中信建投证券 CHINA SECURITIES

CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告·上市公司动态　　房地产

销售喜人 改善显著

招商地产(000024)

维持　　买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-50475261

执业证书编号：S1440512030001

乐加栋

lejiadong@csc.com.cn

021-50475265

执业证书编号：S1440512030002

发布日期： 2012 年 8 月 13 日

当前股价： 21.08 元

目标价格 6 个月： 25 元

招商地产发布 2012 年中报，实现营业收入 100.81 亿元，增长 24.58%；实现营业利润 25.04 亿元，增长 4.09%；实现归属母公司净利润 12.21 亿元，下降 16.89%；每股收益 0.71 元。

结算均价下滑符合预期： 11 年的结算均价是近年来的高点，预计全年的结算毛利率会进一步下滑。但公司整体业绩仍然能保持较快的增长，这是因为公司计划竣工面积大幅度增长。营业利润增长大幅低于收入是财务费用与存货跌价准备影响所致。归属母公司利润低于营业利润增长主要是本期少数股东权益增多。

加快周转，销售改善显著：上半年公司实现认购超过 190 亿，签约金额超过 160 亿，同比增长 136%，预计公司年内销售将超过 300 亿。公司目前在手预收账款 216 亿，与年初相比进一步提升，这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 2.26 元左右。未来货量方面，公司新开工上半年完成 107 万平米，下半年新开工将会提速。

二季度拿地有所放缓，未来杠杆提升空间大：公司一季度拿地积极，进入二季度后有所放缓，上半年权益拿地金额为 43 亿，增加权益面积 99 万平米。公司在手现金 180 亿，上半年拿地金额占销售金额比值为 26%。根据公司计划，下半年取地的力度将会加大，关注的主要方向为城市更新、依托集团资源的收购机会。

投资评级与盈利预测：公司一直以来具备较大资源优势，这两年来公司加快了周转化资源优势为利润优势。但我们也要注意到公司边际改善的边际效用在逐步缩小，在 300 亿规模之后，我们需要看公司自身运营能力的提升来实现进一步规模增长。毫无疑问的是公司依托大股东资源有着资产注入与前海开发等方面的预期，这也是招商地产一直以来享受估值溢价的原因。预计公司 12-13 年 EPS 分别为 1.92、2.4 元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2011A	2012F	2013F	2014F
营业收入（百万）	15111	21298	27335	35131
净利润（百万）	2592	3300	4117	5013
净利润增长率	28.85%	27.31%	24.76%	21.76%
EPS（元）	1.51	1.92	2.40	2.92
P/E	13.96	10.98	8.78	7.22

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-19.36/-19.06	-8.77/0.67	9.97/25.95

12 月最高/最低价（元）	27.01/15.55
总股本（万股）	171730.05
流通 A 股（万股）	68428.59
总市值（亿元）	362.01
流通市值（亿元）	144.25
近 3 月日均成交量（万）	887.18
主要股东	
蛇口工业区	40.38%

股价表现

相关研究报告

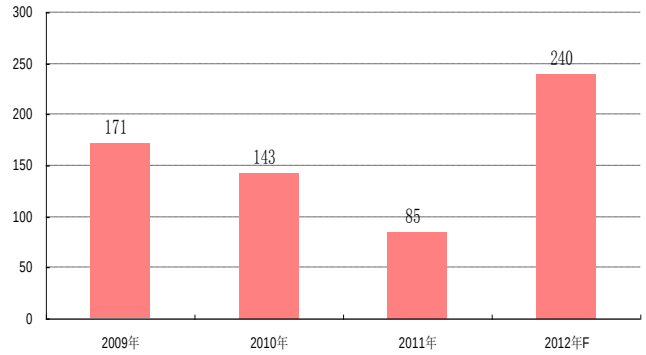
第一，结算均价下滑符合预期

公司上半年房地产结算毛利率为 52.6%，高于去年同期水平但低于去年全年的 56%，这与我们在去年年报点评时的判断是一致的，公司 11 年的结算均价将是近年来的高点，预计全年的结算毛利率会进一步下滑。但公司整体业绩仍然能保持较快的增长，这是因为公司计划竣工面积大幅度增长，对应的结算面积也必然大幅增长。我们预计公司业绩仍然能维持 25%左右的增长。

