

买入 维持
招商地产 (000024)
2011 年 10 月 19 日

财务安全稳健、销售有序推进

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 3 季度报。实现营业收入 124.72 亿元，净利润 20.85 亿元，同比分别增长 30.13%和 46.08%。

投资建议：

我们预计公司前 3 季度销售收入在 160 亿元上下，按照目前销售进度公司全年仍有望冲击 200 亿销售目标。公司目前财务安全性高，土地市场扩张有序。公司大股东优势明显，较早收紧资金链，有利于公司在后期寻求更好的扩张机会。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 1.49 和 1.87 元，对应 RNAV 在 23.52 元左右。截至 10 月 18 日，公司收盘于 15.69 元，对应 2011 年 PE 为 10.53 倍，2012PE 为 8.49 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。1-9 月度公司实现营业收入 124.72 亿元，净利润 20.85 亿元，同比分别增长 30.13%和 46.09%。公司前 3 季度实现基本每股收益 1.21 元，比上年同期增长 46.09%。3 季度末公司有息负债率在 47.31%，较年初有所增长。负债率增长的原因在于短期借款增加。

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

(%)	3Q10	3Q11	Ppt	2010	海通分析
毛利率	39.39	50.83	11.44	39.78	毛利率项目结算增加
净利率	18.66	21.95	3.29	18.02	
资产负债率	62.31	66.95	4.64	64.65	公司业务规模扩大，使得短期借款较上年同期增长 108%
有息负债率	44.52	47.31	2.79	45.81	
三项费用占收入比	3.30	3.9	0.6	4.47	
ROE	8.43	10.86	2.43	11.67	
(百万元)	3Q10	3Q11	YOY%	2010	
总资产	54380.06	71675.22	31.80%	59818.24	公司规模保持增长
净资产	20497.15	23690.86	15.58%	21145.92	
货币现金	10887.91	12347.30	13.40%	9676.39	公司销售保持良性增长，预售账款不断扩大
预收账款	9674.03	14073.85	45.48%	11268.65	
经营活动现金流净额	-2238.07	-2741.40	22.49%	-4446.29	

资料来源：公司 2011 年 3 季报、海通证券研究所

期末，公司持有货币资金 123.47 亿元，相比半年报末提高 37.67%，远高于短期借款和一年内到期的长期借款 69.44 亿元。公司剔除预收账款后的各项负债占总资产的比例为 47.31%，继续保持较低水平。良好的财务和资金状况确保了公司的经营的安全稳定性，同时也有利于公司在变动的市场中更好的把握机遇。

公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	3Q10	3Q11	YOY%	海通分析
一、营业总收入	9584.69	12472.26	30.13%	房地产结算收入增加
二、营业总成本	7252.65	8853.88	22.08%	
营业成本	5809.19	6132.95	5.57%	
营业税金及附加	1126.99	2234.96	98.31%	
销售费用	163.62	286.00	74.80%	公司规模扩大所致
管理费用	155.64	226.76	45.69%	
财务费用	-2.79	-26.79	858.94%	汇兑收益增加所致
资产减值损失	0.01	0.00	-57.14%	
公允价值变动净收益	8.96	-0.86	1141%	NDF 合约公允价值变动增加
投资净收益	38.56	58.29	51.18%	联营公司投资收益增加
三、营业利润	2369.73	3685.64	55.53%	
加：营业外收入	12.82	3.92	-69.40%	
减：营业外支出	8.19	4.50	-44.97%	
四、利润总额	2374.37	3685.06	55.20%	
减：所得税	585.67	946.82	61.66%	利润总额增加
五、净利润	1788.69	2738.24	53.09%	
减：少数股东损益	361.82	653.71	80.67%	合作项目净利润增加
归属母公司净利润	1426.87	2084.53	46.09%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.83	1.21	46.08%	

