期，公司新开工25个项目，新开工面积207万平方米，较上年同期增长200%以上，年初计划开工项目基本全部开工。

## 财务稳健依旧

报告期期末，公司净负债率为34.7%，总体上处于较健康状态。2011年一季度末，房地产上市公司的平均净负债率为62.0%，而我们预计二季度末房地产行业的净负债率仍会保持在高位，因此，相对行业的平均水平，公司的财务状况明显占优。

## 稳健而进取、提高评级至“买入”

我们维持对公司今年1.58元/股的盈利预测。从估值角度看，目前18.3元的股价相对2011年的动态市盈率为11.5倍，作为一个综合开发类上市公司，不考虑行业因素，是相对便宜。公司新领导层上任后经营思路的转变，使得公司更具备积极进取的特点、规模化扩充之路已经展开。而稳健的财务、实力雄厚的大股东将为公司的扩充提供强有力的支撑。此外，公司还面临深圳前海等区域利好因素刺激。综合以上原因，我们提高对公司的评级至“买入”。

资产负债表

单位：百万元

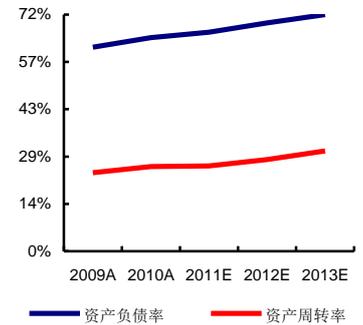
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	42,636	53,611	65,524	84,020	109,326
货币资金	9,489	9,676	8,837	14,473	12,255
应收及预付	2,054	4,253	3,471	4,533	6,452
存货	30,461	38,699	53,215	65,014	90,618
其他流动资产	631	982	1	1	1
<b>非流动资产</b>	5,261	6,207	5,518	5,463	5,408
长期股权投资	617	598	598	598	598
固定资产	300	261	218	175	132
在建工程	19	23	3	-9	-21
无形资产	180	166	0	0	0
其他长期资产	4,145	5,159	4,699	4,699	4,699
<b>资产总计</b>	47,897	59,818	71,042	89,484	114,734
<b>流动负债</b>	23,712	28,508	35,131	46,872	62,167
短期借款	1,373	1,172	0	0	0
应付及预收	19,158	22,992	35,131	46,872	62,167
其他流动负债	3,182	4,344	0	0	0
<b>非流动负债</b>	5,883	10,165	11,996	14,996	19,996
长期借款	5,720	9,996	11,996	14,996	19,996
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	162	169	0	0	0
<b>负债合计</b>	29,595	38,672	47,127	61,868	82,163
股本	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
资本公积	8,488	8,484	8,484	8,484	8,484
留存收益	6,001	7,840	10,570	14,122	18,780
归属母公司股东权益	16,279	18,207	20,772	24,323	28,981
少数股东权益	2,023	2,938	3,144	3,292	3,589
<b>负债和股东权益</b>	47,897	59,818	71,042	89,484	114,734

利润表

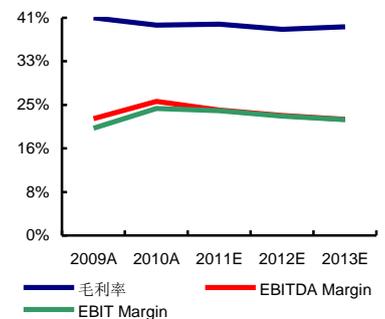
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	10138	13782	16877	22295	30967
营业成本	5962	8300	10126	13600	18735
营业税金及附加	1623	1647	2025	2675	4181
销售费用	285	285	422	557	681
管理费用	209	237	321	424	588
财务费用	-15	93	120	161	235
资产减值损失	0	6	0	0	0
公允价值变动收益	-104	-14	0	0	0
投资净收益	305	65	50	55	60
<b>营业利润</b>	2275	3265	3913	4933	6607
营业外收入	30	18	0	0	0
营业外支出	30	10	0	0	0
<b>利润总额</b>	2274	3272	3913	4933	6607
所得税	519	788	978	1233	1652
<b>净利润</b>	1754	2484	2935	3700	4955
少数股东损益	110	473	205	148	297
<b>归属母公司净利润</b>	1644	2011	2730	3552	4658
EBITDA	2242	3500	4010	5064	6805
EPS (元)	0.96	1.17	1.59	2.07	2.71

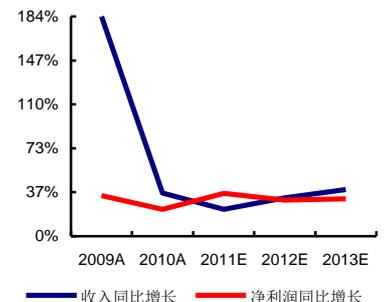
资产负债率趋势



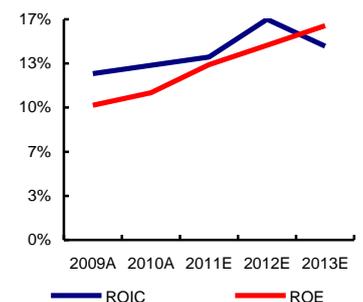
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势