营业利润增长大幅低于收入增长主要原因是两个，一方面本期利息支出部分未能实现资本化使得财务费用上升较快，这已是房地产行业中报的普遍现象，此外本期的汇兑损益也影响了部分财务费用；另一方面是本期存货跌价准备计提了两个多亿，计提的项目为上海佘山珑原项目。

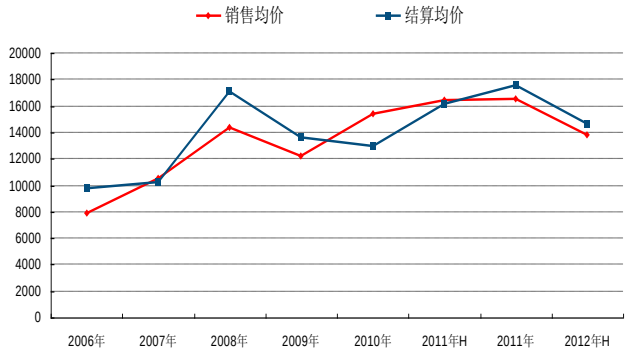
归属母公司利润低于营业利润增长主要是本期少数股东权益增多，本期结算的北京珑原、金山谷等重点项目均为合作项目。

图：公司近年来竣工面积（万平米）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司近期结算均价与销售均价



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，加快周转，销售改善显著

公司贯彻了年初制定的销售策略，加快优质资源的去化。上半年公司推出了两波促销活动，有力的回笼了资金，上半年公司实现认购超过 190 亿，签约金额超过 160 亿，同比增长 136%。这在龙头企业中表现最为出色，与过去相比公司销售改善非常明显，预计公司年内销售将会超过 300 亿。

公司目前在手预收账款 216 亿，与年初相比进一步提升，这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 2.26 元左右。未来货量方面，公司新开工上半年完成 107 万平米，同比去年上半年 207 万平米下降明显，但全年 290 万平米的新开工基本上与去年持平，下半年新开工将会提速。

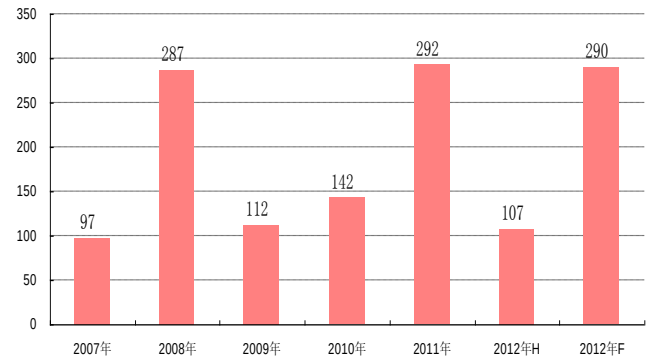
表：公司部分城市销售情况

城市	销售套数	销售面积(万平)	销售均价	销售金额(亿元)
北京	1007	10.99	31505	34.62
天津	680	8.88	15855	14.09
上海	60	1.66	21055	3.49
重庆	617	9.5	8170	7.76

广州	384	3.12	13892	4.33
深圳	2173	21.16	18828	39.84
成都	1313	10.88	10665	11.60
武汉	17	0.17	7894	0.13
南京	90	1.32	21790	2.88
苏州	1147	13.91	9069	12.61
厦门	1193	11.7	9739	11.39
镇江	281	3.71	11218	4.16

