

招商地产 (000024.SZ)

管理提升为新一轮增长蓄力

核心观点:

● 业绩符合预期, 毛利率微降、未来稳定

本期结算毛利率微降至 48%，一是因为 12 年销售均价下降 10%，二是 12 年一二线城市布点占比较大，土地成本较高。本期长三角项目结算占比升高，这块区域毛利率较低。看未来，新获取土地成本降低，且销售均价企稳，不过预收账款区域分布中长三角比重上升。预计 13 年全年毛利率与上半年持平。营业收入大幅增长主要源于结算面积大幅增长。

● 销售符合预期, 拿地稳健、开工提速

公司 13 年上半年销售 200 亿，去化率约 44%，显著加快。预计下半年可售货值 505 亿，三季度是推盘高峰，并且整个下半年新盘占比大，因此总体去化有可能超过上半年，预计 13 年全年公司销售规模将达到 450 亿，增长约 24%。公司在土地市场的投资稍显保守，但是加大了新开工的力度。

● 关注融资渠道拓展

公司财务压力较小，一直以稳健经营著称，各方面的资源也比较丰富。上半年通过了向东力控股注入资产的预案，进一步做大东力的平台有助于公司未来实现多渠道融资。

● 预计公司 13、14 年 EPS 分别为 2.53、3.24 元，维持“买入”评级

公司近年来加强了组织平台建设及流程再造，产品标准化等方面也加快推进，有助于公司在新的规模平台上进一步实现稳健增长。布局仍集中于一二线城市，除了深耕已有城市外进一步优化全国布局。长期看，公司外在看具有很强的资源优势，内在看进一步疏通管理，效率进一步提升。短期看，公司在销售去化方面会进一步加强。

● 风险提示

下半年地产整体销售不及预期，导致公司存货去化速度下降。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	15111	25297	32112	40792	49995
增长率(%)	9.64%	67.40%	26.94%	27.03%	22.56%
EBITDA(百万元)	4342.80	7114.32	7935.22	9908.83	11933.17
净利润(百万元)	2591.78	3318.27	4339.59	5563.47	6740.75
增长率(%)	28.85%	28.03%	30.78%	28.20%	21.16%
EPS(元/股)	1.51	1.93	2.53	3.24	3.93
市盈率(P/E)	18.69	14.59	11.16	8.70	7.18
市净率(P/B)	2.37	2.07	1.75	1.45	1.21
EV/EBITDA	8.87	8.01	6.05	3.89	2.33

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

28.20 元

前次评级

买入

报告日期

2013-08-22

相对市场表现



分析师:

邹戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

相关研究:

经营效率提高 去化率上升

2013-07-10

联系人:

金山 021-60750652

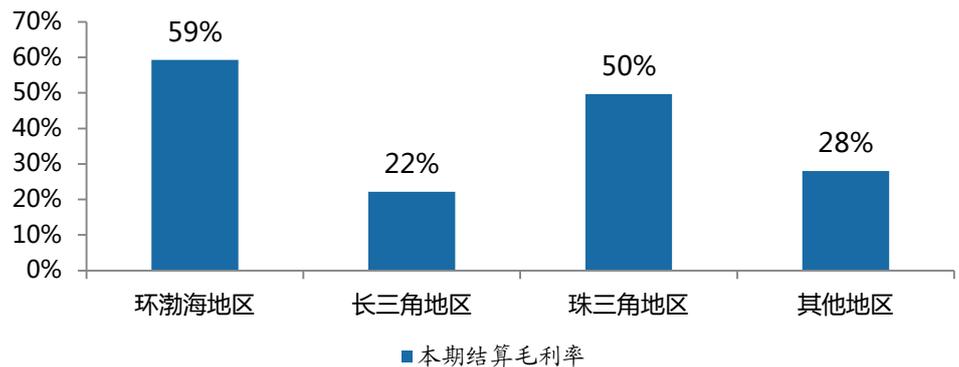
jinshan@gf.com.cn

业绩符合预期，毛利率微降、未来稳定

2013年上半年，公司实现营业收入161.34亿元，同比增长60.05%，实现营业利润47.38亿元，同比增长89.20%，实现归属于上市公司股东的净利润25.51亿元，同比增长108.98%，每股收益1.49元。

