

招商地产 (000024)

周转持续加快，预期步步兑现

——2011 年三季报点评

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

公司实际性周转速度持续加快，配合充裕的资金、招商局集团及蛇口的优质资源，维持对公司的持续推荐，目标价 22 元。

投资要点：

- 前三季实现 EPS 1.21 元，同比增 46%，增速行业内领先。公司前三季实现营业收入 124.7 亿元、净利润 20.8 亿，同比增 30.1%、46.1%。前 3 季毛利率、净利率 50.8%、16.7%，同比升 11.4、1.8 个百分点，主要由于结算项目深圳曦城、北京 1872 等盈利能力强。
- 全年 200 亿销售目标已完成接近 90%（按认购额计算），完成率行业内领先。通过加大项目去化率考核，前 3 季销售签约 150 亿元，认购超 170 亿，预计已推未售货值 100 亿元、另 4 季度新推货值 100 亿。
- 公司以往最大的短板为周转速度偏慢，目前已得到持续提升，镇江项目拿地 9 个月后可实现销售。项目考核中开竣工、销售的时间节点、周转率权重高、执行力度明显加大。
- 全年新开工 277 万平米完成无虞，预计 2012 年新开工计划仍不会下调。公司对于提升开发速度的决心和执行力让人欣慰，也值得期待。
- 集团支持力度加大、资源持续整合中。集团优质的庞大资源如海上世界、太子湾值得期待。另集团在香港深厚背景，融资渠道更为通畅。
- 现金充裕高达 123 亿元，负债偏低，攻守自如。资产负债率 67%，扣除预收账款真实负债率 47%，与年初基本持平；净负债率 34%。
- 等待拿地时机，具备充裕资金：2011 年前 3 季度拿地权益建面 92 万方，同比增长 20%，需支付土地款 42.68 亿，仅占前 3 季销售额 28.5%。
- 业绩保障性较高，三季度末预收账款 141 亿，加上已销售未入账认购金额，已锁定 11 全年及 12 年 70% 业绩。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS1.48、1.89、2.35 元，公司 RNAV25 元。公司在销售和业务拓展等各方面进度显示实质性加快，配合优质的背景资源、充裕的资金状况，维持增持评级及目标价 22 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,138	13,782	16,824	20,765	24,214
(+/-)%	184%	36%	22%	23%	17%
经营利润 (EBIT)	2,059	3,312	4,251	5,426	6,776
(+/-)%	164%	61%	28%	28%	25%
净利润	1,644	2,011	2,546	3,247	4,043
(+/-)%	34%	22%	27%	28%	25%
每股净收益 (元)	0.96	1.17	1.48	1.89	2.35
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	20.3%	24.0%	25.3%	26.1%	28.0%
市盈率	10.1%	11.0%	12.5%	13.9%	15.0%
股息率 (%)	12.5%	13.1%	11.8%	14.9%	17.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：22.00

上次预测：22.00

当前价格：15.97

2011.10.20

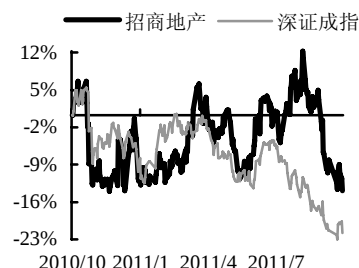
交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.50-20.50
总市值 (百万元)	27,425
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,717/684
流通 B 股/H 股 (百万股)	141/0
流通股比例	48%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	143

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	20,165
每股净资产	11.74
市净率	1.4
资产负债率	67%

52 周内股价走势图



相关报告

《周转速度实质性加快》	2011.08.09
《试待土地资源优势如何演绎》	2010.07.28
《再融资方案修改，10 年业绩保障性较强》	2010.04.20
《业绩锁定性良好》	2009.10.27
《业绩锁定性良好，可售项目集中于深广》	2009.03.31

表 1: 毛利、净利率提高,净利润增速快于收入增速

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	3Q2010	3Q 2011
主营业务收入增长率	46.4%	-13.1%	183.7%	36.0%	81.3%	30.1%
净利润增长率	83.4%	6.0%	33.9%	22.3%	48.5%	46.1%
经常性净利润增长率	77.5%	-47.8%	194.3%	31.7%	67.3%	45.9%
毛利率	47.0%	41.3%	41.2%	39.8%	39.4%	50.8%
ROE	14.7%	8.3%	10.1%	11.0%	8.1%	10.3%
三项费用率	6.0%	12.9%	4.7%	4.5%	3.3%	3.9%
净利率	28.2%	34.4%	16.2%	14.6%	14.9%	16.7%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究所

