


2014-3-10

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

招商地产 (000024)
无惧寒冬，逆市增长


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

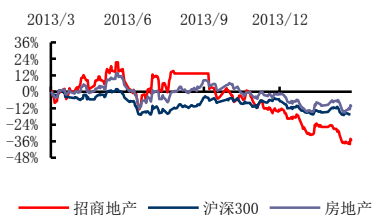
 heqi@cjsc.com.cn

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

《销售靓丽开局》2014/2/10

《业绩稳步增长，未来发展可期》2013/10/24

报告要点
■ 事件描述

招商地产发布2014年2月销售数据，公司实现签约销售面积12.43万平方米，同比增长4.96%；实现签约销售金额17.55亿元，同比增长8.22%。

■ 事件评论

- **销售同比逆市增长：**二月份公司实现签约销售面积12.43万平方米，同比增长4.96%；实现签约销售金额17.55亿元，同比增长8.22%；从销售均价来看，公司二月份的签约销售均价环比1月上升了13.58%，从销售面积和销售金额的同比涨幅判断，销售均价与去年同期相比也有一定程度上升。二月份受春节假期等因素综合影响，全国商品房市场成交冷淡，部分区域市场更是量价齐跌，公司在此背景下销售实现逆市同比增长尤显难能可贵。
- **二月无新增项目：**公司从13年三季度开始明显加大了拿地力度，14年1月单月斥资83亿元增加284万平权益建面储备。由于前期在土地市场的密集动作为公司储备了足够资源，加之假期中土地市场趋冷，公司在二月放缓了拿地节奏，全月并未新增项目。预计随着节后市场转暖，公司的拿地力度将逐渐恢复。
- **港股平台步入正轨：**公司的港股上市平台招商置地(0978.HK)7号发布了成功更名后的第一份年度业绩报告。13年招商置地实现归属净利4.59亿元，同比增长7%，招商置地的的发展已经逐渐步入正轨。去年12月招商置地启动了5亿美元的境外融资计划，预计其未来将能够在境外融资等方面为招商地产提供支持。
- **价值被低估，长期仍看好：**公司当前股价为15.34元/股，年初至今已下跌逾26%；基于12年年报和13年预计业绩的PE已经降至7.94和5.83倍，为07年以来的最低点，明显处于绝对低估的历史低位。与此同时，从13年以来公司在基本面上一直持续向好，海外债发行获批、土地储备持续增加、销售及推盘稳中有进。因此我们认为从长期来看，公司业绩仍会保持稳定的增长态势，估值水平或可得到一定修复。
- 基于公司13年推盘及开工节奏，我们判断公司14年销售额可达530-550亿元，新推货值550亿元左右。预计公司2013-2015年EPS分别为2.63元、3.36元和4.07元，对应PE分别为5.83倍、4.56倍和3.77倍。公司当前股价为15.34元，处于历史底部。继续维持“**推荐**”评级。

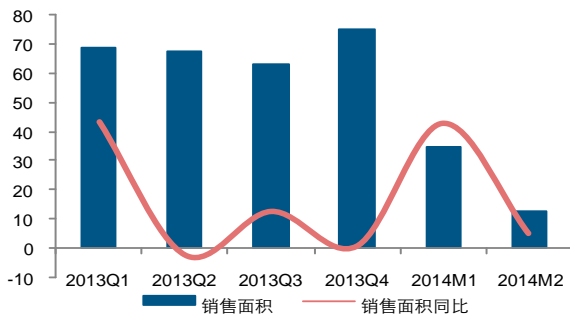
事件描述

招商地产发布 2014 年 2 月销售数据, 公司实现签约销售面积 12.43 万平方米, 同比增长 4.96%; 实现签约销售金额 17.55 亿元, 同比增长 8.22%。

事件评论

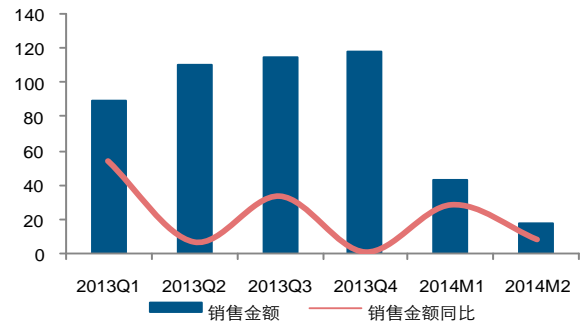
销售同比逆市增长: 二月份公司实现签约销售面积 12.43 万平方米, 同比增长 4.96%; 实现签约销售金额 17.55 亿元, 同比增长 8.22%; 从销售均价来看, 公司二月份的签约销售均价环比 1 月上升了 13.58%, 从销售面积和销售金额的同比涨幅判断, 销售均价与去年同期相比也有所上升。二月份受春节假期等因素影响, 全国商品房市场成交冷淡, 部分区域市场量价齐跌。公司在此背景下销售实现逆市同比增长尤显难能可贵。

