



• 研究报告 •

2013-8-21

公司报告 (点评报告)

评级 **推荐** 维持

招商地产 (000024)

业绩高增长, 成长正当时

分析师: 刘俊

☎ (8621)68751692

✉ heqi@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120002

联系人: 何奇

☎ (8621)68751692

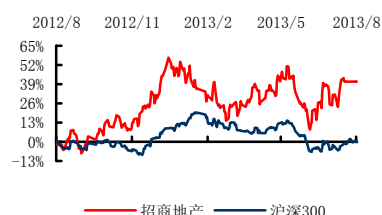
✉ heqi@cjsc.com.cn

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

《厚积薄发, 具备持续高增长潜力》2013/3/19

《资产结构调整, 进入扩张节奏——万科 3 季报点评》2012/10/24

报告要点

■ 事件描述

招商地产披露 2013 年中报显示, 公司实现营收 161.34 亿元, 同比增长 60.05%; 实现归属于上市公司股东净利润 (扣非) 22.18 亿元, 同比增长 81.41%; 基本每股收益为 1.49 元/股, 同比增长 109.86%。

■ 事件评论

- **销售和结算均增长较快。**公司上半年实现销售收入 199.66 亿元, 同比增长 23.77%, 销售增加主要源自上半年公司推盘速度加快。公司 2013 年可售货值在 700 亿元左右, 三季度将进入推盘的高峰期, 预计下半年销售会超过上半年, 全年有望销售 420-450 亿。由于前期销售增长较快, 2013 年上半年公司实现结算收入 145 亿元, 同比增长 66%; 实现净利润 25.51 亿元, 同比增长 108.98%。
- **毛利率微降符合预期。**上半年公司毛利率为 46.12%, 同比下降约 4 个百分点。毛利下降的主要原因在于上半年结算的项目中分布在二三线城市的结算项目占比加大。考虑到地产行业整体毛利率水平也在降低, 公司毛利率下降基本符合市场预期。
- **财务结构稳健。**公司 2013 年报显示的资产负债率为 72.7%, 扣除预收账款的真实负债为 46.44%, 负债水平处于低位。公司报告期内新增长期借款 28.3 亿, 但公司的货币资金/(一年内到期的长期负债+短期借款) 比例为 1.6, 短期偿债压力并不大, 财务结构安全稳健。
- **向二三线城市有序扩张。**公司 2013 年 1-6 月份共拿地 68.12 万平方米, 公司在土地市场相对谨慎。考虑到新增土地分布于镇江、佛山、大连、宁波、苏州、昆明等 6 个城市, 说明公司下一步发展进一步由一线城市向二三线城市、由珠三角向中西部地区扩张。
- **再融资助推高增长。**随着地产再融资曙光的出现, 大股东对公司的支持力度进一步彰显。当前招商地产正在筹划发行股份购买资产事项, 预计新增资产将进一步提高公司的成长性。
- **维持推荐评级。**2013 年半年报显示公司预收账款为 308.63 亿元, 同比增长 42.91%, 业绩锁定性较强。预计公司 2013、2014 年 EPS 分别为 2.63 和 3.36 元/股, 对应 PE 分别为 9.58 和 7.5 倍, 维持推荐评级。

事件描述

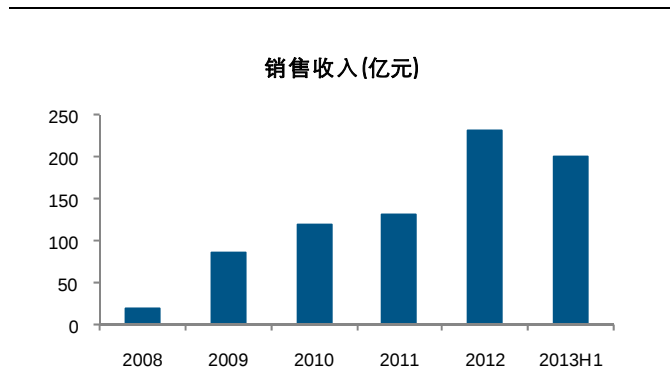
招商地产披露 2013 年中报显示, 公司实现营收 161.34 亿元, 同比增长 60.05%; 实现归属于上市公司股东净利润(扣非) 22.18 亿元, 同比增长 81.41%; 基本每股收益为 1.49 元/股, 同比增长 109.86%。

事件评论

销售收入超过预期。公司上半年实现销售收入 199 亿元, 同比增长 23.77%。销售增加主要源自上半年公司推盘速度明显加快和销售结构的优化。公司 2013 年可售货值在 700 亿元左右, 三季度将进入推盘的高峰期, 预计下半年销售会超过上半年, 全年有望销售 420-450 亿。