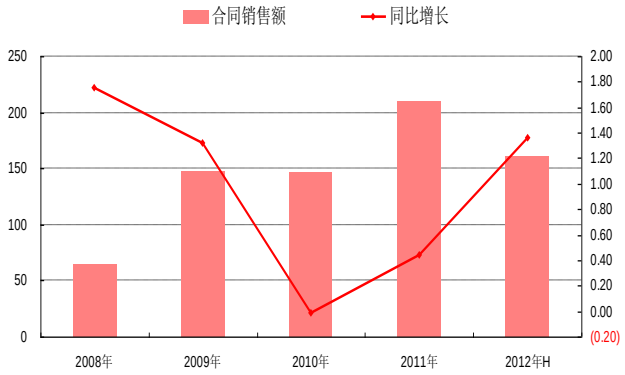
资料来源：网上房地产，中信建投研发部

图：公司近年新开工（万平）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司合同销售情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第三，二季度拿地有所放缓，未来杠杆提升空间大

公司一季度拿地积极，上半年取得的五块地有四块是一季度取得的，相应的一季度也是公司近年来净负债率的最高点，达到 33%，但这个水平仍然低于大多数地产公司。进入二季度后公司只在天津取地，上半年整体权益拿地金额为 43 亿，增加权益面积 99 万平米。

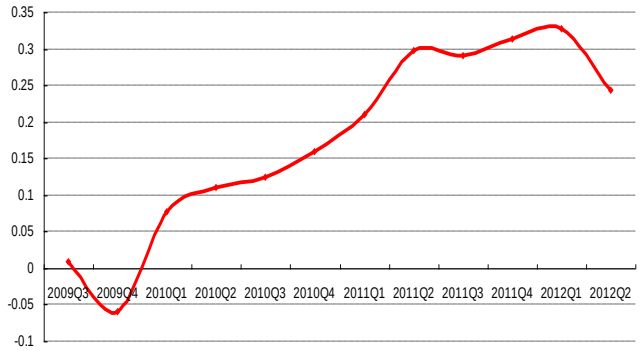
公司目前在手现金 180 亿左右，净负债率仅为 24%，上半年拿地金额占销售金额比值为 26%。根据公司计划，下半年取地的力度将会加大，关注的主要方向为城市更新、依托集团资源的收购机会。

表：公司上半年拿地情况

时间	项目	区域	总地面积（万平米）	建筑面积（万平米）	权益	总地价（亿元）	招商支付地价款（亿元）	权益建筑面积（万平米）
2012-4-11	津滨四宗地块	天津	14.11	22.83	60%	12.56	7.54	13.70
2012-3-27	天津静海县	天津	4.75	5.70	77%	0.71	0.55	4.39
2012-2-14	北京市朝阳区来广营乡两地块	北京	7.77	18.88	50%	23.70	11.85	9.44
2012-1-1	贵州毕节 15 号地块	贵州	7.41	20.76	100%	1.10	1.10	20.76
	贵州毕节 16 号地块	贵州	13.07	50.97	100%	21.70	21.70	50.97