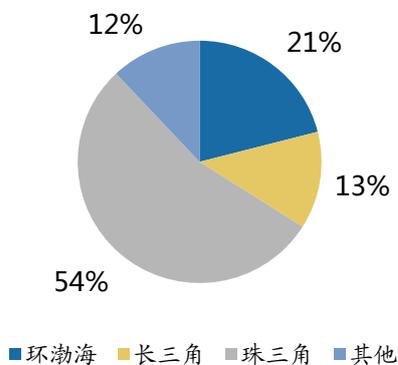
报告期内，公司房地产销售结算毛利率微降至48%，较12年全年的水平下降3.35个百分点，在行业中仍属于较高水平。小幅下降的原因，一方面来自公司前期尤其是12年销售均价出现了约10%的降幅，另一方面，公司12年在一线以及重点二线城市布点的占比较大，土地成本相对较高。如果分区域看，本期长三角地区项目结算占比升高，这块区域的毛利率是最低的。看未来，公司报告期内新获取的土地的成本较12年降低，而销售均价企稳，不过，我们也要看到，预收账款的区域分布中长三角的比重是在上升的。综合判断，预计13年全年毛利率与上半年持平。

图1：13年上半年区域结算毛利率



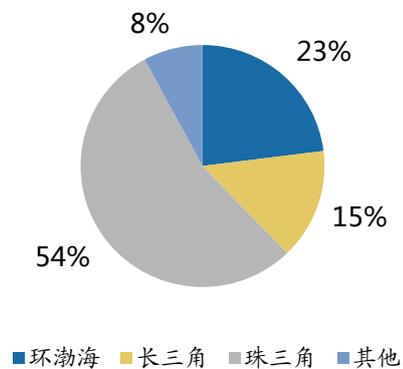
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：12年结算项目的区域占比



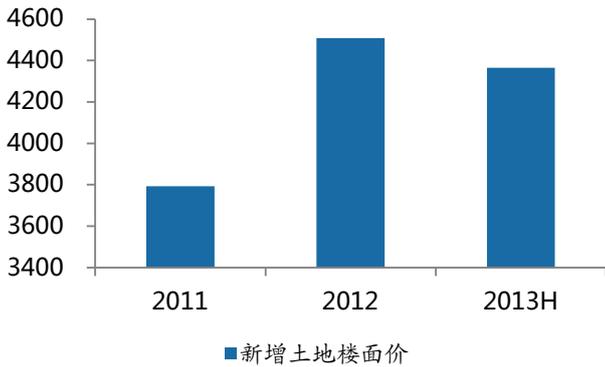
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：13年上半年结算项目的区域占比



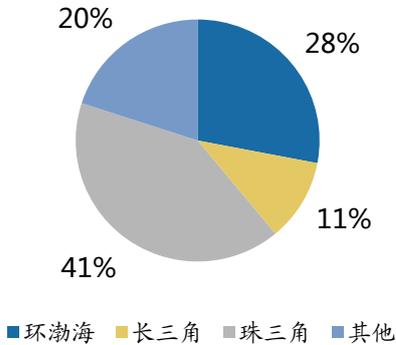
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4: 新增土地楼面价



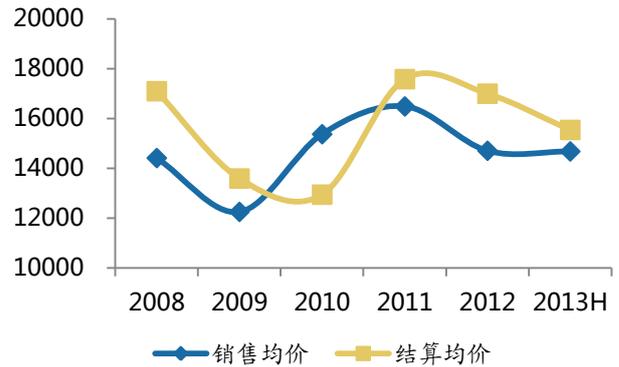
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 2012年末公司预收账款区域分布



