

第3季度销售回款较多，业绩保障度高

—— 招商地产3季报点评

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

事件：

公司发布了2011年3季度报告。

报告期内公司实现营业收入124.72亿元，同比增长30.13%，归属于上市公司股东的净利润20.85亿元，同比增长46.09%，实现每股收益1.21元，同比增长46.09%，加权平均净资产收益率10.83%，同比上升2.45个百分点。每股经营活动产生的现金流量净额-1.60元，同比减少22.49%。

报告要点：

●第3季度业绩环比明显下滑或与结算规律有关。公司第3季度营业收入环比下降16.70%；第3季度实现归属于母公司所有者的净利润环比下降32.08%。公司第3季度业绩的下滑或与公司结算规律有关。

●销售费用率有所提高。前3季度，公司的三项费用率为3.90%，较上年同期提高了0.59个百分点。三项费用中，销售费用占比提高较明显，增幅达0.58个百分点。整体来看，公司三项费用率控制较好。

●3季度销售收入大幅增长。第3季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金64.96亿元，环比增加48.11%，增速较上年同期提高30.89个百分点。截至3季度末公司预收帐款140.74亿元，较今年中期增加了17.79%；预收帐款占上年度营业收入的比重为102.12%。公司3季度销售收入增速较高，预收帐款占比较高，全年业绩所定度较高。

●中长期资金压力渐显。尽管短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增加，但由于公司3季度销售业绩较好，销售回款较多，截至3季度末，公司短期可用资源足以偿还公司短期债务；从资产负债率来看，截至3季度末，公司资产负债率为66.95%，较中期提高了1.47个百分点；净负债率47.31%，较中期提高了0.02个百分点。公司短期资金压力尚不明显，但中长期资金压力渐显。

●估值与预测。公司2010年实现每股收益1.17元。我们预计公司2011-2012年每股收益约为1.58元和2.00元。按10月18日的收盘价15.69元计算，对应的市盈率分别为13.40倍、9.96倍和7.85倍，估值合理。给与“推荐”评级。

●风险提示。房地产项目销售不畅的风险

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入 (百万元)	3573.18	10137.7	13782.4	19306.4	25592.60
增长率(%)	(13.10)	183.72	35.95	40.08	32.56
归属母公司股东的净利润 (百万元)	1227.62	1644.14	2011.40	2706.54	3433.25
增长率(%)	6.02	33.93	22.34	34.56	26.85
EPS-摊薄(元)	0.71	0.96	1.17	1.58	2.00
市盈率	18.35	27.81	13.40	9.96	7.85

数据来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

招商地产 000024

评级： 推荐（维持）

当前价格： ¥15.69

2011.10.19

基础数据

总市值(百万元)	26944.44
总股本/流通A股(百万股)	1717.30/684.2
流通市值(百万元)	10735
每股净资产(元)	11.74
净资产收益率(%)	10.86

交易数据

52周内股价区间(元)	15.69~20.48
静态市盈率(倍)	13.40
动态市盈率(倍)	9.96
市净率(倍)	1.34

52周内股价走势图



左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506
邮箱 zuohongying@ajzq.com

● 第 3 季度业绩环比明显下滑或与结算规律有关

公司第 3 季度实现营业收入 43.81 亿元，环比下降了 16.70%；第 3 季度实现归属于母公司所有者的净利润 6.16 亿元，环比下降 32.08%。公司第 3 季度业绩的下滑或与公司结算规律有关。我们分析公司 2007 年至 2010 年的数据发现，除 2009 年第 3 季度公司的营业收入环比增长了 17.49% 之外，其余年份公司第 3 季度的营业收入环比均下滑，且下滑幅度均超过了 40%。净利润数据也有类似规律。

今年前 3 季度公司实现营业收入 124.72 亿元，同比增长 30.12%，增速较去年同期下滑了 51.17 个百分点；公司前 3 季度实现归属于母公司所有者的净利润 20.85 亿元，同比增长 46.11%，增速较去年同期微降 2.38 个百分点；前 3 季度业绩增速的下滑表明楼市调控对公司销售的影响已经开始对公司业绩产生影响。

