

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

执业证书编号: S0490510120021

联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

市场向下 公司向上

事件描述与点评

招商地产今日发布 2011 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 48.38 亿元, 同比上涨 30.13%; 实现营业利润 36.86 亿元, 同比下降 58.14%; 实现归属母公司净利润 20.85 亿元, 同比上涨 46.09%, 每股收益 1.21 元。

销售给力, 业绩略超市场预期

公司前三季度业绩增长快于营业收入增长的主要原因是公司报告期结算毛利率与去年同期相比增长了八个百分点, 这一点与我们之前的预期一致, 年内公司结算的项目偏高端, 利润率相对较高, 全年有望维持在 47% 左右的毛利率水平。公司前三季度完成合同销售 160 亿左右, 是四大公司中第一个已超出去年全年销售额的公司, 公司年内目标为 200 亿销售, 我们预计公司全年销售额在 220 亿左右, 全年增长明显。期末公司预收账款进一步增长到 141 亿, 达公司历史新高, 这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 1.48 元。

公司加速对外拓展

公司自年初以来除了加快周转外, 另一个明显变化是加快了对外的拓展。公司截止到目前新增储备为 93 万平方米左右, 而去年全年新增权益储备为 87 万平方米 (不按权益的话拿地面积为 101 万平方米), 实际上年内新增土地储备已经超过去年全年, 这在其他地产公司是不多见的。体现在拿地金额上面, 截止目前拿地金额为 43 亿, 去年权益地价为 63 亿。在财务杠杆上, 公司在保持财务安全的情况下提高了财务杠杆, 公司期末净负债率维持在 30% 左右, 相对于其他公司来说较低的水平。

盈利预测与估值

年初以来, 市场对于公司在新的管理层领导下有了更多的期待, 体现在公司销售与拓展上确实取得了新进展, 但弱市的环境无疑为公司转变增加了风险。预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.64、2.09, 维持“推荐”评级。

第一, 销售给力, 业绩略超市场预期

公司前三季度业绩增长快于营业收入增长的主要原因是公司报告期结算毛利率与去年同期相比增长了八个百分点, 这一点与我们之前的预期一致, 年内公司结算的项目偏高端, 利润率相对较高, 全年有望维持在 47% 左右的毛利率水平。公司前三季度完成合同销售 160 亿左右, 是四大公司中第一个已超出去年全年销售额的公司, 公司年内目标为 200 亿销售, 我们预计公司全年销售额在 220 亿左右, 全年增长明显。

期末公司预收账款进一步增长到 141 亿, 达公司历史新高, 这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 1.48 元。

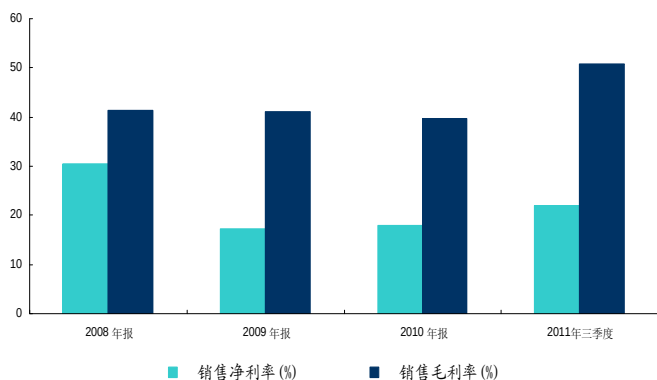
表: 招商前三季度主要项目销售情况

城市	项目名称	属性	销售面积(㎡)	销售金额(万元)	销售套数(套)
----	------	----	---------	----------	---------

