

招商地产 (000024.SZ)

经营效率提高 去化率上升

核心观点:

- 事件: 公司 13 年上半年盈利预增 105%~113%; 上半年实现签约销售面积 136.05 万平米, 实现签约销售金额 199.66 亿元。

- 业绩略超预期 得益于结算面积大幅增长

业绩超预期主要因为上半年公司结算面积大幅增长超预期, 主要结算项目包括深圳曦城和佛山依云上城与依云水岸项目。结算毛利率下降符合预期, 主要因为公司在二三线城市布局加大拉低了整体销售均价, 且项目结算毛利率较低。中期毛利率主要由重庆和武汉项目进入结算而被拉低。

- 项目去化速度明显加快

上半年公司在加快已有项目去化方面卓有成效, 库存从年初的 285 亿降至目前的 255 亿。不过与其他龙头公司相比, 仍有改善空间, 产品结构偏高端使公司在去化上仍有挑战。预计公司 13 年销售 450 亿, 增长 24%。

- 关注下半年土地机会

上半年公司斥资 58 亿拿地, 相比销售略显保守。预计公司 13 年拿地计划金额约 200 亿, 除了在招拍挂市场上会加大力度外, 收购等方面预计也将会有所斩获。公司将继续加大在重点一二线城市的布局。

- 管理再提升 业绩有保障 维持“买入”评级

公司在 12 年对内部管理进行升级再造, 同时加大营销力度, 加快项目去化, 保证公司规模增长。13 年公司可结算资源丰富, 全年业绩有保障。预计 13、14 年 EPS 分别为 2.53、3.24 元, 维持“买入”评级。

- 风险提示

下半年市场的流动性若出现收紧, 将使得公司的项目去化率下降。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	15,111	25,297	32,338	41,062	50,320
增长率(%)	9.64%	67.40%	27.83%	26.98%	22.54%
EBITDA(百万元)	4342.80	7114.32	7946.51	9919.67	11942.93
净利润(百万元)	2591.78	3318.27	4346.23	5569.96	6746.65
增长率(%)	28.85%	28.03%	30.98%	28.16%	21.13%
EPS(元/股)	1.51	1.93	2.53	3.24	3.93
市盈率(P/E)	16.31	12.74	9.72	7.59	6.26
市净率(P/B)	2.07	1.81	1.52	1.27	1.06
EV/EBITDA	8.87	8.01	5.26	3.26	1.81

公司评级

买入

当前价格

24.61 元

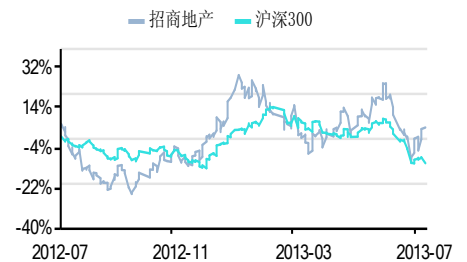
前次评级

买入

报告日期

2013-07-10

相对市场表现



分析师: 邹戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

相关研究:

招商地产(000024.SZ): 变革之路、增长之旅 2012-03-20

招商地产(000024.SZ): 三季度销售发力, 压力大减! 2010-10-19

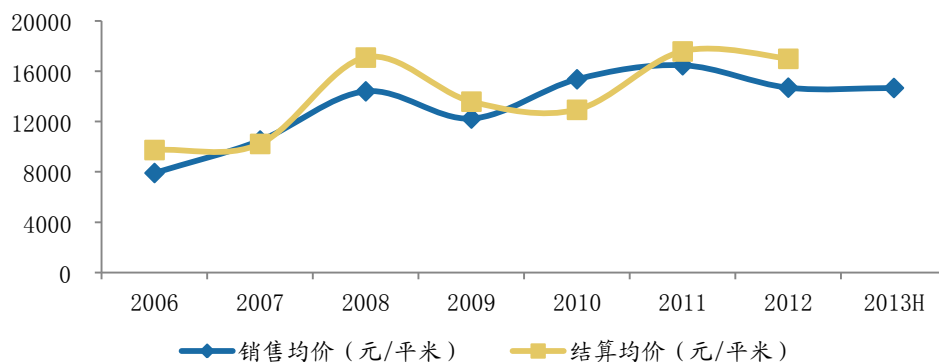
招商地产(000024.SZ): 防守性最佳的房地产开发商 2010-07-27