图 1:营业收入变化（亿元）

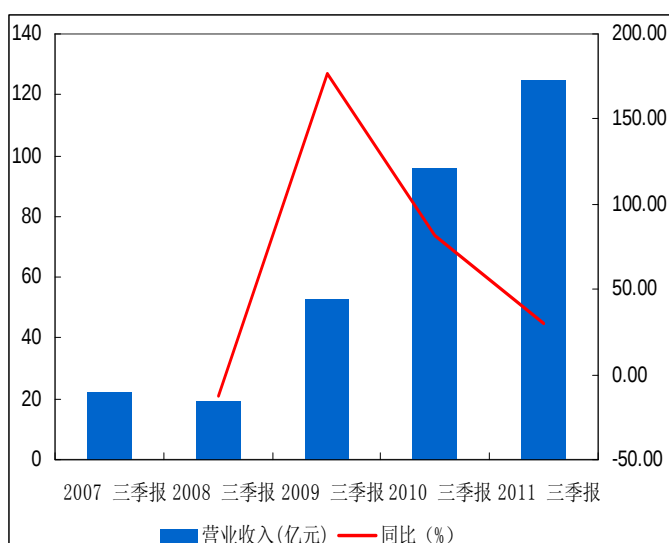
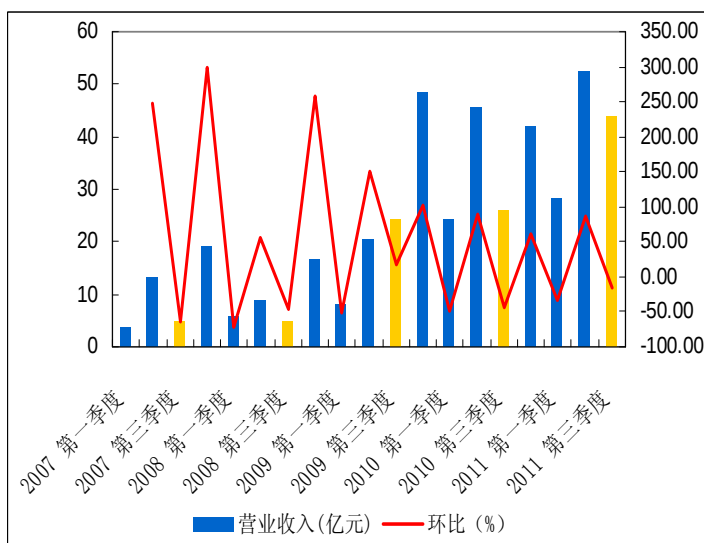
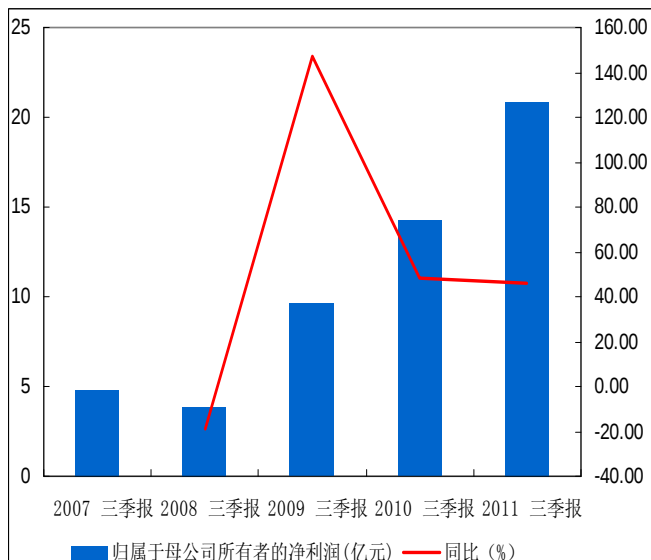