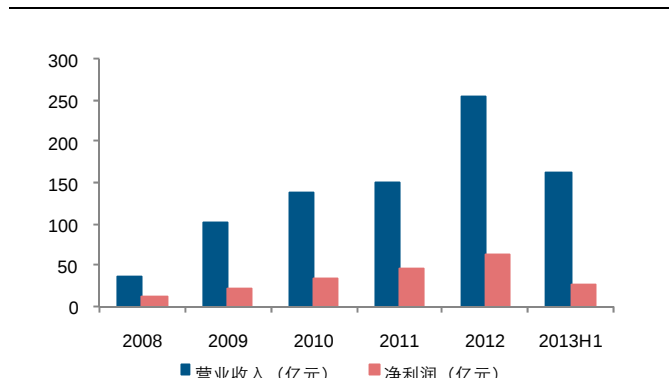
结算收入和利润快速增长。2013 年上半年公司实现结算收入 145 亿元, 同比增长 66%; 实现净利润 25.51 亿元, 同比增长 108.98%。结算收入和净利润均大幅增长, 超过了此前市场预期。

图 1: 销售收入持续快速增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

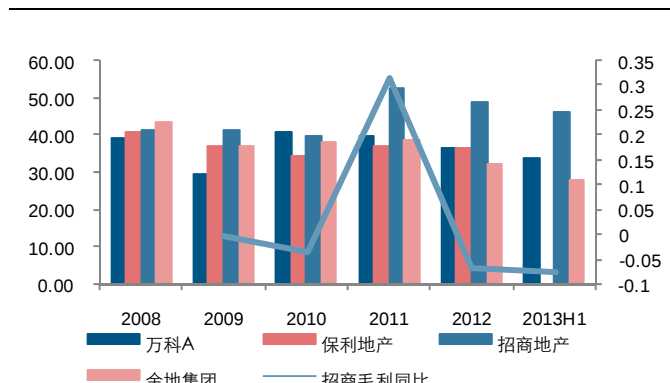
图 2: 结算收入和净利润稳步增加



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

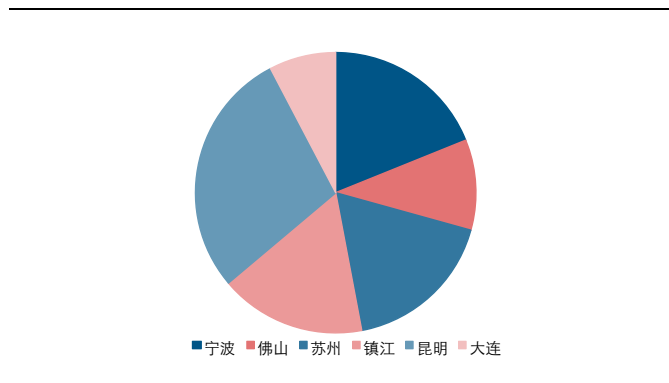
毛利率微降符合预期。上半年公司毛利率为 46.12%, 同比下降约 4 个百分点。毛利下降的主要原因在于上半年结算的项目中分布在二三线城市的结算项目占比加大。考虑到地产行业整体毛利率水平也在降低, 公司毛利率下降基本符合市场预期。

图 3: 地产行业毛利率情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 2013 年 1-6 月拿地情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

向二三线城市有序扩张。公司 2013 年 1-6 月份共拿地 68.12 万平方米, 公司在土地市场的表现略显谨慎。但考虑到新增土地分布于镇江、佛山、大连、宁波、苏州、昆明等 6 个城市, 说明公司下一步发展进一步由一线城市向二三线城市、由珠三角向中西部地

区扩张。其中公司上半年在昆明拿地 19.39 万平面方米，占公司上半年取得土地总面积的近 30%。

财务结构稳健。公司 2013 年报显示的资产负债率为 72.7%；扣除预收账款的真实负债为 46.44%，负债水平处于低位。公司报告期内新增长期借款 28.3 亿，但公司的货币资金/（一年内到期的长期负债+短期借款）比例为 1.6，公司的短期偿债压力有限，整体财务结构安全稳健。