业绩略超预期 得益于结算面积大幅增长

公司13年上半年预计实现每股收益1.46~1.51元，同比增长105%~113%，略超我们的预期。超预期的原因在于公司上半年的结算面积超预期，结算毛利率低于去年同期水平符合我们预期。

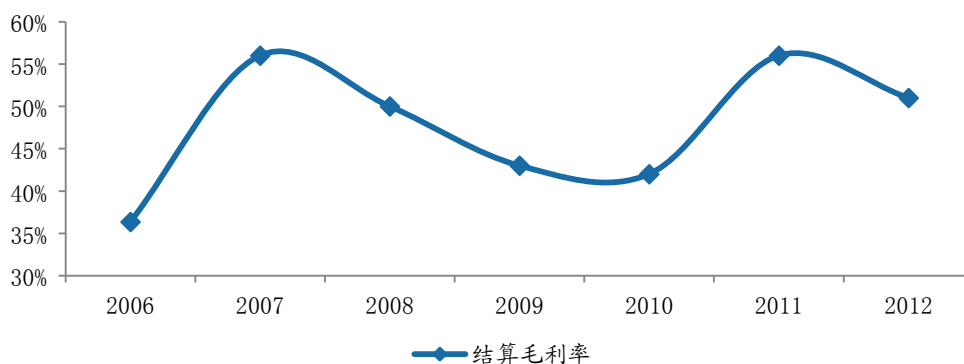
结算毛利率下降主要是因为公司11年以来开始加快全国扩张后，二三线城市的比重加大拉低了销售均价，此外二三线城市的结算毛利率也低于公司前期项目。中期毛利率低于去年同期，主要是部分低毛利项目如重庆项目进入结算。

图1：销售均价与结算均价



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

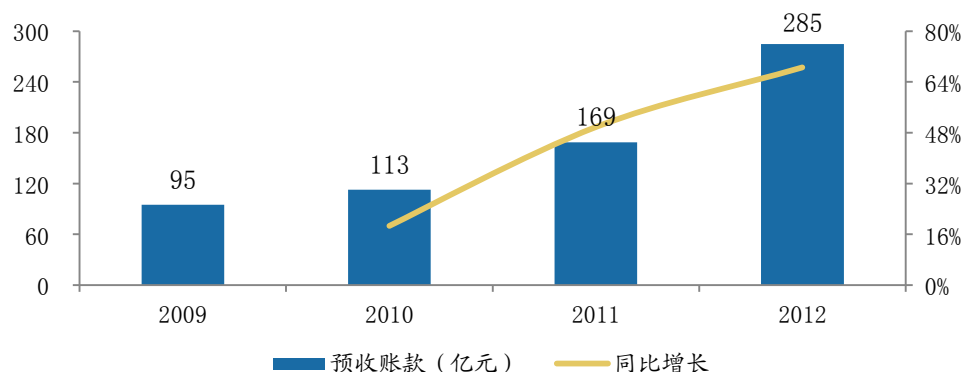
图2：结算毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

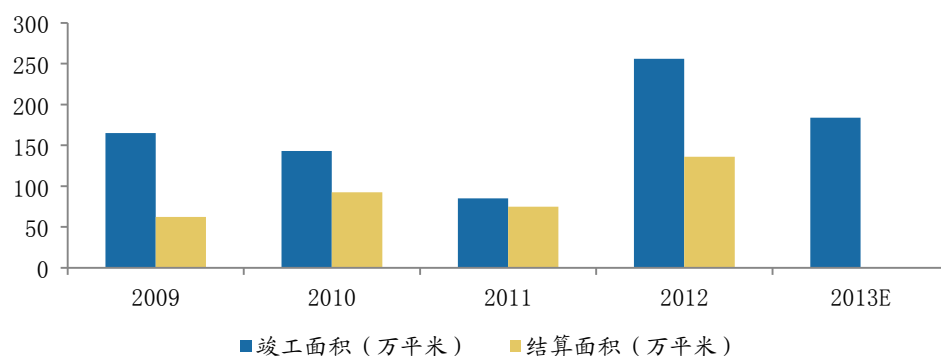
不过，12年末公司预收账款增幅较大，且近年来公司的竣工面积维持在较高的水平，13年可结算资源十分丰富，公司业绩略超预期也正是的得益于结算面积大幅增长，其中包括深圳曦城和佛山依云上城与依云水岸项目。