图 2:单季度营业收入变化（亿元）



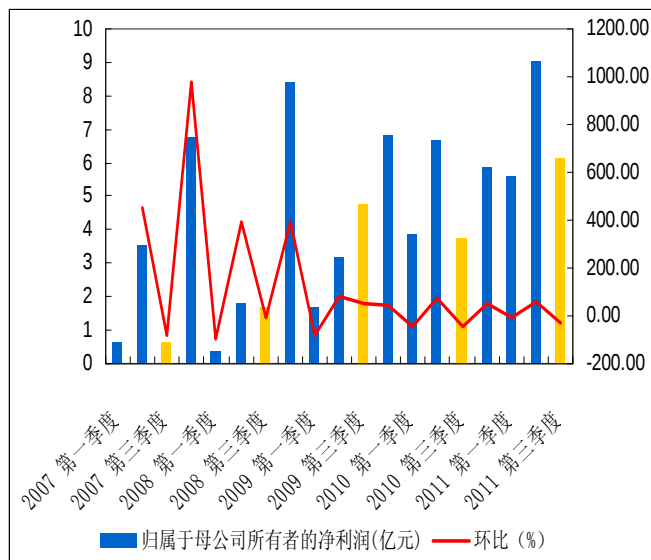
数据来源: Wind 资讯 爱建证券

图 3:净利润变化（亿元）



数据来源: Wind 资讯 爱建证券

图 4:单季度净利润变化（亿元）



数据来源: Wind 资讯 爱建证券

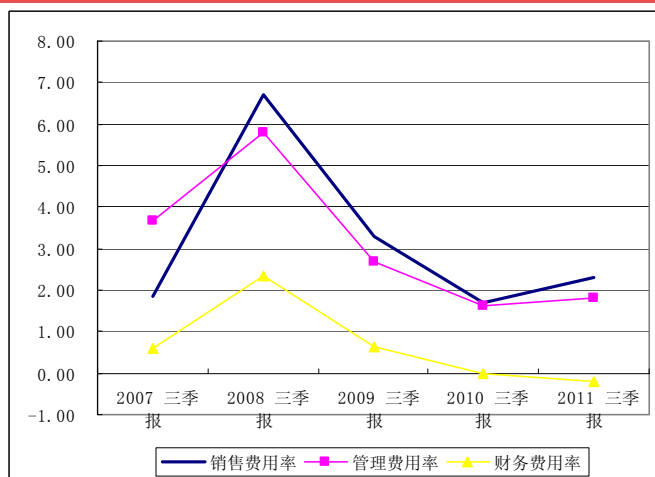
●销售费用率有所提高

前3季度,公司的三项费用率为3.90%,较上年同期提高了0.59个百分点。三项费用中,销售费用占比提高较明显,增幅达0.58个百分点,管理费用率略增0.19个百分点,财务费用率有所下降,降幅为0.19个百分点。销售费用的提升或与调控期,广告和促销力度加大有关。负的财务费用源于公司汇兑收益的增加。整体来看,公司三项费用率控制较好。

图 5:三项费用率 (%)



图 6:三项费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 爱建证券

●3 季度销售收入大幅增长

前3季度,公司销售商品、提供劳务收到的现金153.04亿元,同比增长56.66%,增速较上年同期提高了66.19个百分点;第3季度,公司销售商品、提供劳务收到的现金64.96亿元,环比增加48.11%,增速较上年同期提高30.89个百分点。截至3季度末公司预收帐款140.74亿元,较今年中期增加了17.79%;预收帐款占上年度营业收入的比重为102.12%。

公司3季度销售收入增速较高,预收帐款占比较高,全年业绩所定度较高

图 7:销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)

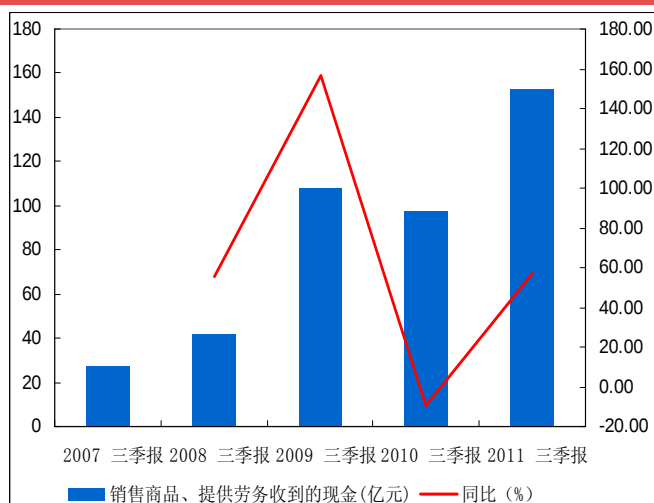
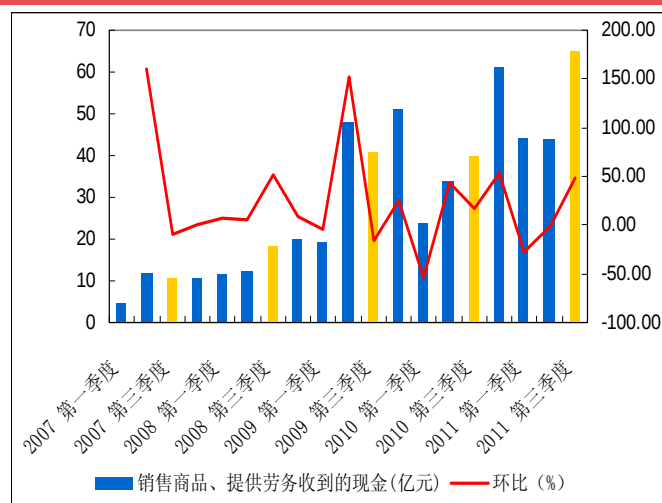


图 8: 单季度销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图 9:预收帐款 (亿元)

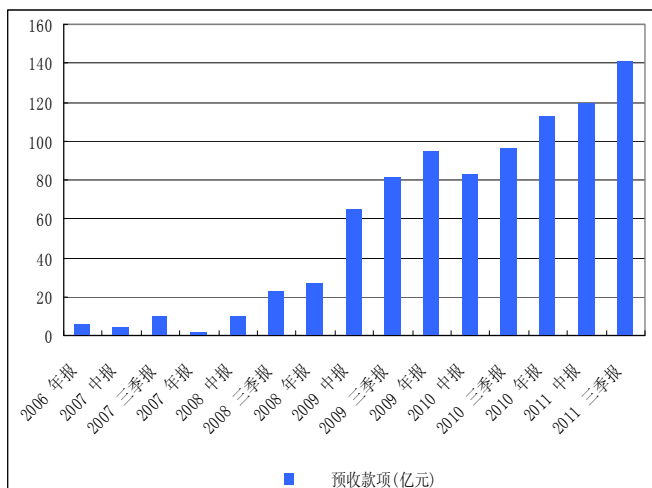


图 10: 预收帐款占上年度营业收入的比重 (%)