北京	公园 1872 一期	住宅	53405	212373.3	281
深圳	招商雍景湾	住宅	41126	141617.9	459
佛山	依云水岸二期	住宅	90976	137651.1	595
广州	金山谷花园	住宅	66494	91280.2	653
北京	招商嘉铭·珑原	住宅	29996	89493.69	288
上海	招商雍华府	住宅	36156	75297.99	495
苏州	招商·小石城四期	住宅	83919	72815.98	760
天津	雍华府	住宅	44159	63874.88	371
深圳	招商观园	住宅	46702	55298.94	414
天津	招商钻石山二期	住宅	16930	33310.69	146
重庆	招商·江湾城	住宅	33060	31953.05	198
深圳	招商华侨城曦城四期	住宅	3632	28351.74	10
上海	海德花园	住宅	11730	25769.19	79
北京	溪城家园	住宅	23064	19793.48	294
天津	招商钻石山一期	住宅	6026	16406.44	19
上海	招商海廷	住宅	7070	15902.38	33
珠海	招商花园城二三期	住宅	10795	13493.05	85
深圳	招商半山海景兰溪谷三期	住宅	2895	10306.3	35

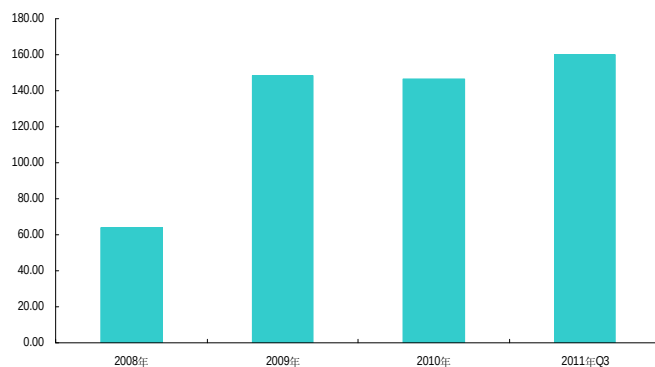
资料来源: cric, 长江证券研究部

图: 公司结算利润率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图: 公司合同销售金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 公司加速对外拓展

公司自年初以来除了加快周转外, 另一个明显变化是加快了对外的拓展。公司截止到目前新增储备为 93 万平方米左右, 而去年全年新增权益储备为 87 万平方米 (不按权益的话拿地面积为 101 万平方米), 实际上年内新增土地储备已经超过去年全年, 这在其他地产公司是不多见的。体现在拿地金额上面, 截止目前拿地金额为 43 亿, 去年权益地价为 63 亿。

在财务杠杆上, 公司在保持财务安全的情况下提高了财务杠杆, 公司期末净负债率维持在 30% 左右, 相对于其他公司来说较低的水平。

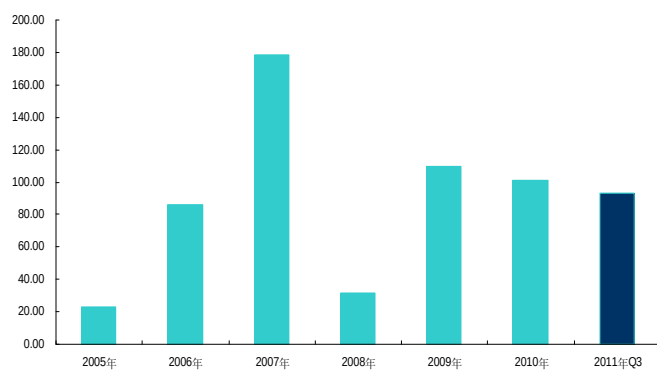
表: 公司年内新增土地储备

时间	项目	总地面积(万 m ²)	计容积率建筑 面积 (万 m ²)	权益	总地价 (亿元)	招商支付地价 款(亿元)	权益建筑面积
2011 年 7 月	深圳市宝安区	4.95	15.80	100%	2.53	2.53	15.80
2011 年 5 月	编号为 2011-4-5	12.91	18.81	100%	10.00	10.00	18.81
	编号为 2011-4-4	19.04	36.20	100%	20.10	20.10	36.20