表 2: 财务杠杆扩展空间大 (单位: 百万元)

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	3Q2010	3Q2011
现金	3588	7389	9489	9676	10888	12347
每股经营性净现金流	-2.33	-2.28	4.11	-2.59	-1.30	-1.60
预售房款	183	2731	9498	11269	9674	14074
银行借款	9617	12231	8397	13024	13424	19248
银行借款/负债	60.25%	57.81%	28.37%	33.68%	39.62%	40.11%
速动比率	0.37	0.60	0.51	0.52	0.59	0.52
资产负债率	63.58%	56.51%	61.79%	64.65%	62.31%	66.95%
真实资产负债率	62.85%	49.22%	41.96%	45.81%	44.52%	47.31%
净负债率	76.28%	32.58%	-6.71%	18.39%	14.42%	34.22%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究所

表 3: 公司 2011 年前三季拿地权益面积增加 20% (单位: 万平米、亿元、元/平米、亿元)

项目名称	占地 面积	建筑 面积	权益 比例	权益 建面	地价	楼面 地价	需支付 地价	拿地 时间
广东佛山市南海区佛南 (拍)								
2010-001、佛南 (拍) 2010-002、佛南 (拍) 2010-003 地块	14.2	31.0	100%	31.01	6.80	2193	6.80	2010.01
上海市松江区广富林 2-4 号地块	13.1	10.5	100%	10.48	17.16	16378	17.16	2010.02
漳州 2010-B1 地块	5.4	4.3	51%	2.19	0.90	2096	0.46	2010.06
佛山市南海区桂城 A18 街区 A 地块	2.6	10.4	50%	5.18	5.24	5055	2.62	2010.07
佛山市南海区桂城 A21 街区 A 地块	3.0	12.1	50%	6.04	5.80	4803	2.90	2010.07
厦门市集美区 J2010P08 地块	9.1	22.5	100%	22.52	10.25	4552	10.25	2010.09
厦门市集美区编号 2010JTP01 地 块	14.4	33.9	50%	16.97	10.12	2982	5.06	2010.10
成都市成华区宗地编号为 CH07(252/211):2010-101 地块	12.3	36.3	100%	36.26	15.74	4340	15.74	2010.11
南京河西新城编号为 2010G54 地 块	4.8	14.5	100%	14.54	18.60	12789	18.60	2010.12
佛山顺德乐从南区宗地编号为 196020-001 地块	3.0	8.9	100%	8.92	5.95	6667	5.95	2011.01
武汉市洪山区宗地编号为 P(2011) 022 号地块	4.4	13.2	100%	13.18	4.10	3112	4.10	2011.04
镇江大东 1 号地块	19.0	36.2	100%	36.18	20.10	5556	20.10	2011.05
镇江大东 2 号地块	12.9	18.8	100%	18.84	10.00	5307	10.00	2011.05

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2 of 5

深圳市宝安区 A904-0270 地块	5.0	15.8	100%	15.80	2.53	1604	2.53	2011.07
合计	123.2	268.4	89%	238.12	133.29	4966	122.27	
2010 年前 3 季合计	47.4	90.7	85%	77.4	46.2	5086	39.37	
2011 年前 3 季合计	44.3	92.9	100%	92.9	42.7	4594	42.68	
前 3 季同比增速	-6.6%	2.4%		20.0%	-7.5%	-9.7%	8.4%	

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

表 4：公司盈利预测简表（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	10138	13782	16824	20765	24214
营业成本	5962	8300	9925	12070	13626
税金及附加	1623	1647	2011	2482	2894
销售费用	285	285	348	430	501
管理费用	209	237	290	358	417
EBIT	2059	3312	4251	5426	6776
公允价值变动收益	-104	-14	0	0	0
投资收益	305	65	65	65	65
财务费用	-15	93	182	217	271
营业利润	2275	3265	4134	5275	6570
所得税	519	788	998	1272	1584
少数股东损益	110	473	598	763	950
净利润	1644	2011	2546	3247	4043

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

丁明（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110110015

电话: 021-38674753

邮箱: dingming008734@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		