数据来源: Wind 资讯 爱建证券

● 中长期资金压力渐显

截至 3 季度末,公司短期借款达 24.37 亿元,同比增加 105.65%;一年内到期的非流动负债 45.07 亿元,同比增加 209.12%。尽管短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增加,但由于公司 3 季度销售业绩较好,销售回款较多,截至 3 季度末,公司短期债务缺口(公司短期资源减去短期债务)为 33.35 亿元,即公司短期可用资源足以偿还公司短期债务;今年中报,该数据为-13.73 亿元,即存在资金缺口。因此,从该指标看,公司 3 季度资金状况有所改善。

从资产负债率来看,截至 3 季度末,公司资产负债率为 66.95%,较中期提高了 1.47 个百分点;净负债率 47.31%,较中期提高了 0.02 个百分点。其中,资产负债率较行业中值(中报数据)高了 3.89 个百分点,净负债率较行业中值低 1.92 个百分点。由于净负债率更能真实反映公司的债务压力,我们认为,公司的资金状况要好于行业平均水平。

综合来看,公司短期资金压力尚不明显,但中长期资金压力渐显。

图 11:短期资金缺口 (亿元)

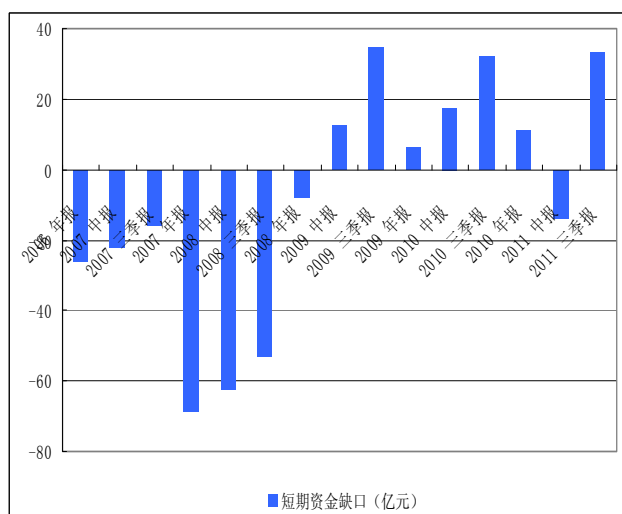
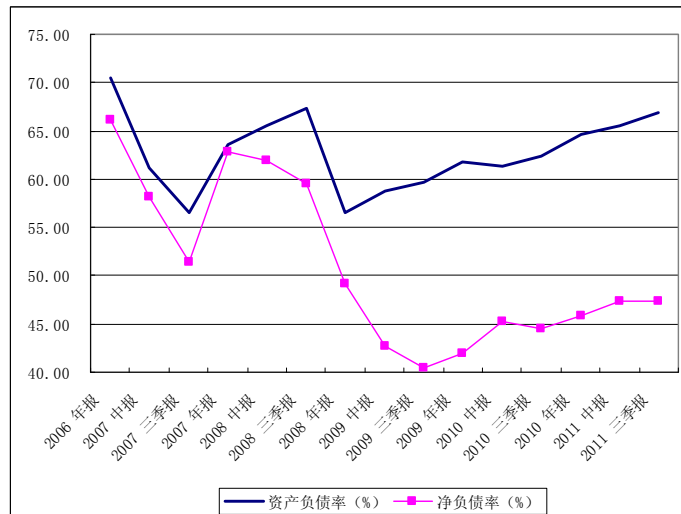


图 12:资产负债率和净负债率 (%)



数据来源: Wind 资讯 爱建证券

数据来源: Wind 资讯 爱建证券

● 估值与预测

公司 2010 年实现每股收益 1.17 元。今年前 3 季度实现每股收益 1.21 元，较去年同期增长 46.08%，同时，公司预收帐款占比较高，今明两年业绩保障度较高，我们预计公司 2011-2012 年每股收益约为 1.58 元和 2.00 元。按 10 月 18 日的收盘价 15.69 元计算，对应的市盈率分别为 13.40 倍、9.96 倍和 7.85 倍，估值合理。给与“推荐”评级。

● 风险提示。 房地产项目销售不畅的风险

分析师简介：

左红英：上海交通大学管理学博士，2007年加入爱建证券有限责任公司，现从事房地产行业研究。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。