

2012-10-17

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

招商地产 (000024)

业绩稳步增长，财务依然稳健 ——招商地产 3 季报点评

分析师：刘俊

☎ (8627)65799532

✉ liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120002

联系人：郑杨

☎ (8621)68751691

✉ zhengyang2@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《市场向下 公司向上》2011/10/18

《转型中的变化》2011/8/8

《新团队 新考验 --- 招商地产一季报点评》
2011/4/20

报告要点

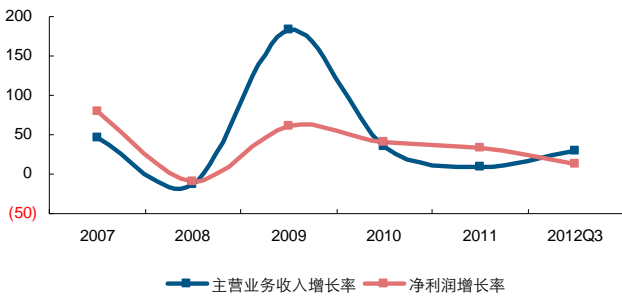
■ 事件描述

招商地产披露 3 季报显示，公司前 3 季度实现营收 141.46 亿元，同比增长 29.45%；实现净利润 24.19 亿元，同比增长 16.03%。前 3 季度，基本每股收益为 1.41 元，同比增长 16.53%。

■ 事件评论

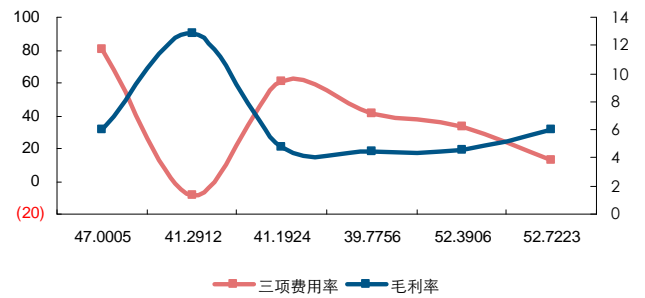
- **净利率下滑无碍利润增长**——公司 3 季度主营业务收入增长 29.45%而净利润仅增长 12.48%，其原因在于净利率的下滑与少数股东权益的增加。公司上半年销售项目多有打折优惠，同时由于住宅市场回暖公司加大了销售力度，预计公司四季度结算毛利有所下行同时 3 项费用率将维持在较高水平，因而公司四季度净利率大概率将有所下行。考虑到公司佛山、深圳、上海、天津、漳州等地项目陆续竣工交付，预计公司四季度营收有较大幅度增长，预计公司全年净利润增速在 20%左右。
- **销售状态良好**——在公司提周转的思路之下，公司 3 季度单季销售金额达到 85.77 亿，累计销售 247 亿，在行业维持目前销售状况的中性估计下，公司全年销售业绩突破 300 亿压力较小。在公司 254 亿预收账款中，已经锁定四季度结算收入逾 50 亿，锁定未来 3 年 EPS 达 2.5 元。
- **公司财务依然稳健**——由于前 3 季度良好的销售，公司货币资金大幅增加，同时由于带息债务增速放缓，公司净负债率有所下降，整体来看公司净负债率仍然维持在较低水平。此外公司 3 季度一年内到期的长期债务明显增多，导致公司货币资金/(短期借款+1 年内到期的长期负债)比例有所下滑，但仍然在 1.5 以上，公司偿债不存在任何风险。
- **公司拿地步伐加快**——3 季度公司在深圳、哈尔滨、上海、苏州、常州共增加 4 个项目，投入共 57 亿元，增加土地储备 64 万平。公司依然践行着以确保一二线城市资源可持续性同时辐射三四线城市为主的战略思路。
- 公司业绩稳定、布局合理，快周转的销售策略明显发挥了作用，我们预计公司 2012、2013 年 EPS 分别为 1.87 和 2.00，对应 PE 分别为 11.50 和 10.75，给予推荐评级。