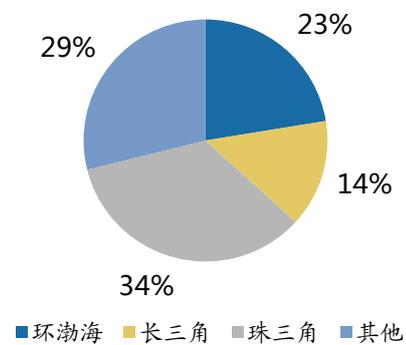
数据来源: 广发证券发展研究中心

图5: 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

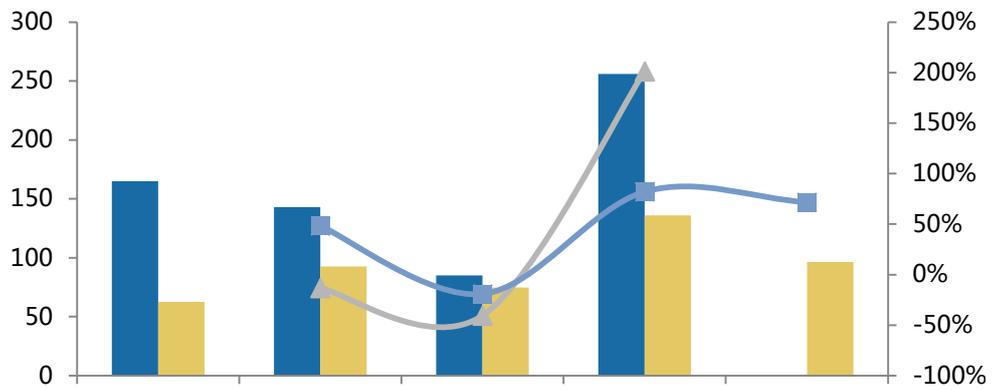
图7: 报告期末预收账款区域分布



数据来源: 广发证券发展研究中心

本期营业收入大幅增长主要源于结算面积大幅增长, 本期结算面积96.38万平米, 同比增长超过70%。同时, 在毛利率微降的情况下, 本期营业利润增速仍然快于营业收入增速, 原因有两点, 第一是本期转回了前期计提的存货跌价准备约1.82亿, 第二是本期公司不再对深圳招商华侨城拥有控制权, 根据会计准则, 剩余股权部分的公允价值与原账面投资成本的差额计入本期损益, 由此产生约3.4亿的投资收益。

图8: 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

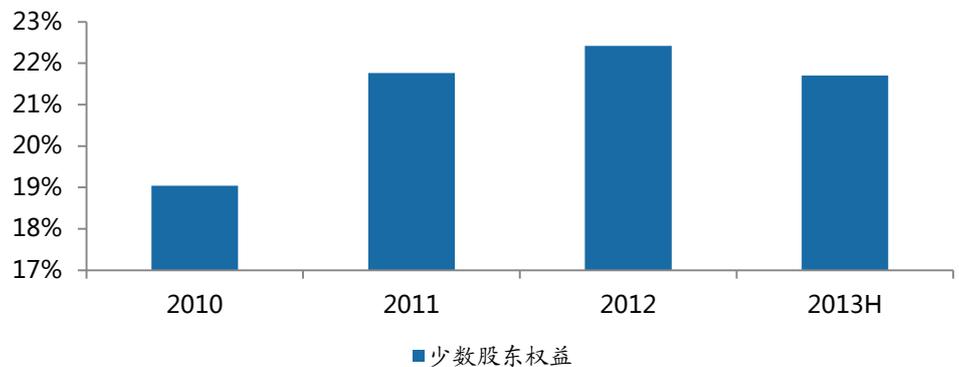
表 1: 存货跌价损失冲回的项目情况

项目	占地面积	建筑面积	地价	楼面价	当前销售均价
上海佘山珑原	13.1	10.48	17.16	16378	25184
南京招商珑原	4.85	14.54	18.6	12789	27058

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

本期净利润增速快于营业利润的增速, 主要是因为本期结算的项目中, 少数股东权益占比减少约7个百分点至21.7%, 从公司12年以来的拿地权益看, 预计未来少数股东权益占比出现提高的可能性不大。

图9: 少数股东权益占比



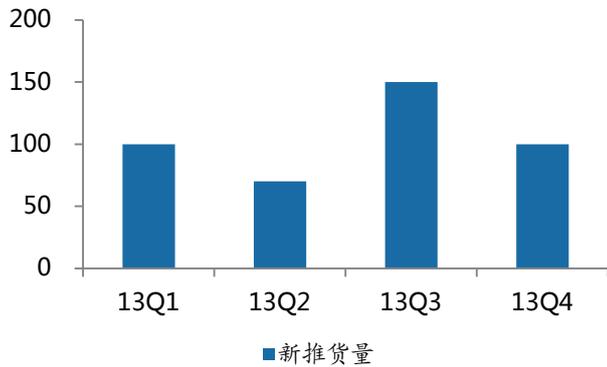
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