图 1: 2013 年至今销售面积走势 (万平, %)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

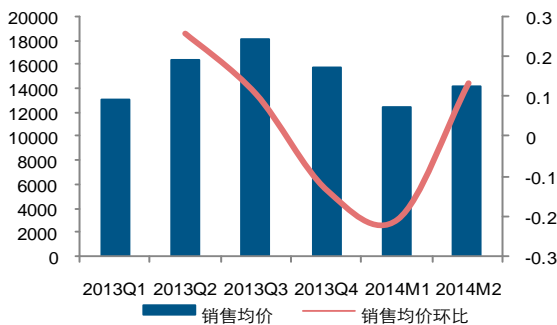
图 2: 2013 年至今销售金额走势 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

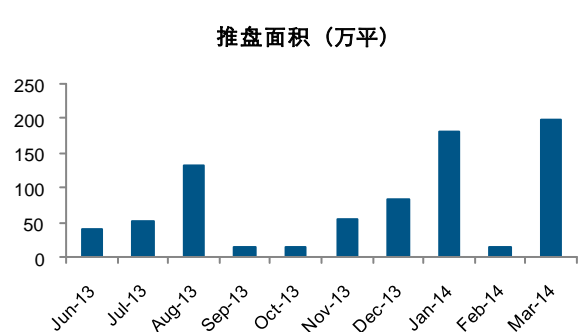
二月无新增项目: 公司从 13 年三季度开始明显加大了拿地力度, 14 年 1 月单月斥资 83 亿元增加 284 万平权益建面储备, 达到历史峰值。由于前期在土地市场的密集动作为公司储备了足够资源, 加之假期中土地市场供应减少, 二月公司放缓了拿地节奏, 全月无新增项目。预计随着节后市场转暖公司的拿地力度将会逐渐恢复。

图 3: 2 月签约销售均价环比上升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 2013 年 6 月以来公司推盘面积



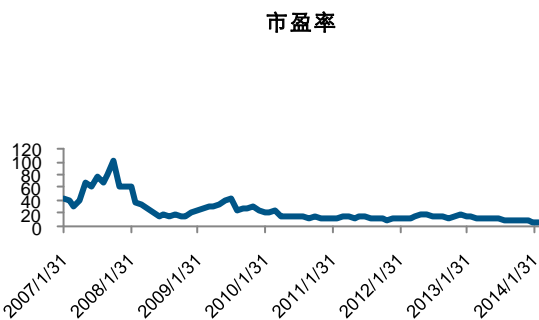
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

港股平台步入正轨: 公司的港股上市平台招商置地 (0978.HK) 7 号发布了成功更名后的第一份年度业绩报告。13 年招商置地实现归属净利 4.59 亿元, 同比增长 7%, 招商

置地的发展已经逐渐步入正轨；去年 12 月招商置地启动了 5 亿美元的境外融资计划，预计其未来将能够在境外融资等方面为招商地产提供支持。

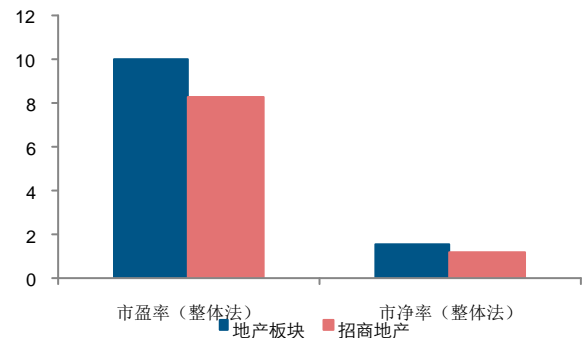
价值被低估，长期仍看好：公司当前股价为 15.34 元/股，年初至今已下跌逾 26%；基于 12 年年报和 13 年预计业绩的 PE 已经降至 7.94 和 5.83 倍，为 07 年以来最低点，公司的价值处在被绝对低估的历史低位。但从 13 年以来公司在基本面上一直持续向好，海外债发行获批、土地储备持续增加、销售及推盘稳中有进；从长期来看，公司业绩仍会保持稳定的增长态势，估值水平或可得到一定修复。

图 53：当前公司估值水平处于历史低位



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：行业横向对比来看，公司价值被低估



资料来源：公司公告，长江证券研究部

基于公司 13 年推盘及开工节奏，我们判断公司 14 年销售额可达 530-550 亿元，新推货值 550 亿元左右。预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 2.63 元、3.36 元和 4.07 元，对应 PE 分别为 5.83 倍、4.56 倍和 3.77 倍。公司当前股价为 15.34 元，处于历史底部。继续维持“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
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	131	131	131	131
					负债合计	79758	87990	109897	139883
					归属于母公司	23394	27236	32141	38082
					少数股东权益	6046	7355	9028	11052
					股东权益	29439	34591	41169	49134
					负债及股东权益	109197	122581	151066	189017
					基本指标				
						2012A	2013E	2014E	2015E
					EPS	1.932	2.632	3.361	4.070
					BVPS	13.62	15.86	18.72	22.18
					PE	7.94	5.83	4.56	3.77
					PEG	0.28	0.21	0.16	0.13
					PB	1.13	0.97	0.82	0.69
					EV/EBITDA	4.68	2.16	-0.04	-0.22
					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
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。