

买入 维持
招商地产 (000024)
2011 年 4 月 20 日

大股东优势明显，期待后期成长

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

事件：

公司公布 2011 年 1 季度报。实现营业收入 28.32 亿元，净利润 5.61 亿元，同比分别增长 16.87%和 45.9%。

投资建议：

2011 年，公司计划新开工项目 43 个，新开工面积 277 万平米，年末在建面积 425 万平米，计划竣工面积 147 万平米。公司具备“前海”概念，一旦相关规划得到批复，公司将直接受益。我们认为公司大股东优势明显，一旦内部管理机制理顺，未来具备较强成长能力。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 1.49 和 1.87 元，对应 RNAV 在 21.57 元左右。截至 4 月 19 日，公司收盘于 18.7 元，对应 2011 年 PE 为 12.55 倍，2012PE 为 10 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，目标价为 22.35 元。维持对公司的“买入”评级。

主要内容：

1. 公司业务经营保持稳健增长。1 季度公司实现营业收入 28.32 亿元，净利润 5.61 亿元，同比分别增长 16.87%和 45.9%。1 季度有息负债率在 44.4%，较年初有所增长，但依旧处于行业内较低水平。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1Q10	1Q11	Ppt	2010	海通分析
毛利率	40.44%	45.14%	4.70%	34.90%	
净利率	19.88%	19.85%	-0.03%	15.67%	
资产负债率	60.39%	65.17%	4.78%	74.98%	
有息负债率	33.30%	44.40%	11.10%	41.77%	
三项费用占收入比	4.31%	5.85%	1.54%	5.19%	
ROE	2.31%	2.99%	0.68%	21.46%	
(百万元)	1Q10	1Q11	YOY%	2010	
总资产	47429.58	62211.66	31.17%	21254	公司规模保持增长
净资产	18784	21667	15.35%	5317	
货币现金	8074.52	9725.29	20.44%	2029	房地产预售项目增加
预收账款	9430	12854	36.31%	7059	
经营活动现金流净额	-793	-928	-17.02%	-1933	预计 1 季度销售在 40 亿上下，较去年 23 亿有所增长

资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	1Q10	1Q11	YOY%	海通分析
一、营业总收入	2424.04	2832.92	16.87%	房地产销售收入增加
二、营业总成本	1828.25	2083.79	13.98%	
营业成本	1443.76	1554.17	7.65%	
营业税金及附加	279.89	369.58	32.04%	因房地产销售收入增加引起税金增加
销售费用	55.22	71.42	29.34%	广告费及人工成本增加
管理费用	50.88	68.39	34.41%	
财务费用	-1.50	20.23	1448.67%	借款规模增加及央行上调贷款基准利率
资产减值损失	0.00	0.00	-	
投资净收益	3.92	20.04	411.22%	联营公司权益调整增加
三、营业利润	615.34	768.38	24.87%	
加：营业外收入	5.61	2.45	-56.33%	
减：营业外支出	2.24	0.85	-62.05%	
四、利润总额	618.70	769.99	24.45%	
减：所得税	136.86	207.55	51.65%	
五、净利润	481.84	562.44	16.73%	
减：少数股东损益	96.94	0.87	-99.10%	合作项目净利润减少
归属母公司净利润	384.90	561.57	45.90%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.22	0.33	47.26%	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

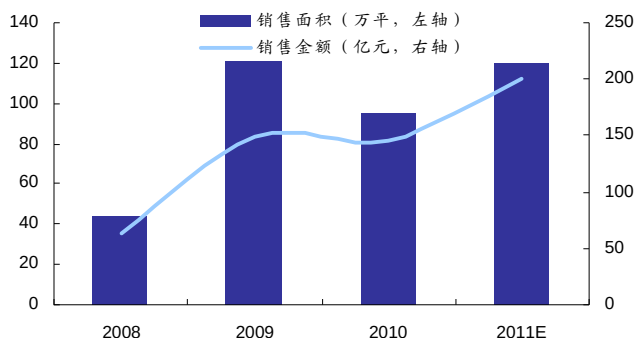
2. 本季度新拓展土地 1 处：公司 1 季度继续在原有城市进行拓展。截止 1 季度末，累计拓展土地 1 处。项目位于佛山顺德，累计权益建筑面积 8.92 万平。2011 年公司计划销售面积 120 万平方米，销售金额超 200 亿元。未来销售金额有望保持良好增长势头。