图 1: 公司营收增长率与净利润增长率



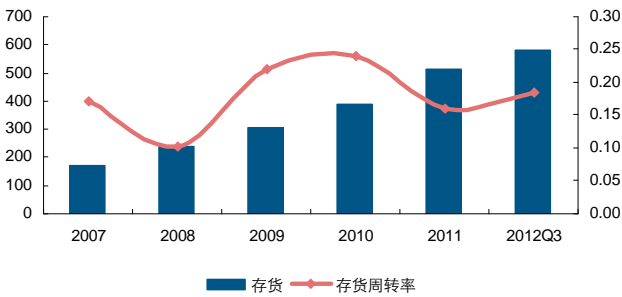
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 公司毛利率与三项费用率



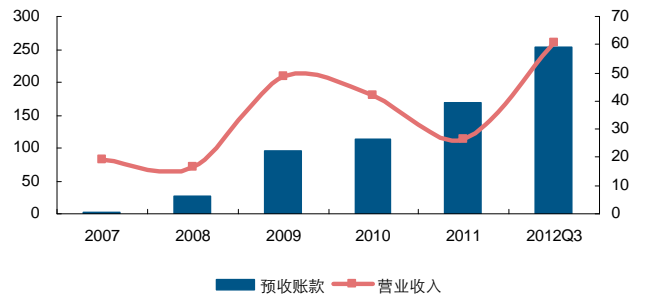
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 公司存货与存货周转率



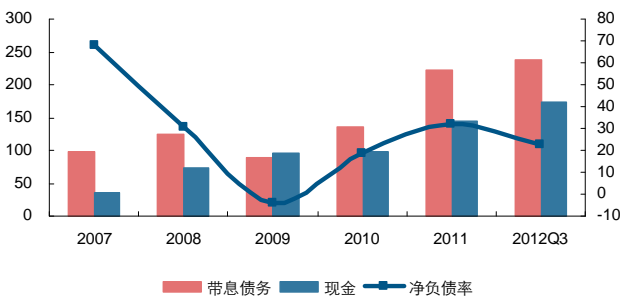
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 公司预收账款与营业收入



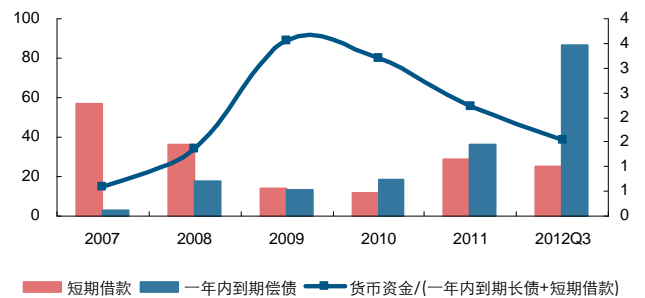
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 公司短期偿债能力



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 公司主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q3
主营业务收入增长率	46.36	(13.10)	183.72	35.95	9.64	29.45
净利润增长率	80.28	(8.63)	60.67	41.58	33.37	12.48
经常性净利润增长率	89.43	17.36	31.89	21.05	24.31	16.00
毛利率	47.00	41.29	41.19	39.78	52.39	52.72
ROE	21.77	13.70	10.54	11.66	13.39	11.26
三项费用率	6.02	12.90	4.72	4.47	4.55	5.96
净利率	29.07	30.56	17.31	18.02	21.92	19.08
存货周转率	0.17	0.10	0.22	0.24	0.16	0.19
现金(元)	3,588,095,863	7,389,133,547	9,489,490,935	9,676,385,052	14,483,798,016	17,404,845,945
存货(元)	17,167,330,873	23,869,301,251	30,461,181,900	38,699,347,411	51,440,184,642	58,314,434,588
每股经营性净现金流	(4.74)	(2.28)	4.11	(2.59)	(1.23)	2.15
预收账款(元)	183,053,832	2,731,472,693	9,498,461,291	11,268,654,826	16,882,302,009	25,419,021,398
货币资金/(一年内到期长债+短期借款)	0.60	1.36	3.55	3.20	2.23	1.55
速动比率	0.37	0.61	0.51	0.52	0.57	0.57
资产负债率	63.58	56.51	61.79	64.65	69.53	70.49
真实资产负债率	62.85	49.22	41.96	45.81	48.34	43.66
净负债率	68.13	30.93	(3.78)	18.34	32.10	22.98

