

招商地产 (000024)

毛利率下滑拖累业绩

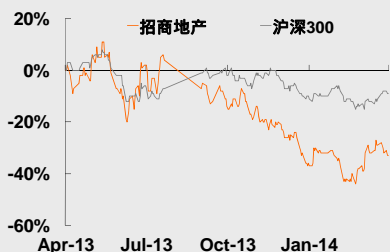
推荐 (维持)

现价：17.86 元

主要数据

行业	平安地产
公司网址	www.cmpd.cn
大股东/持股	富国天博创新主题股票型证券投资基金/40.38%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/51.89%
总股本(百万股)	1,717
流通 A 股(百万股)	684
流通 B/H 股(百万股)	141
总市值 (亿元)	306.71
流通 A 股市值(亿元)	122.21
每股净资产(元)	15.56
资产负债率(%)	71.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

周雅婷 投资咨询资格编号
S1060513070001
0755-22622736
ZHOUYATING113@pingan.com.cn

研究助理

杨侃 一般证券从业资格编号
S1060113070053
0755-22621493
YANGKAN034@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项 招商地产披露 2014 年一季报，实现营业总收入 72.5 亿元，同比增长 18.0%，实现归属上市公司净利润 7.56 亿，同比下降 6.82%，对应 EPS0.44 元，略低于我们预期。

平安观点：

■ 毛利率下滑拖累业绩

报告期内公司净利润同比下降主要因为：1) 受结算结构变化影响，报告期内公司销售毛利率较去年同期下降 13.7 个百分点至 36.9%；2) 人民币贬值导致利息支出和汇兑损失增加，财务费用率上升 2 个百分点至 3%；3) 转销因评估增值的长期股权投资 3873 万元，扣非后净利润同比下降 0.85%。公司近几年规模扩张较快，随着深圳外低毛利率项目结算占比逐步提升，预计全年毛利率较去年将有所下降。

■ 销量表现优于市场，推盘高峰在下半年

一季度公司实现销售额 96.0 亿，销售面积 69.0 万平米，同比分别增长 7.2%和 0.23%，销售额同比增速高于金地 (-10.9%) 和保利 (-8.7%)，也高于全国商品房同比下降 5.2% 的表现。平均销售均价 13906 元/平，较 2013 年同期上涨 7.0%。由于公司推盘高峰集中在下半年，预计二季度销售仍会相对平淡。全年可售货值约 880 亿 (280 亿存货+600 亿新推)，按 60% 左右的去化估计，预计可实现销售额 520 亿，同比增长 20.1%。

■ 拿地同比大幅增长，全国布局进一步合理

公司一季度新增建面 320 万平，同比增长 286%，为 2013 年全年拿地的 48.1%。此外公司近期与外高桥签订合作协议，共同开发自贸区商业办公地块，总建面 28.8 万平。考虑到一季度拿地较多，加上目前地价高企，预计公司近期将适度放缓拿地节奏，全年拿地计划总支出约 250 亿。报告期新进入珠海、常熟、日照三个城市。目前公司累计进入城市达 28 个，已初步完成阶段性的城市布局，预计未来土地布局将以区域深耕为主

■ 财务状况稳健依旧

受拿地支出大幅增加影响，期末经营性净现金流由年初的 4.96 亿下降至 -43.3 亿。在手现金较年初下降 46.4 亿至 196 亿，但仍为一年内到期长短期负债总和 (103.6 亿) 的 1.9 倍，短期偿债压力小。净负债率 27.9%，较年初 (16.7%)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,297	32,568	41,303	54,640	71,895
YoY(%)	67.4	28.7	26.8	32.3	31.6
净利润(百万元)	3,318	4,202	5,216	6,483	7,819
YoY(%)	28.0	26.6	24.1	24.3	20.6
毛利率(%)	48.8	41.5	41.0	41.1	40.9
净利率(%)	13.1	12.9	12.6	11.9	10.9
ROE(%)	14.2	15.7	16.4	17.1	17.3
EPS(摊薄/元)	1.93	2.45	3.04	3.78	4.55
P/E(倍)	9.20	7.30	5.88	4.73	3.92
P/B(倍)	1.30	1.15	0.97	0.81	0.68