表 3 公司 1 季度土地储备

地区	项目名称	取得时间	公司权益	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
佛山顺德	乐从南区 196020-001 地块	2011 年 1 月 12 日	100%	2.97	8.92	8.92

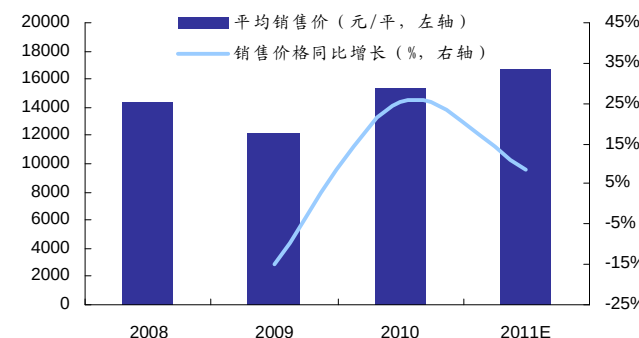
资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 1 公司销售金额保持增长



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 2 公司项目销售价格保持上涨趋势



资料来源：公司公告、海通证券研究所

3. 投资建议：维持“买入”评级。2011 年，公司计划新开工项目 43 个，新开工面积 277 万平米，年末在建面积 425 万平米，计划竣工面积 147 万平米。公司具备“前海”概念，一旦相关规划得到批复，公司将直接受益。我们认为公司大股东优势明显，一旦内部管理机制理顺，未来具备较强成长能力。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 1.49 和 1.87 元，对应 RNAV 在 21.57 元左右。截至 4 月 20 日，公司收盘于 18.7 元，对应 2011 年 PE 为 12.55 倍，2012PE 为 10 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，目标价为 22.35 元。维持对公司的“买入”评级。

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

损益表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	4,112	3,573	10,138	13,782	15,557	19,306
增长率 (%)	46.4	-13.1	183.7	36.0	12.9	24.1
营业成本	-2,179	-2,098	-5,962	-8,300	-7,464	-10,209
营业成本/销售收入 (%)	53.0	58.7	58.8	60.2	48.0	52.9
毛利	1,932	1,475	4,176	5,482	8,093	9,097
毛利率 (%)	47.0	41.3	41.2	39.8	52.0	47.1
营业税金及附加	-513	-265	-1,623	-1,647	-3,854	-3,783
营业税金及附加/销售收入 (%)	12.5%	7.4%	16.0%	12.0%	24.8%	19.6%
营业费用	-76	-227	-285	-285	-440	-564
营业费用/销售收入 (%)	1.9	6.3	2.8	2.1	2.8	2.9
管理费用	-161	-203	-209	-237	-342	-444
管理费用/销售收入 (%)	3.9	5.7	2.1	1.7	2.2	2.3
息税前利润 (EBIT)	1,183	780	2,059	3,312	3,456	4,306
EBIT/销售收入 (%)	28.8	21.8	20.3	24.0	22.2	22.3
财务费用	-11	-31	15	-93	-453	-398
财务费用/销售收入 (%)	0	1	0	1	3	2
资产减值损失	5	-408	0	-6	2	-5
公允价值变动收益	-51	145	-104	-14	0	0
投资收益	201	803	305	65	350	300
投资收益/税前利润 (%)	13.8	61.7	13.4	2.0	10.4	7.1
营业利润	1,327	1,290	2,275	3,265	3,356	4,203
营业利润率 (%)	32.3	36.1	22.4	23.7	21.6	21.8
营业外收支	127	12	-1	8	0	0
税前利润	1,454	1,302	2,274	3,272	3,356	4,203
利润率 (%)	35.4	36.4	22.4	23.7	21.6	21.8
所得税	-259	-210	-519	-788	-772	-967
所得税率 (%)	17.8	16.1	22.8	24.1	23.0	23.0
净利润	1,195	1,092	1,754	2,484	2,584	3,236
少数股东损益	37	-136	110	473	13	21
归属于母公司的净利润	1,158	1,228	1,644	2,011	2,570	3,215
净利率 (%)	28.2	34.4	16.2	14.6	16.5	16.7