表 1：公司主要财务指标

财务指标	2011H1	2011	2012H1	2012	2013Q1	2013H1
营业收入增长率	15.9	9.64	24.58	67.4	70.38	60.05
净利润增长率	39.84	28.85	-16.89	28.03	88.79	108.98
经常性净利润增长率	39.7	24.31	-16.76	34.42	86.22	81.41
毛利率	47.58	52.39	49.95	48.83	50.55	46.12
ROE	7.8	13.42	5.85	15.15	3.41	13.88
三项费用率	2.86	4.54	5.69	6.18	4.71	3.58
净利率	22.49	21.92	16.95	16.91	20.99	15.81
存货周转率	0.1	0.16	0.1	0.21	0.04	0.14
每股经营性净现金流	-1.76	-1.23	1.41	2.96	0.46	-0.74
预收账款（万元）	1207961	1688230	2183268	2846396	3131285	3120200
速动比率	0.47	0.57	0.66	0.45	0.51	0.56
资产负债率	65.47	69.53	70.46	73.04	73.36	72.7
真实负债率	47.29	48.34	45.82	46.97	46.21	46.44
净负债率	21.59	26.72	26.56	32.38	46.02	45.85

资料来源：公司公告，长江证券研究部

再融资助推高增长。随着地产再融资曙光的出现，大股东对公司的支持力度进一步彰显。当前招商地产正在筹划发行股份购买资产事项，预计新增资产将进一步提高公司的成长性。

维持推荐评级。2013 年半年报显示公司预收账款为 308.63 亿元，同比增长 42.91%，业绩锁定性较强。预计公司 2013、2014 年 EPS 分别为 2.63 和 3.36 元/股，对应 PE 分别为 9.58 和 7.5 倍，维持推荐评级。



财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	25297	32496	41813	53878	货币资金	18239	21420	41154	43662
营业成本	12945	17034	22227	29568	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	12352	15462	19586	24310	应收账款	8346	10705	13775	17750
%营业收入	48.8%	47.6%	46.8%	45.1%	存货	73638	81058	85131	114780
营业税金及附加	4273	5199	6690	8620	预付账款	8	11	15	20
%营业收入	16.9%	16.0%	16.0%	16.0%	其他流动资产	2835	3626	4666	6013
销售费用	729	942	1213	1562	流动资产合计	103072	116829	144751	182237
%营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	439	552	711	916	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	长期股权投资	1083	1083	1083	1083
财务费用	394	311	175	135	投资性房地产	3117	3117	3117	3117
%营业收入	1.6%	1.0%	0.4%	0.3%	固定资产合计	524	1091	1652	2118
资产减值损失	288	7	10	13	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	商誉	160	160	160	160
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	942	2	3	4
营业利润	6234	8449	10788	13064	其他非流动资产	299	299	299	299
%营业收入	24.6%	26.0%	25.8%	24.2%	资产总计	109197	122581	151066	189017
营业外收支	-35	0	0	0	短期贷款	9486	0	0	0
利润总额	6200	8449	10788	13064	应付款项	11845	16163	21219	28609
%营业收入	24.5%	26.0%	25.8%	24.2%	预收账款	28464	36564	47048	60623
所得税费用	1922	2619	3345	4050	应付职工薪酬	334	456	598	807
净利润	4278	5830	7444	9014	应交税费	1952	2463	3161	3991
归属于母公司所有者的净利润	3318.3	4520.2	5771.5	6988.7	其他流动负债	13169	17835	23361	31344
少数股东损益	959	1310	1672	2025	流动负债合计	65249	73481	95388	125374
EPS (元/股)	1.93	2.63	3.36	4.07	长期借款	14378	14378	14378	14378
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	5099	14381	21593	4529	其他非流动负债	131	131	131	131
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	79758	87990	109897	139883
长期股权投资	-317	0	0	0	归属于母公司	23394	27236	32141	38082
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	6046	7355	9028	11052
固定资产投资	-67	-725	-818	-839	股东权益	29439	34591	41169	49134
其他	-260	0	0	0	负债及股东权益	109197	122581	151066	189017
投资活动现金流净额	-645	-725	-818	-839	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	511	0	0	0	EPS	1.932	2.632	3.361	4.070
银行贷款增加 (减少)	1829	-9486	0	0	BVPS	13.62	15.86	18.72	22.18
筹资成本	2226	-989	-1041	-1183	PE	13.05	9.58	7.50	6.19
其他	-4453	0	0	0	PEG	0.46	0.34	0.27	0.22
筹资活动现金流净额	114	-10475	-1041	-1183	PB	1.85	1.59	1.35	1.14
现金净流量	4568	3181	19735	2507	EV/EBITDA	7.16	4.06	1.47	1.03
					ROE	14.2%	16.6%	18.0%	18.4%

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
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@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。