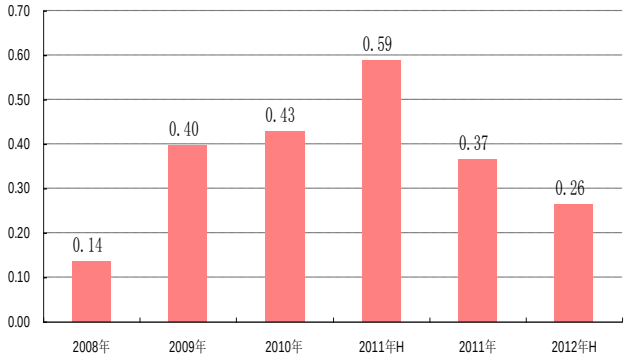
资料来源：公司公告，中信建投研发部

图：公司近期净负债率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：拿地金额/销售金额



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第四，投资评级与盈利预测

公司一直以来具备较大资源优势，这两年来公司加快了周转化资源优势为利润优势。但我们也要注意到公司边际改善的边际效用在逐步缩小，在 300 亿规模之后，我们需要看公司自身运营能力的提升来实现进一步规模增长。毫无疑问的是公司依托大股东资源有着资产注入与前海开发等方面的预期，这也是招商地产一直以来享受估值溢价的原因。预计公司 12-13 年 EPS 分别为 1.92、2.4 元，维持“买入”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	**15111**	**21298**	**27335**	**35131**
营业成本	7194	12137	16287	21224
毛利	**7917**	**9161**	**11048**	**13906**
%营业收入	52.4%	43.0%	40.4%	39.6%
营业税金及附加	2909	2769	3280	4216
%营业收入	19.2%	13.0%	12.0%	12.0%
销售费用	493	703	902	1159
%营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	363	511	656	843
%营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用	-169	-60	-124	-145
%营业收入	-1.1%	-0.3%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	18	0	0	0
投资收益	53	0	0	0
营业利润	**4390**	**5239**	**6334**	**7833**
%营业收入	29.0%	24.6%	23.2%	22.3%
营业外收支	102	0	0	0
利润总额	**4492**	**5239**	**6334**	**7833**
%营业收入	29.7%	24.6%	23.2%	22.3%
所得税费用	1179	1310	1584	1958
净利润	3313	3929	4751	5875
归属于母公司所有者的净利润	**2591.8**	**3300.3**	**4117.2**	**5013.0**
少数股东损益	721	629	633	862
EPS（元/股）	**1.51**	**1.92**	**2.40**	**2.92**

现金流量表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	**-2112**	**14130**	**3512**	**9101**
取得投资收益收回现金	142	0	0	0
长期股权投资	-156	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-69	-43	-41	-53
其他	56	0	0	0
投资活动现金流净额	**-168**	**-43**	**-41**	**-53**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	63	0	0	0
银行贷款增加（减少）	8355	-6481	0	0
筹资成本	1357	-435	-493	-607
其他	-2714	0	0	0
筹资活动现金流净额	**7061**	**-6916**	**-493**	**-607**
现金净流量	**4781**	**7171**	**2977**	**8441**

资产负债表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	14484	21655	24632	33073
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6257	8849	11357	14596
存货	51440	61600	78397	93198
预付账款	8	19	26	34
其他流动资产	1754	2489	3194	4105
流动资产合计	**73943**	**94612**	**117607**	**145007**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	815	815	815	815
投资性房地产	3267	3267	3267	3267
固定资产合计	498	503	504	514
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	734	0	0	0
其他非流动资产	410	410	410	410
资产总计	**79666**	**99607**	**122602**	**150012**
短期贷款	6481	0	0	0
应付款项	4563	9968	13839	18097
预收账款	16882	23428	30069	38644
应付职工薪酬	260	468	650	850
应交税费	1273	1264	1508	1914
其他流动负债	10222	21059	28984	37832
流动负债合计	**39681**	**56188**	**75050**	**97338**
长期借款	15621	15621	15621	15621
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	87	87	87	87
负债合计	**55390**	**71896**	**90759**	**113046**
归属于母公司所有者权益	20418	23223	26723	30984
少数股东权益	3859	4487	5121	5982
股东权益	**24277**	**27711**	**31844**	**36967**
负债及股东权益	**79666**	**99607**	**122602**	**150012**

基本指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS	1.509	1.922	2.398	2.919
BVPS	11.89	13.52	15.56	18.04
PE	13.96	10.98	8.78	7.22
PEG	0.59	0.46	0.37	0.30
PB	1.83	1.61	1.40	1.21
EV/EBITDA	10.21	6.02	4.55	2.59
ROE	12.7%	14.2%	15.4%	16.2%

分析师介绍

苏雪晶：毕业于天津财经大学，从事房地产研究 6 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名。2012 年加入中信建投研发部。

乐加栋：毕业于复旦大学，从事房地产研究 3 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名小组成员，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名小组成员，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名小组成员，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名小组成员，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名小组成员，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名小组成员。2012 年加入中信建投研发部。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

王芳群 020-38816536 wangfangqun@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫘 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京　中信建投证券研究发展部
中国　北京　100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海　中信建投证券研究发展部
中国　上海　200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010