


2014-4-9

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

招商地产 (000024)
三月销售略降，拿地再次加速


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

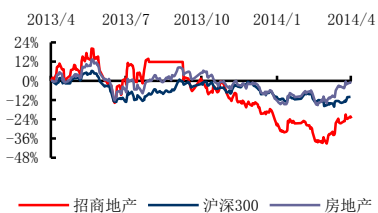
 heqi@cjsc.com.cn

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

《主动去杠杆应对市场风险》2014/3/18

《无惧寒冬逆市增长》2014/3/10

报告要点
■ 事件描述

招商地产发布3月份销售简报：3月实现签约面积21.97万平，同比减少33.04%，实现签约金额35.39亿元，同比减少11.04%；一季度签约总面积69.03万平，同比增长0.23%；签约总额95.99亿元，同比增加7.22%。

■ 事件评论

- **3月销售同比下降。**公司一二月份销售面积增速分别为42.95%、4.96%，销售金额增速分别为28.42和8.22，三月销售面积和金额环比2月有所上升，但是同比去年有较大幅度下降。14年开年以来全国地产市场成交趋冷，一季度万科、保利、金地等龙头企业也未能交出靓眼的销售答卷，公司在一二月份销售靓丽后，3月销售转冷基本符合预期。
- **销售单价继续上升。**13年以来公司销售单价持续下降，从今年2月份开始销售价格逐步回升。虽然3月虽然销售总量表现不佳，但是销售单价环比上涨了14%，有力的支持了销售金额的增长。分城市来看，公司3月份在上海、深圳和天津三地的销售额居前，因此一线城市销售占比提升是公司销售单价回升的主要原因。
- **拿地节奏再次加快。**公司从13年三季度开始明显加大了拿地力度，但受到1月份斥巨资拿地和春节假期的双重影响，公司2月份在土地市场上表现沉默。在3月份如期恢复了拿地力度，全月新增项目5个，增加权益储备建面81.67万平。
- **联手外高桥进入自贸区。**公司8号发布公告，联合外高桥成立项目公司开发上海森兰外高桥D1-4地块、D04-04地块，其中招商享有的权益建面积为17.28万平。自上海自贸区成立以来，外高桥区域内商业配套设施需求爆发式增长，但当地此前的开发定位以仓储物流为主，商业地产供应稀缺。招商联手当地“地主”外高桥对两地块进行商业物业开发，区域布局具有很强的前瞻性。
- **维持“推荐”评级。**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530亿元。预计公司2013-2015年EPS分别为2.63元、3.36元和4.07元，对应当前股价的PE分别为6.53倍、5.4倍和4.49倍，维持“推荐”评级。

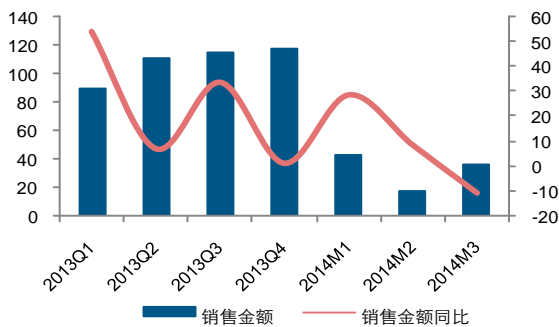
事件描述

招商地产发布 3 月份销售简报：3 月实现签约面积 21.97 万平，同比减少 33.04%，实现签约金额 35.39 亿元，同比减少 11.04%；一季度签约总面积 69.03 万平，同比增长 0.23%；签约总额 95.99 亿元，同比增加 7.22%。

事件评论

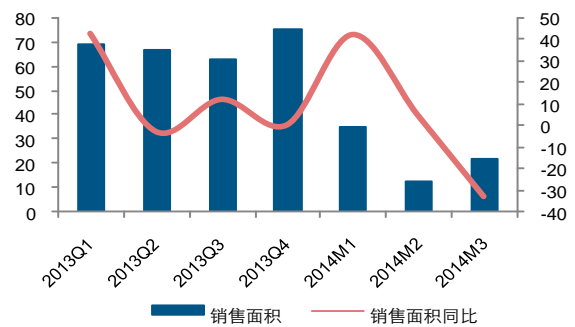
3 月销售同比下降。公司一二月份销售面积增速分别为 42.95%、4.96%，销售金额增速分别为 28.42 和 8.22，三月销售面积和金额环比 2 月有所上升，但是同比去年有较大幅度下降。14 年开年以来全国地产市场成交趋冷，一季度万科、保利、金地等龙头企业也未能交出靓眼的销售答卷，公司在二月份销售靓丽后，3 月销售转冷基本符合市场预期。