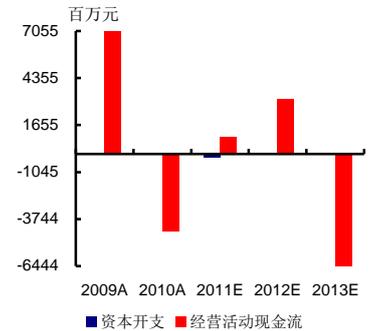


现金流量表

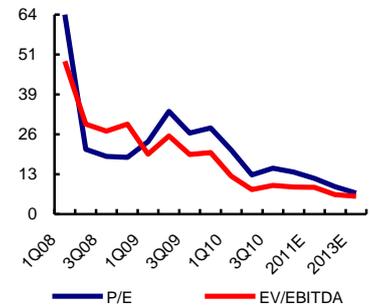
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	7,055	-4,446	768	3,003	-6,741
净利润	1,754	2,484	2,935	3,700	4,955
折旧摊销	183	187	27	25	23
营运资金变动	5,498	-7,117	-2,956	-1,119	-12,228
其它	-380	0	761	397	509
<b>投资活动现金流</b>	-446	80	251	85	92
资本支出	-75	-43	201	30	32
投资变动	-856	126	50	55	60
其他	486	-3	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-5,191	4,505	-1,859	2,548	4,431
银行借款	5,612	7,766	828	3,000	5,000
债券融资	-10,044	-3,043	-2,046	0	0
股权融资	339	618	0	0	0
其他	-1,098	-836	-640	-452	-569
<b>现金净增加额</b>	1,418	139	-839	5,636	-2,218
期初现金余额	7,389	9,489	9,676	8,837	14,473
期末现金余额	8,807	9,628	8,837	14,473	12,255

资本支出与经营活动现金流



相对估值

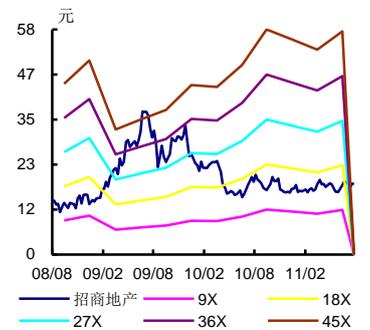


主要财务比率

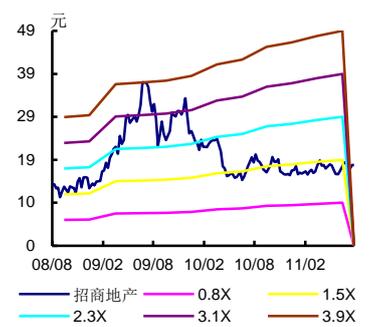
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>					
营业收入	183.7%	36.0%	22.5%	32.1%	38.9%
营业利润	76.3%	43.5%	19.9%	26.0%	33.9%
归属于母公司净利润	33.9%	22.3%	35.7%	30.1%	31.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.2%	39.8%	40.0%	39.0%	39.5%
净利率	17.3%	18.0%	17.4%	16.6%	16.0%
ROE	10.1%	11.0%	13.1%	14.6%	16.1%
ROIC	12.5%	13.1%	13.7%	16.5%	14.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.8%	64.6%	66.3%	69.1%	71.6%
净负债比率	-5.9%	15.9%	13.2%	1.9%	23.8%
流动比率	1.80	1.88	1.87	1.79	1.76
速动比率	0.51	0.52	0.35	0.40	0.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.24	0.26	0.26	0.28	0.30
应收账款周转率	89.66	124.41	86.55	96.94	96.63
存货周转率	0.22	0.24	0.19	0.21	0.21
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.96	1.17	1.59	2.07	2.71
每股经营现金流	4.11	-2.59	0.45	1.75	-3.93
每股净资产	9.48	10.60	12.10	14.16	16.88
<b>估值比率</b>					
P/E	27.8	13.6	11.5	8.8	6.7
P/B	2.8	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	19.9	8.8	8.6	6.3	5.8

PE BAND



PB BAND



## 广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009年第五名、2008年第三名，2010年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008年第三名，2009年“金手指奖”房地产行业第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围2009年房地产行业最佳分析师，2007年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

招商地产(000024.sz)_季报点评	沈爱卿	2010-10-19
招商地产(000024.sz)_中报点评	沈爱卿	2010-07-27
招商地产(000024.sz)_公司调研简报	花长劲	2008-11-25

## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。