2011 年 4 月 武汉市洪山区	4.39	13.18	100%	4.10	4.10	13.18
2011 年 1 月 佛山顺德	2.97	8.92	100%	5.95	5.95	8.92
合计	44.27	92.90		42.68	42.68	92.90

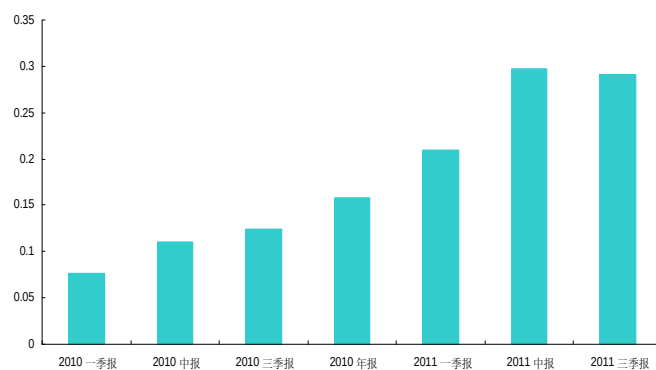
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司历新增土地储备（万平）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司近期净负债率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，盈利预测与估值

年初以来，市场对于公司在新的管理层领导下有了更多的期待，体现在公司销售与拓展上确实取得了新进展，但弱市的环境无疑为公司转变增加了风险。预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.64、2.09，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	15849	20389	25042	货币资金	9676	15897	17658	22343
营业成本	8300	8441	11120	13561	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	5482	7408	9269	11481	应收账款	4247	4885	6284	7719
% 营业收入	39.8%	46.7%	45.5%	45.8%	存货	38699	34082	42821	49223
营业税金及附加	1647	1894	2437	2993	预付账款	6	7	9	11
% 营业收入	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	其他流动资产	981	1132	1457	1789
销售费用	285	333	428	526	流动资产合计	53611	56003	68230	81085
% 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	269	347	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	92	89	88	投资性房地产	3438	3438	3438	3438
% 营业收入	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	固定资产合计	284	289	301	296
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	4819	5968	7449	其他非流动资产	1427	1427	1427	1427
% 营业收入	23.7%	30.4%	29.3%	29.7%	资产总计	59818	61755	73994	86843
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	3029	0	0	0
利润总额	3272	4819	5968	7449	应付款项	5033	4950	6565	7991
% 营业收入	23.7%	30.4%	29.3%	29.7%	预收账款	11269	12996	16719	20535
所得税费用	788	1205	1492	1862	应付职工薪酬	207	203	269	328
净利润	2484	3615	4476	5586	应交税费	615	781	990	1223
归属于母公司所有者					其他流动负债	8355	8322	11009	13409
的净利润	2011.4	2819.3	3581.0	4469.1	流动负债合计	28508	27253	35553	43486
少数股东损益	473	795	895	1117	长期借款	9996	9996	9996	9996
EPS (元/股)	1.17	1.64	2.09	2.60	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	169	169	169	169
经营活动现金流净额	-4446	9795	2429	5467	负债合计	38672	37417	45717	53650
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	18207	20604	23648	27446
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	144	0	0	0	少数股东权益	2938	3734	4629	5746
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	21146	24338	28277	33193
固定资产投资	-43	-32	-41	-25	负债及股东权益	59818	61755	73994	86843
其他	-20	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	80	-32	-41	-25		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.171	1.642	2.085	2.602
股权融资	618	0	0	0	BVPS	10.60	12.00	13.77	15.98
银行贷款增加 (减少)	4724	-3029	0	0	PE	13.40	9.56	7.52	6.03
筹资成本	817	-515	-627	-758	PEG	0.44	0.31	0.25	0.20
其他	-1634	0	0	0	PB	1.48	1.31	1.14	0.98
筹资活动现金流净额	4524	-3543	-627	-758	EV/EBITDA	8.59	4.26	3.17	1.93
现金净流量	158	6220	1762	4684	ROE	11.0%	13.7%	15.1%	16.3%

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。