现金流量表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	1,195	1,092	1,754	2,484	2,584	3,236
少数股东损益	0	0	0	0	13	21
非现金支出	133	570	57	193	1,408	30
非经营收益	-220	-897	-381	-6	257	276
营运资金变动	-5,111	-4,783	5,498	-7,117	-1,299	-2,843
经营活动现金净流	-4,003	-4,018	6,928	-4,446	2,963	719
资本开支	736	81	75	43	-161	7
投资	-841	-296	-857	126	-24	0
其他	16	-42	486	-2	350	300
投资活动现金净流	-1,561	-419	-446	80	486	293
股权募资	3,188	6,444	339	618	0	0
债权募资	5,518	2,615	-4,432	4,724	-1,285	94
其他	-517	-907	-1,098	-836	-731	-576
筹资活动现金净流	8,189	8,152	-5,191	4,505	-2,016	-482
现金净流量	2,626	3,715	1,291	139	1,434	530

资料来源：海通证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	3,588	7,389	9,489	9,676	11,096	11,606
应收款项	56	107	119	103	214	274
存货	17,167	23,869	30,461	38,699	42,974	50,374
其他流动资产	17	353	2,567	5,133	1,615	1,752
流动资产	20,829	31,719	42,636	53,611	55,900	64,006
流动资产/总资产 (%)	85.8	88.9	91.0	91.5	93.1	93.9
长期投资	2,946	3,404	3,404	4,036	3,404	3,404
固定资产	431	338	337	306	284	261
固定资产/总资产 (%)	1.8	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
无形资产	62	197	180	166	0	0
非流动资产	3,448	3,980	4,212	4,969	4,148	4,126
非流动资产/总资产 (%)	14.2	11.1	9.0	8.5	6.9	6.1
资产总计	24,276	35,699	46,848	58,580	60,048	68,131
短期借款	5,972	5,424	2,676	3,029	1,671	1,337
应付款项	5,337	7,893	18,297	22,045	21,211	25,619
其他流动负债	974	992	2,847	3,540	3,794	4,145
流动负债	12,283	14,309	23,820	28,614	26,676	31,101
长期贷款	3,645	6,807	5,720	9,996	9,996	9,996
其他长期负债	36	132	162	169	169	169
负债	15,964	21,248	29,703	38,779	36,841	41,265
普通股股东权益	7,903	14,863	16,279	18,211	20,782	23,997
少数股东权益	1,242	1,417	2,023	2,938	2,952	2,973
负债股东权益合计	25,108	37,527	48,005	59,929	60,574	68,235

比率分析

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标 (元)						
每股收益	1.370	0.715	0.957	1.174	1.497	1.872
每股净资产	9.354	8.655	9.479	10.605	12.101	13.974
每股经营现金净流	-4.738	-2.340	4.034	-2.589	0.949	0.225
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	14.65	8.26	16.28	11.07	12.37	13.40
总资产收益率	4.61	3.27	3.42	3.36	4.24	4.71
投入资本收益率	4.44	9.51	14.80	16.19	16.54	18.49
增长率 (%)						
营业总收入增长率	46.4	-13.1	183.7	36.0	12.9	24.1
EBIT增长率	74.6	-34.0	163.8	60.9	4.3	24.6
净利润增长率	83.4	6.0	33.9	22.6	27.5	25.1
总资产增长率	100.9	49.5	27.9	24.9	1.1	12.6
资产管理能力 (天)						
应收账款周转天数	4.4	8.4	4.1	5.5	5.0	5.2
存货周转天数	366.4	3,570.1	1,663.2	1,800.0	2,100.0	1,800.0
应付账款周转天数	288.0	231.1	137.7	168.8	158.5	161.9
固定资产周转天数	633.4	29.3	10.5	7.4	5.9	4.4
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	66.5	29.1	-5.9	15.9	2.4	-1.0
EBIT利息保障倍数 (倍)	111.5	25.2	-134.1	35.6	7.6	10.8
资产负债率	63.6	56.6	61.9	64.7	60.8	60.5

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。		
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;		
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;		
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。