图3: 预收账款



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4: 竣工面积与结算面积



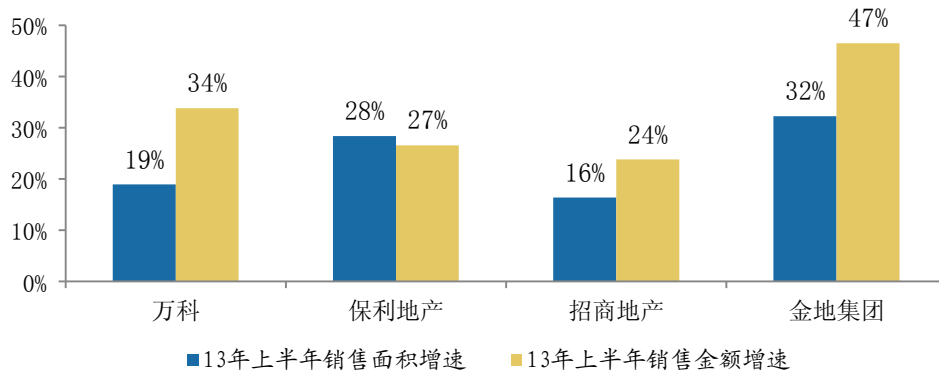
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

项目去化速度明显加快

公司在年初提出年内经营销售方面要加快已有项目的去化,我们认为上半年公司在这方面卓有成效。年初公司在手存货为285亿左右,上半年新推货为170亿,销售200亿,因此公司目前在手存货在255亿左右,公司去化明显加快。

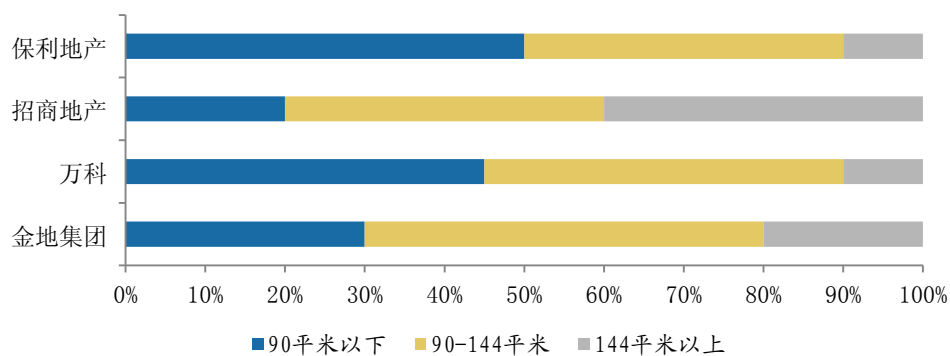
但与其他龙头公司相比,公司的去化速度仍然有改善的空间,当然由于公司产品在户型结构方面偏中大户型,因此加快去化的挑战仍然较大。下半年公司新推货值在250亿左右,144平米以上大约占40%,我们预计公司13年销售金额在450亿左右,同比增长24%。

图5：龙头房企销售增速比较



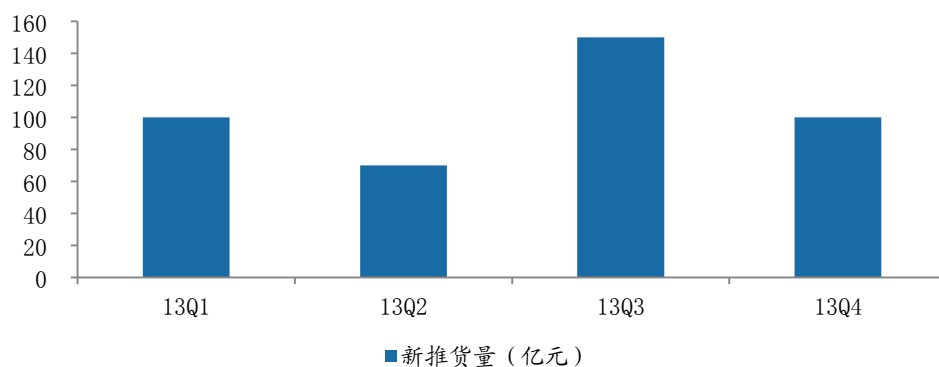
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：龙头房企下半年新推盘户型结构比较