销售符合预期, 拿地稳健、开工提速

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, 总体去化率约为44%, 去化明显加快。

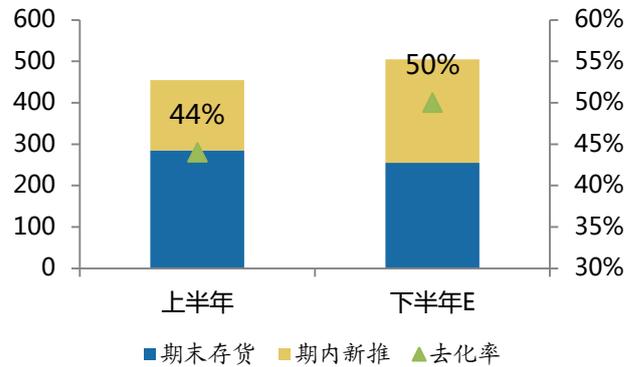
与同类龙头房企相比, 公司去化速度仍然有改善的空间, 当然由于公司产品在户型结构方面偏中大户型, 因此加快去化的挑战仍然不小。预计下半年公司新推货值在250亿左右, 144平米以上大约占40%, 预计下半年可售货值约505亿, 三季度是推盘高峰, 并且整个下半年新盘占比较大, 因此总体去化有可能超过上半年, 这样预计13年全年公司销售规模将达到450亿, 增长约24%。

图10: 13年全年推货节奏



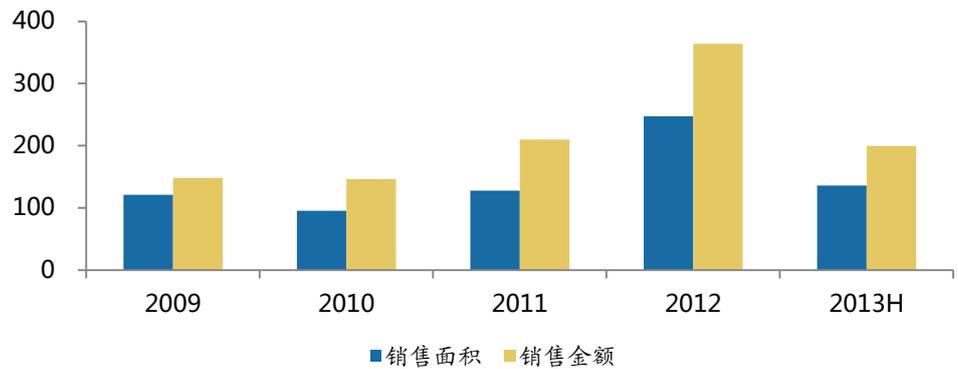
数据来源: 广发证券发展研究中心

图11: 13年上下半年可售与去化



数据来源: 广发证券发展研究中心

图12: 销售面积与销售金额



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司在土地市场的投资稍显保守, 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约30%, 我们估计公司13年全年的拿地计划金额在200亿左右, 预计公司下半年除了在土地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7月的情况看, 公司通过股权收购获得佛山商务金融项目, 建面超过16万平米, 同时在重庆竞得一商住地块, 建面近40万平米, 两处投资金额合计14亿。

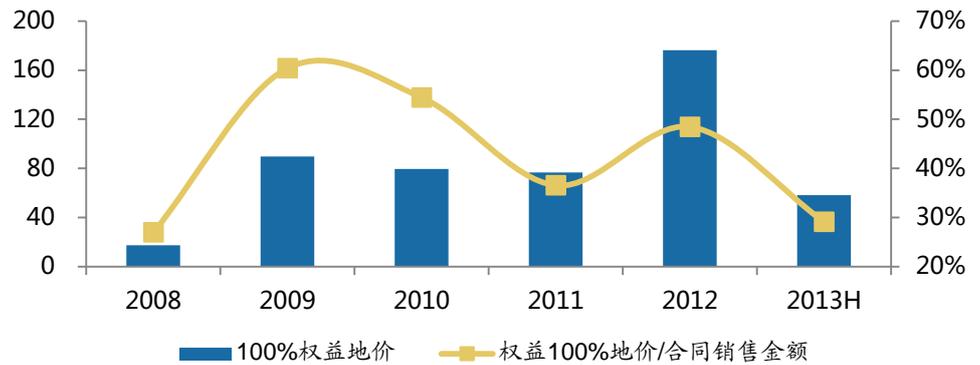
表 2: 13 年以来拿地情况

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
重庆市巴南区李家沱-鱼洞组团 B 标准分区 3 宗地块	重庆巴南区	38.77	10.90	2812	100%
佛山市南海区桂城街道 A27 街区 01 地块	广东佛山	16.22	6.10	3764	51%
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		188.23	75.16		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