图 1：13 年至今销售金额走势



资料来源：Wind, 长江证券研究部

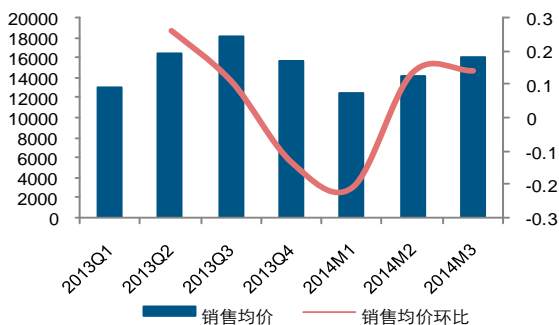
图 2：13 年至今销售面积走势



资料来源：Wind, 长江证券研究部

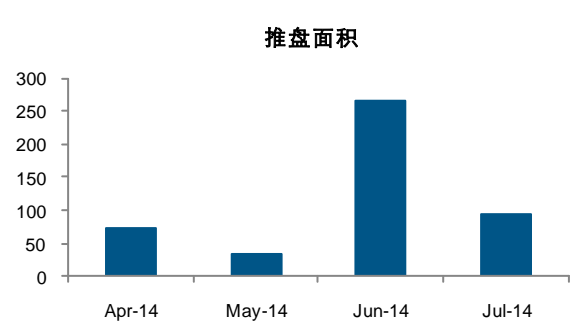
销售单价继续回升。13 年以来公司销售单价持续下降，从今年 2 月份开始销售价格开始回升。3 月虽然销售总量表现不佳，但是销售单价环比上涨了 14%。分城市来看，公司 3 月份在上海、深圳和天津三地销售额居前，一线城市销售占比提升是公司销售单价回升的主要原因。

图 3：13 年至今销售均价走势



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 4：公司推盘节奏



资料来源：Wind, 长江证券研究部

拿地节奏再次加快。公司从 13 年三季度开始明显加大了拿地力度，但受到 1 月份斥巨资拿地和春节假期的双重影响，公司 2 月份在土地市场上表现沉默。在 3 月份公司如期恢复了拿地力度，全月新增项目 5 个，增加权益储备建面 81.67 万平。

表 1:3 月拿地统计表

地块名称	位置	土地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	总价 (亿元)	楼面价 (元/平)
黄杨河滨项目	珠海	7.94	19.85	5.96	3002
G09学十二路项目	南京	3.75	5.63	3.05	5422
G14 经七路项目	南京	11.09	15.97	5.78	3619
依水郡项目	天津	3.76	6.77	0.56	827
大灵湖项	博鳌	145.83	58.33	--	--
总计		41.12	106.55		

资料来源：公司公告，长江证券研究部

联手外高桥进入自贸区。公司 8 号发布公告，联合外高桥成立项目公司开发上海森兰外高桥 D1-4 地块、D04-04 地块，其中招商享有的权益建面为 17.28 万平。自上海自贸区成立以来，外高桥区域内商业配套设施需求爆发式增长，但当地地前开发定位以仓储物流为主，商业地产供应稀缺。招商联手当地“地主”外高桥对两地块进行商业物业开发，前景看好。

维持“推荐”评级。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 亿元。预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 2.63 元、3.36 元和 4.07 元，对应当前股价的 PE 分别为 6.53 倍、5.4 倍和 4.49 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)				
	2013A	2014E	2015E	2015E		2013A	2014E	2015E	2015E
营业收入	32568	41930	52086	63768	货币资金	24240	29351	31252	38261
营业成本	19045	24243	30101	37119	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	13523	17687	21986	26650	应收账款	13761	17726	22019	26957
%营业收入	41.5%	42.2%	42.2%	41.8%	存货	78477	99538	123571	152735
营业税金及附加	4578	5893	7321	8963	预付账款	2816	3571	4434	5480
%营业收入	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	其他流动资产	3554	4607	5723	7007
销售费用	771	1006	1250	1530	流动资产合计	122852	154799	187014	230465
%营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	556	713	885	1084	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	18261	18535	18530	18524
财务费用	614	728	877	1069	投资性房地产	5662	5662	5662	5662
%营业收入	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产合计	490	1146	1791	2323
资产减值损失	-354	0	0	0	无形资产	542	515	490	465
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	160	160	160	160
投资收益	569	274	3	3	递延所得税资产	770	0	0	0
营业利润	7927	9621	11655	14006	其他非流动资产	-14697	-14697	-14697	-14697
%营业收入	24.3%	22.9%	22.4%	22.0%	资产总计	134040	166119	198948	242901
营业外收支	40	20	0	0	短期贷款	10581	15900	18722	27773
利润总额	7967	9641	11655	14006	应付款项	12038	15267	18953	23426
%营业收入	24.5%	23.0%	22.4%	22.0%	预收账款	37518	48303	60003	73460
所得税费用	2459	2975	3597	4322	应付职工薪酬	386	489	608	751
净利润	5508	6666	8058	9683	应交税费	1464	1845	2271	2763
归属于母公司所有者的净利润	4202.2	5084.4	6146.5	7386.2	其他流动负债	12848	16316	20256	25016
少数股东损益	1306	1581	1911	2297	流动负债合计	74835	98119	120813	153190
EPS (元/股)	2.45	2.96	3.58	4.30	长期借款	17052	20052	23052	26052
					应付债券	3303	3303	3303	3303
					递延所得税负债	109	0	0	0
					其他非流动负债	-176	-176	-176	-176
					负债合计	95123	121299	146992	182370
					归属于母公司	26726	31047	36272	42550
					少数股东权益	12192	13773	15684	17981
					股东权益	38917	44820	51956	60531
					负债及股东权益	134040	166119	198948	242901
					基本指标				
					EPS	2.447	2.961	3.579	4.301
					BVPS	15.56	18.08	21.12	24.78
					PE	7.90	6.53	5.40	4.49
					PEG	0.38	0.32	0.26	0.22
					PB	1.24	1.07	0.91	0.78
					EV/EBITDA	4.49	4.09	3.66	3.36
					ROE	15.7%	16.4%	16.9%	17.4%

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 11 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。