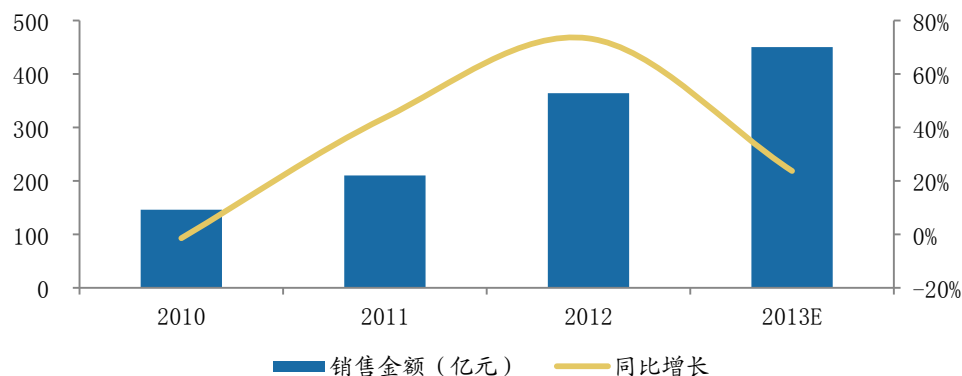
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：13年新推货节奏



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8: 销售金额及其同比增长



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

关注下半年土地机会

13年上半年，公司斥资58亿获取了建面超过133万平米的土地资源，100%权益地价占销售金额比重接近30%，上半年在拿地方面公司略显保守。我们估计公司13年的拿地计划金额在200亿左右，我们认为公司下半年除了在招拍挂市场上会加大力度外，收购等方面也将会有所斩获。

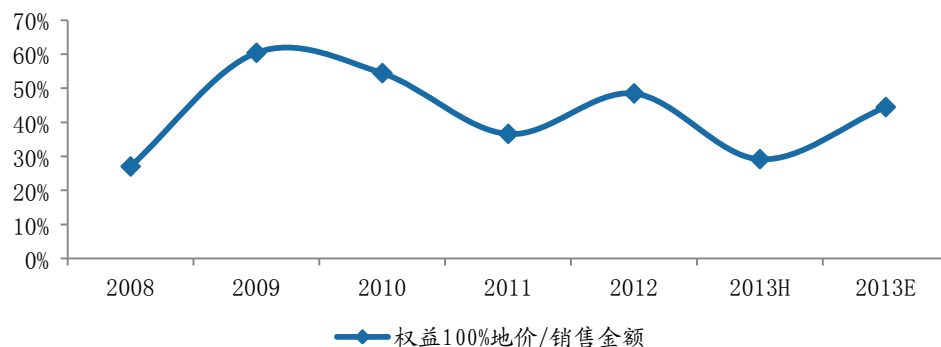
从13年上半年获取项目的地域上看，公司布点主要在重点二线城市，继续扩大在大中城市的规模是公司的既定战略。

表 1: 13 年上半年拿地情况

地块名称	区域	建筑面积 (万平米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平米)	权益
宁波市湾头启动区 3#地块	浙江宁波	27.66	22.86	8265	100%
佛山市顺德区顺德新城德胜商务区 C02-2 号地块	广东佛山	22.73	13.20	5807	100%
苏地 2013-G-14 地块	江苏苏州	24.11	6.80	2820	100%
官塘桥路东 1 号、2 号地块	江苏镇江	14.28	1.59	1113	100%
KCGD2012-23-A11 、KCGD2012-23-A15 号地块	云南昆明	31.58	8.72	2763	60%
大连市高新区编号为大高 (2012) -22 号、23 号	辽宁大连	12.88	4.98	3869	---
合计		133.24	58.16		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：100%权益地价/销售金额



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

管理再提升 业绩有保障 维持“买入”评级

公司在12年对内部管理进行了升级再造，进一步优化了流程、改善了运营效率，为公司的长远发展奠定了良好的基础。在货量户型结构偏高端的情况下，公司加大了营销力度，加快项目去化，保证公司规模增长。13年公司可结算资源丰富，全年的业绩有保障。我们预计公司13、14年EPS分别为2.53、3.24元，维持“买入”评级。