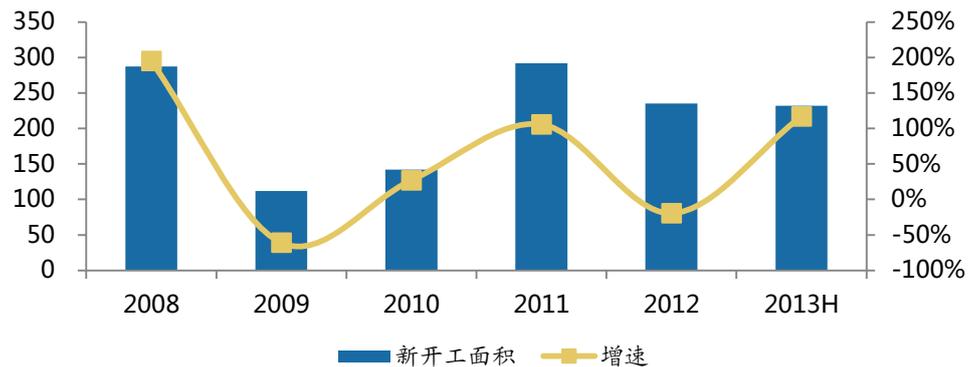
图13: 拿地金额/销售金额



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

与土地市场的稳健表现相反的是，公司在报告期内加大了新开工的力度，13年上半年新开工面积232万平方米，完成年初计划的57%，已经接近12年全年水平的235万平方米。公司继续加大对于现有资源的投资去化力度，同时下半年在土地市场的步伐也会加大，公司的可售货量充足，将支持公司规模的持续增长。

图14: 新开工面积



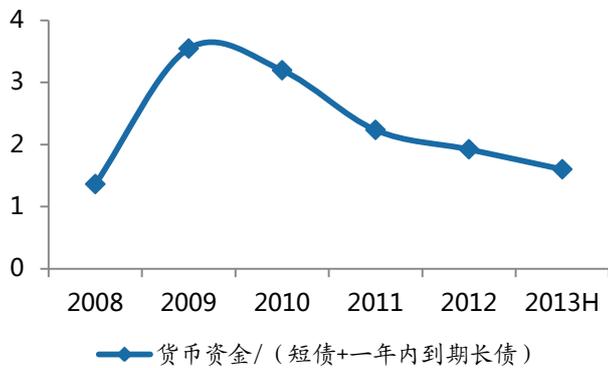
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

关注融资渠道拓展

报告期末，公司在手货币资金235亿，短债加一年内到期的长债余额合计147亿，短期偿债压力较小，期末净负债率25%，尽管有所上升但仍低于行业平均水平。我们

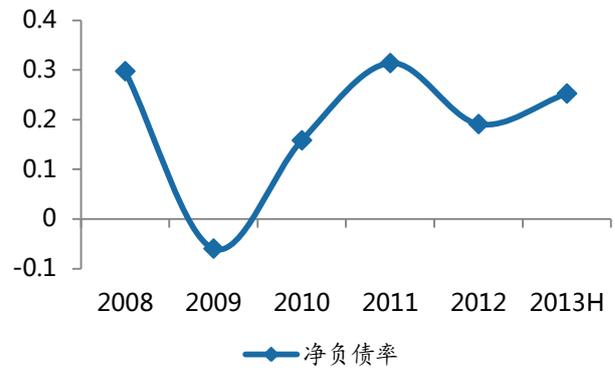
认为，公司对于杠杆率的控制较为严格。公司一直以稳健经营著称，各方面的资源也比较丰富，融资成本较低。公司在上半年通过了向东力控股注入资产的预案，进一步做大东力的平台有助于公司未来实现多渠道融资。