上升 11.2 个百分点，剔除预收款后资产负债率为 41.7%，较年初（42.9%）下降 1.2 个百分点。整体来看，公司的资产负债结构稳健依旧。

■ 盈利预测与投资评级

预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 3.04、3.78 元，对应 PE 分别为 5.9 倍和 4.7 倍。公司业绩、销售稳步增长，且当前除深耕地产业务外，积极尝试产业园区、养老地产、港口地产等新业务模式，未来有望成为公司新一片发展蓝海。维持“推荐”评级。

■ 风险提示：销售不及预期风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	122852	141431	163307	206223	
现金	24240	19993	18209	38078	
应收账款	77	167	206	261	
其他应收款	13684	16421	19705	23646	
预付账款	2816	2816	2816	2816	
存货	78477	99212	119549	138601	
其他流动资产	3558	2822	2822	2822	
非流动资产	11188	12206	13143	14098	
长期投资	1653	2149	2364	2600	
固定资产	2038	2717	3412	4080	
无形资产	542	542	542	542	
其他非流动资产	6954	6797	6825	6875	
资产总计	134040	153637	176450	220321	
流动负债	74835	88429	100150	130205	
短期借款	4250	3000	3000	3000	
应付账款	12011	11796	12976	14273	
其他流动负债	58574	73633	84174	112932	
非流动负债	20288	19785	22286	24785	
长期借款	17052	19552	22052	24552	
其他非流动负债	3236	233	234	233	
负债合计	95123	108213	122435	154990	
少数股东权益	12192	13647	16194	20176	
股本	1717	1717	1717	1717	
资本公积	8447	8447	8447	8447	
留存收益	16482	21612	27657	34991	
归属母公司股东权益	26726	31777	37821	45156	
负债和股东权益	134040	153637	176450	220321	

2现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	496	-1721	-666	19581	
净利润	5508	6671	9030	11801	
折旧摊销	142	244	323	406	
财务费用	614	571	536	493	
投资损失	-569	-53	-59	-65	
营运资金变动	-5716	-8837	-10425	7020	
其他经营现金流	516	-317	-70	-75	
投资活动现金流	-747	-1153	-1148	-1233	
资本支出	324	830	949	1019	
长期投资	-34	496	215	236	
其他投资现金流	-457	173	17	22	
筹资活动现金流	6234	-1373	30	1521	
短期借款	2145	-1250	0	0	
长期借款	2674	2500	2500	2500	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	60	0	0	0	
其他筹资现金流	1355	-2623	-2470	-979	
现金净增加额	6017	-4247	-1784	19869	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	32568	41303	54640	71895	
营业成本	19045	24361	32169	42507	
营业税金及附加	4578	5455	7271	9572	
营业费用	771	1033	1311	1797	
管理费用	556	723	929	1258	
财务费用	614	571	536	493	
资产减值损失	-354	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	569	53	59	65	
营业利润	7927	9214	12482	16331	
营业外收入	69	69	69	69	
营业外支出	29	18	10	10	
利润总额	7967	9265	12542	16390	
所得税	2459	2594	3512	4589	
净利润	5508	6671	9030	11801	
少数股东损益	1306	1455	2547	3982	
归属母公司净利润	4202	5216	6483	7819	
EBITDA	8684	10029	13341	17230	
EPS (元)	2.45	3.04	3.78	4.55	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入 (%)	28.7	26.8	32.3	31.6	
营业利润 (%)	27.2	16.2	35.5	30.8	
归属于母公司净利润 (%)	26.6	24.1	24.3	20.6	
获利能力					
毛利率 (%)	41.5	41.0	41.1	40.9	
净利率 (%)	13.1	12.9	12.0	12.9	
ROE (%)	15.7	16.4	17.1	17.3	
ROIC (%)	15.6	14.9	16.1	23.3	
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.0	70.4	69.4	70.3	
净负债比率 (%)	8.7	22.1	23.8	-6.9	
流动比率	1.64	1.60	1.63	1.58	
速动比率	0.59	0.48	0.44	0.52	
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.29	0.33	0.36	
应收账款周转率	243	282	244	256	
应付账款周转率	1.60	2.05	2.60	3.12	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.45	3.04	3.78	4.55	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-1.00	-0.39	11.40	
每股净资产(最新摊薄)	15.56	18.50	22.02	26.29	
估值比率					
P/E	7.30	5.88	4.73	3.92	
P/B	1.15	0.97	0.81	0.68	
EV/EBITDA	5	4	3	2	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82026711	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200041 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031