风险提示

下半年市场的流动性若出现收紧，将使得公司的项目，尤其是高端项目的去化率下降。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	73,943	103,07	126,14	156,37	194,20
货币资金	14,484	18,239	23,970	34,200	45,750
应收及预付	6,265	8,360	9,361	10,772	12,614
存货	51,440	73,638	89,977	108,56	133,00
其他流动资产	1,754	2,835	2,835	2,835	2,835
非流动资产	5,724	6,125	8,844	12,267	16,511
长期股权投资	815	1,083	1,273	1,496	1,757
固定资产	436	435	457	484	513
在建工程	62	88	171	251	328
无形资产	252	409	409	409	409
其他长期资产	4,159	4,109	6,534	9,628	13,503
资产总计	79,666	109,19	134,98	168,64	210,71
流动负债	39,681	65,249	84,053	109,71	142,13
短期借款	2,873	2,105	3,661	3,481	3,602
应付及预收	30,019	51,506	71,822	97,306	129,44
其他流动负债	6,790	11,638	8,570	8,924	9,090
非流动负债	15,708	14,509	15,886	16,696	17,584
长期借款	15,621	14,378	15,556	16,110	16,679
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	87	131	331	586	904
负债合计	55,390	79,758	99,940	126,40	159,72
股本	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
资本公积	8,387	8,387	9,256	10,370	11,719
留存收益	10,226	13,201	16,678	21,134	26,531
归属母公司股东权	20,418	23,394	27,740	33,310	40,056
少数股东权益	3,859	6,046	7,308	8,925	10,940
负债和股东权益	79,666	109,19	134,98	168,64	210,71

利润表

单位：百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	15,111	25,297	32,338	41,062	50,320
营业成本	7,194	12,945	17,742	22,788	28,309
营业税金及附加	2,909	4,273	5,215	6,477	7,730
销售费用	493	729	1,014	1,220	1,439
管理费用	363	439	511	707	951
财务费用	-169	394	413	346	269
资产减值损失	3	288	0	1	1
公允价值变动收益	18	2	0	0	0
投资净收益	53	6	108	127	150
营业利润	4,390	6,234	7,551	9,652	11,771
营业外收入	109	25	0	0	0
营业外支出	6	60	0	0	0
利润总额	4,492	6,200	7,551	9,652	11,771
所得税	1,179	1,922	1,943	2,465	3,009
净利润	3,313	4,278	5,608	7,187	8,762
少数股东损益	721	959	1,262	1,617	2,015
归属母公司净利润	2,592	3,318	4,346	5,570	6,747
EBITDA	4,343	7,114	7,947	9,920	11,943
EPS (元)	1.51	1.93	2.53	3.24	3.93

现金流量表

单位：百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-2,112	5,099	7,949	11,366	12,602
净利润	3,313	4,278	5,608	7,187	8,762
折旧摊销	190	205	91	48	51
营运资金变动	-7,760	-3,046	2,976	5,484	5,856
其它	2,144	3,662	-726	-1,354	-2,067
投资活动现金流	-168	-645	-270	-283	-308
资本支出	-69	-68	-166	-160	-163
投资变动	93	-251	-104	-122	-144
其他	-192	-326	0	0	0
筹资活动现金流	7,061	114	-1,949	-853	-745
银行借款	12,207	10,401	9,152	8,701	9,004
债券融资	-3,852	-8,571	-9,486	-7,974	-8,147
股权融资	63	511	0	0	0
其他	-1,357	-2,226	-1,615	-1,580	-1,601
现金净增加额	4,745	4,559	5,731	10,230	11,550
期初现金余额	8,915	13,660	18,219	23,949	34,179
期末现金余额	13,660	18,219	23,949	34,179	45,729

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	9.6%	67.4%	27.8%	27.0%	22.5%
营业利润增长	34.5%	42.0%	21.1%	27.8%	22.0%
归属母公司净利润增长	28.9%	28.0%	31.0%	28.2%	21.1%
获利能力(%)					
毛利率	23.7%	25.4%	28.2%	52.4%	48.8%
净利率	21.9%	16.9%	17.3%	17.5%	17.4%
ROE	12.7%	14.2%	15.7%	16.7%	16.8%
ROIC	9.9%	14.0%	17.4%	23.5%	30.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	69.5%	73.0%	74.0%	75.0%	75.8%
净负债比率	31.4%	19.1%	-1.3%	-23.5%	-40.5%
流动比率	1.86	1.58	1.50	1.43	1.37
速动比率	0.57	0.45	0.42	0.42	0.40
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.27	0.26	0.27	0.27
应收账款周转率	155.66	199.46	154.65	130.03	111.80
存货周转率	0.16	0.21	0.22	0.23	0.23
每股指标(元)					
每股收益	1.51	1.93	2.53	3.24	3.93
每股经营现金流	-1.23	2.97	4.63	6.62	7.34
每股净资产	11.89	13.62	16.15	19.40	23.33
估值比率					
P/E	16.3	12.7	9.7	7.6	6.3
P/B	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.9	8.0	5.3	3.3	1.8

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。