图15: 货币资金/(短债+一年内到期长债)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图16: 净负债率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表3: 拟注入东力实业的项目情况

项目名称	项目公司	招商地产权益	建筑面积	未售面积	预收款	利润率 E
佛山鑫城依云水岸	佛山鑫城房地产有限公司	50%	65.6	11.0	21.1	25%
佛山依云上城	佛山信捷房地产有限公司	50%	36.1	14.3	10.8	19%
佛山依云曦城	佛山招商九龙仓房地产有限公司	50%	42.3	35.6	4.2	16%
佛山依云天汇	佛山依云房地产有限公司	50%	30.2	23.0	7.0	17%
广州番禺金山谷	广州招商房地产有限公司	100%	135.6	68.4	6.8	29%
南京紫金山一号	招商局地产(南京)有限公司	100%	21.4	8.1	3.6	18%
南京雍华府	南京招商瑞盛房地产有限公司	100%	18.3	15.5	0.0	2%
重庆长嘉汇	重庆招商置地开发有限公司	50%	188.7	147.5	6.5	15%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

公司近年来加强了组织平台建设与流程再造,产品标准化等方面也加快推进,这些都有助于公司在一个新的规模平台上进一步实现稳健的增长。公司的布局仍然集中于一二线城市,除了持续深耕已有城市外进一步优化全国布局。我们认为公司从长期看会持续稳健增长,外在看具有很强的资源优势,内在看公司进一步疏通管理,效率进一步提升。短期看,公司在销售去化方面会进一步加强,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

下半年地产整体销售不及预期,导致公司存货去化速度下降。

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	103,072	126,143	156,373	194,208
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	108,566	133,009
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	109,197	134,987	168,641	210,719
流动负债	39,681	65,249	84,057	109,717	142,146
短期借款	2,873	2,105	3,664	3,486	3,608
应付及预收	30,019	51,506	71,822	97,306	129,446
其他流动负债	6,790	11,638	8,570	8,925	9,093
非流动负债	15,708	14,509	15,892	16,707	17,601
长期借款	15,621	14,378	15,561	16,121	16,696
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	99,948	126,423	159,747
股本	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
资本公积	8,387	8,387	9,255	10,368	11,716
留存收益	10,226	13,201	16,673	21,123	26,516
归属母公司股东权	20,418	23,394	27,733	33,297	40,037
少数股东权益	3,859	6,046	7,306	8,921	10,934
负债和股东权益	79,666	109,197	134,987	168,641	210,719

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	32,112	40,792	49,995
营业成本	7,194	12,945	17,528	22,528	27,994
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	270
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	7,539	9,641	11,761
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	7,539	9,641	11,761
所得税	1,179	1,922	1,940	2,462	3,007
净利润	3,313	4,278	5,599	7,179	8,754
少数股东损益	721	959	1,260	1,615	2,013
归属母公司净利润	2,592	3,318	4,340	5,563	6,741
EBITDA	4,343	7,114	7,935	9,909	11,933
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	7,941	11,358	12,595
净利润	3,313	4,278	5,599	7,179	8,754
折旧摊销	190	205	91	48	51
营运资金变动	-7,760	-3,046	2,975	5,484	5,855
其它	2,144	3,662	-726	-1,353	-2,066
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	-1,940	-845	-737
银行借款	12,207	10,401	9,161	8,714	9,019
债券融资	-3,852	-8,571	-9,486	-7,978	-8,154
股权融资	63	511	0	0	0
其他	-1,357	-2,226	-1,615	-1,581	-1,603
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%	26.9%	27.0%	22.6%
营业利润增长	34.5%	42.0%	20.9%	27.9%	22.0%
归属母公司净利润增长	28.9%	28.0%	30.8%	28.2%	21.2%
获利能力(%)					
毛利率	52.4%	48.8%	45.4%	44.8%	44.0%
净利率	21.9%	16.9%	17.4%	17.6%	17.5%
ROE	12.7%	14.2%	15.6%	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%	-1.2%	-23.5%	-40.4%
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	0.26
应收账款周转率	155.66	199.46	153.57	129.18	111.08
存货周转率	0.16	0.21	0.21	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	4.62	6.61	7.33
每股净资产	11.89	13.62	16.15	19.39	23.31
估值比率					
P/E	18.7	14.6	11.2	8.7	7.2
P/B	2.4	2.1	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	8.9	8.0	6.0	3.9	2.3

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。