资料来源：公司 2011 年 3 季报、海通证券研究所

2.前 3 季度累计新拓展土地 5 处：截止 3 季度末，累计拓展土地 5 处。以上项目累计建筑面积在 92.9 万平米，总土地支出在 42.68 亿元，平均地价在 4451 元每平米。除深圳宝安限价房项目外，其他项目均分布在受调控影响较小的二、三线城市。公司前 3 季度拿地相对谨慎，未出现大规模拿地行为。所获取土地地价适中，未有明显高价地进入储备。

表 3 公司 1 季度土地储备

项目	权益 (%)	占地面积 (万平)	容积率	建筑面积 (万平)	总价 (亿元)	楼板价 (元/平)
江苏镇江市 2011-4-4 的大东 1 号	100%	19.04	1.90	36.20	20.10	5553
江苏镇江市 2011-4-4 的大东 2 号	100%	12.91	1.46	18.81	10.00	5318
佛山顺德乐从南区宗地编号为 196020-001 地块	100%	2.97	3.00	8.92	5.95	6667
武汉市洪山区宗地编号 P (2011) 022 号地块	100%	4.39	3.00	13.18	4.10	3112
深圳宝安区 A904-0270 地块（限价房项目）	100%	4.95	3.19	15.80	2.53	1604
合计		44.27		92.90	42.68	

资料来源：公司前 3 季度土地公告、海通证券研究所

3. 投资建议：维持“买入”评级。我们预计公司前 3 季度销售收入在 160 亿元上下，按照目前销售进度公司全年仍有望冲击 200 亿销售目标。公司目前财务安全性高，土地市场扩张有序。公司大股东优势明显，较早收紧资金链，有利于公司在后期寻求更好的扩张机会。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 10 月 18 日，公司收盘于 15.69 元，对应 2011 年 PE 为 10.53 倍，2012PE 为 8.49 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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,573	10,138	13,782	15,557	19,759	21,253
增长率 (%)	-13.1	183.7	36.0	12.9	27.0	7.6
营业成本	-2,098	-5,962	-8,300	-7,464	-10,590	-11,086
营业成本/销售收入 (%)	58.7	58.8	60.2	48.0	53.6	52.2
毛利	1,475	4,176	5,482	8,093	9,169	10,168
毛利率 (%)	41.3	41.2	39.8	52.0	46.4	47.8
营业税金及附加	-265	-1,623	-1,647	-3,854	-3,909	-3,799
营业税金及附加/销售收入 (%)	7.4%	16.0%	12.0%	24.8%	19.8%	17.9%
营业费用	-227	-285	-285	-440	-577	-599
营业费用/销售收入 (%)	6.3	2.8	2.1	2.8	2.9	2.8
管理费用	-203	-209	-237	-342	-454	-468
管理费用/销售收入 (%)	5.7	2.1	1.7	2.2	2.3	2.2
息税前利润 (EBIT)	780	2,059	3,312	3,456	4,229	5,302
EBIT/销售收入 (%)	21.8	20.3	24.0	22.2	21.4	24.9
财务费用	-31	15	-93	-453	-306	-291
财务费用/销售收入 (%)	1	0	1	3	2	1
资产减值损失	-408	0	-6	2	-6	6
公允价值变动收益	145	-104	-14	0	0	0
投资收益	803	305	65	350	300	320
投资收益/税前利润 (%)	61.7	13.4	2.0	10.4	7.1	6.0
营业利润	1,290	2,275	3,265	3,356	4,218	5,337
营业利润率 (%)	36.1	22.4	23.7	21.6	21.3	25.1
营业外收支	12	-1	8	0	0	0
税前利润	1,302	2,274	3,272	3,356	4,218	5,337
利润率 (%)	36.4	22.4	23.7	21.6	21.3	25.1
所得税	-210	-519	-788	-772	-970	-1,227
所得税率 (%)	16.1	22.8	24.1	23.0	23.0	23.0
净利润	1,092	1,754	2,484	2,584	3,248	4,109
少数股东损益	-136	110	473	13	21	21
归属于母公司的净利润	1,228	1,644	2,011	2,570	3,226	4,088
净利率 (%)	34.4	16.2	14.6	16.5	16.3	19.2