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 2: 公司 2012 年拿地情况

日期	成交总价款 (万元)	宗地编号	楼面价(元/ 平方米)	占地面积 (平方米)	土地用途	容积率上 限	出让年 限
9月30日	53642	江苏省常州市2012080地块	1,000.00	198,673.80	住宅/商业	1.5/2.7	70/40
9月27日	69000	苏地2012-G-76号地块	3,914.77	68332.5	住宅/商业	2.5/3	70/40
9月12日	88600	上海市青浦区徐泾镇海天花园西侧地块	12,254.50	48200	住宅	1.5	70
8月22日	63822	哈尔滨市3-12-4-2618至3-12-4-2624用地	1,049.45	188280	住宅/商业	3.23	70/40
8月22日	296300	深圳市 J211及J237等 6宗地块	8,566.80	137250	商业用地	2.52	40/50
4月11日	125620	津滨开(挂) 2012-16等四宗地块	5,503.61	141081	住宅/商业	1.35-1.80	70/40
3月27日	7125	津静(挂) 2009-13号地块	1,250.08	47497	住宅	1.2	70
2月14日	237000	北京市朝阳区来广营乡A4和B4地块	12,551.91	77702	住宅	2.43	70
1月10日	11000	贵州毕节市BJD2011-15	529.95	74131	住宅/商业	2.8	70/40
1月9日	21700	贵州毕节市BJD2011-16	425.72	130698.2	住宅/商业	3.9	70/40

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15111	20083	25741	32954	货币资金	14484	2008	2574	3295
营业成本	7194	10286	14410	18287	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7917	9796	11331	14667	应收账款	6257	8343	10565	13361
%营业收入	52.4%	48.8%	44.0%	44.5%	存货	51440	77514	107147	135494
营业税金及附加	2909	3213	4119	5273	预付账款	8	13	18	23
%营业收入	19.2%	16.0%	16.0%	16.0%	其他流动资产	1754	2274	2915	3732
销售费用	493	655	839	1075	流动资产合计	73943	90153	123222	155907
%营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	363	482	618	791	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	长期股权投资	815	815	815	815
财务费用	-169	-30	-8	-11	投资性房地产	3267	3267	3267	3267
%营业收入	-1.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	181	712	1221	1610
资产减值损失	3	5	5	7	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	18	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	53	0	0	0	递延所得税资产	734	1	1	2
营业利润	4390	5470	5757	7532	其他非流动资产	727	1454	2181	2908
%营业收入	29.0%	27.2%	22.4%	22.9%	资产总计	79666	96403	130707	164509
营业外收支	102	0	0	0	短期贷款	6481	21833	42540	60115
利润总额	4492	5470	5757	7532	应付款项	4563	1944	2829	3577
%营业收入	29.7%	27.2%	22.4%	22.9%	预收账款	16882	22436	28758	36816
所得税费用	1179	1436	1511	1977	应付职工薪酬	260	430	626	791
净利润	3313	4035	4246	5555	应交税费	1273	1209	1464	1885
归属于母公司所有者的净利润	2591.8	3214.1	3440.4	4575.9	其他流动负债	10222	4926	7050	8928
少数股东损益	721	821	806	979	流动负债合计	39681	52778	83265	112112
EPS (元/股)	1.51	1.87	2.00	2.66	长期借款	15621	15621	15621	15621
					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
					其他非流动负债	87	173	260	347
经营活动现金流净额	-2112	-26774	-18975	-15549	负债合计	55390	68573	99147	128080
取得投资收益	142	0	0	0	归属于母公司	20418	23150	26075	29964
长期股权投资	-156	0	0	0	少数股东权益	3859	4679	5485	6465
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	24277	27830	31560	36429
固定资产投资	-69	-601	-657	-630	负债及股东权益	79666	96403	130707	164509
其他	56	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-168	-601	-657	-630		2011	2012E	2013E	2014E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.509	1.872	2.003	2.665
股权融资	63	0	0	0	BVPS	11.89	13.48	15.18	17.45
银行贷款增加(减少)	8355	15352	20706	17575	PE	14.27	11.50	10.75	8.08
筹资成本	1357	-452	-508	-676	PEG	0.68	0.55	0.52	0.39
其他	-2714	0	0	0	PB	1.81	1.60	1.42	1.23
筹资活动现金流净额	7061	14900	20199	16899	EV/EBITDA	10.11	13.14	15.69	14.10
现金净流量	4781	-12476	566	721	ROE	12.7%	13.9%	13.2%	15.3%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。