现金流量表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,092	1,754	2,484	2,584	3,248	4,109
少数股东损益	0	0	0	13	21	21
非现金支出	570	183	193	10,507	30	31
非经营收益	-897	-381	-6	257	276	256
营运资金变动	-4,783	5,498	-7,117	-1,299	-4,097	3,040
经营活动现金净流	-4,018	7,055	-4,446	12,063	-522	7,458
资本开支	81	75	43	-161	7	10
投资	-296	-857	126	169	0	0
其他	-42	486	-2	350	300	320
投资活动现金净流	-419	-446	80	680	293	310
股权募资	6,444	339	618	0	0	0
债权募资	2,615	-4,432	4,724	-1,285	94	428
其他	-907	-1,098	-836	-731	-576	-576
筹资活动现金净流	8,152	-5,191	4,505	-2,016	-482	-148
现金净流量	3,715	1,418	139	10,727	-712	7,619

数据来源：海通证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	7,389	9,489	9,676	20,390	19,657	27,255
应收款项	107	119	103	214	281	299
存货	23,869	30,461	38,699	42,974	52,250	45,585
其他流动资产	353	2,567	5,133	1,615	1,753	2,173
流动资产	31,719	42,636	53,611	65,193	73,941	75,311
流动资产/总资产 (%)	84.7	89.0	89.6	108.0	107.7	108.0
长期投资	4,378	4,471	5,297	4,471	4,471	4,471
固定资产	324	319	284	284	261	240
固定资产/总资产 (%)	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3
无形资产	197	180	166	0	0	0
非流动资产	4,940	5,261	6,207	5,215	5,193	5,172
非流动资产/总资产 (%)	13.2	11.0	10.4	8.6	7.6	7.4
资产总计	37,437	47,897	59,818	60,359	68,662	69,711
短期借款	5,424	2,676	3,029	1,671	1,337	1,470
应付款项	7,893	18,297	22,045	21,211	26,208	22,912
其他流动负债	860	2,717	3,325	3,579	3,971	4,073
流动负债	14,177	23,690	28,399	26,461	31,516	28,456
长期贷款	6,807	5,720	9,996	9,996	9,996	9,996
其他长期负债	132	162	169	169	169	169
负债	21,158	29,595	38,672	36,625	41,680	38,620
普通股股东权益	14,863	16,279	18,207	20,782	24,008	28,096
少数股东权益	1,417	2,023	2,938	2,952	2,973	2,994
负债股东权益合计	37,437	47,897	59,818	60,359	68,662	69,711

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)						
每股收益	0.715	0.957	1.174	1.497	1.879	2.381
每股净资产	8.655	9.479	10.602	12.101	13.980	16.361
每股经营现金净流	-2.340	4.108	-2.589	3.878	-0.175	2.393
每股股利	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	8.26	16.28	11.07	12.37	13.44	14.55
总资产收益率	3.28	3.43	3.37	4.26	4.70	5.86
投入资本收益率	9.51	14.80	17.25	32.81	29.83	48.99
增长率 (%)						
营业总收入增长率	-13.1	183.7	36.0	12.9	27.0	7.6
EBIT增长率	-34.0	163.8	60.9	4.3	22.4	25.4
净利润增长率	6.0	33.9	22.6	27.5	25.5	26.7
总资产增长率	49.1	27.9	24.9	0.9	13.8	1.5
资产管理能力 (天)						
应收账款周转天数	8.4	4.1	5.5	5.0	5.2	5.1
存货周转天数	3,570.1	1,663.2	1,800.0	2,100.0	1,800.0	1,500.0
应付账款周转天数	231.1	137.7	168.8	158.5	161.9	160.8
固定资产周转天数	29.3	10.5	7.4	5.9	4.3	3.5
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	29.1	-5.9	15.9	-36.8	-30.9	-50.8
EBIT利息保障倍数 (倍)	25.2	-134.1	35.6	7.6	13.8	18.2
资产负债率	56.5	61.8	64.6	60.7	60.7	55.4

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;	
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 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。	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。