

证券研究报告·上市公司动态

房地产

加快扩张步伐

招商地产公布 14 年一季报，公司实现营业收入 72.51 亿元，同比增长 18%；归属于母公司的净利润 7.55 亿元，同比下降 6.8%；EPS0.44 元。

毛利下行，将进入五百亿俱乐部：一季度毛利继续下行，说明价格、结构调整影响仍在继续。然而正如我们在年报中所分析，由于 13 年销售均价出现显著回升且大幅高于结算均价，全年毛利水平预计小幅修复。销售方面，一季度销售额达 96 亿，同比增长 7%，销售面积 69 万方，同比基本持平。由于一季度市场整体较为低迷，从招保万金四大企业销售状况即可见一斑，横向比较招地销售态势仍然相对积极。公司对规模与周转的重视与日俱增，预计销售会在货值结构改善的前提下进一步提升。

进一步大举拿地彰显扩张决心，均衡布局：连续两年积极扩储之后，公司扩张战略进一步加速推进，一季度拿地同比增速逾 400%，已达去年拿地规模的 64%，招拍挂途径拿地金额即已超越同期销售额，进一步印证公司对于扩大规模、5 年完成千亿销售、百亿利润目标的追求。新增项目中还包括与外高桥合作所获上海项目，实现在自贸区的布局，此外还有琼海的博鳌大灵湖项目，充实旅游地产产品线。整体而言一、三线城市布局有所提升，均衡布局。多渠道取地战略下，土地楼面价进一步下行。

杠杆有所加大，空间依旧充裕：杠杆率的提升与扩张战略并行，但即便如此大举扩张的前提下，净负债率仍然控制在 30% 以内，属于行业低位水平，短期债务压力仍然在 50% 左右——公司的财务稳健度可见一斑，这也是公司扩张的基础。双平台运作一方面利于公司盘活商业地产，另一方面可有效降低融资成本，利于杠杆空间的进一步开拓，为增长蓄势。

盈利预测与投资评级：公司综合能力进一步提升，再融资进程下，资源的整合将为公司带来新的发展契机。充裕的杠杆空间与优越的管控效率说明公司具备进一步成长的能力，完善的产品线、智慧社区建设在成本与附加值上奠定优势，大股东与港股平台支持下的融资优势利于公司在 14 年愈演愈烈的分化行情下脱颖而出，如若能够提升区域深耕能力将会迎来快速发展的契机。预计 14-15 年 EPS 分别为 3.21、3.98 元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入(百万)	32,568	39,576	49,413	61,452
净利润(百万)	4,202.2	5,520.6	6,836.3	8,704.2
净利润增长率	26.6%	31.4%	23.8%	27.3%
EPS	2.45	3.21	3.98	5.07
P/E	7.3	5.6	4.5	3.5

请参阅最后一页的重要声明

招商地产 (000024)

维持

买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号：S1440512030001

刘璐

liulu@csc.com.cn

021-68821611

执业证书编号：S1440513090012

发布日期：2014 年 4 月 18 日

当前股价：17.86 元

目标价格 6 个月：26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.07/2.36	4.57/0.85	-34.37/-30.00

12 月最高/最低价 (元) 30.8/15.23

总股本 (万股) 171730.05

流通 A 股 (万股) 68416.18

总市值 (亿元) 306.71

流通市值 (亿元) 122.19

近 3 月日均成交量 (万) 2035.88

主要股东

招商局蛇口工业区有限公司 40.38%

股价表现



相关研究报告

14.03.18 跨越新篇章

13.10.24 销售业绩双丰收

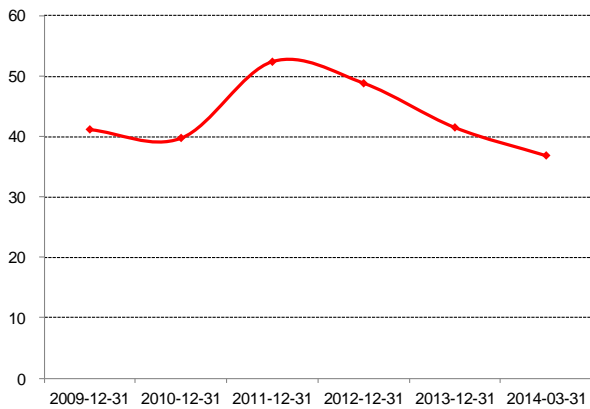
 13.09.23 适度存贷，迎来销售高峰
[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)



第一，毛利下行，将进入五百亿俱乐部

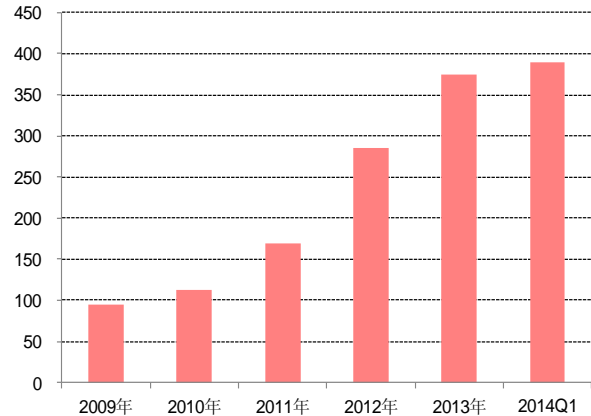
一季度毛利继续下行，说明价格、结构调整影响仍在继续。然而正如我们在年报中所分析，由于13年销售均价出现显著回升且大幅高于结算均价，全年毛利水平预计小幅修复。销售方面，一季度销售额达96亿，同比增长7%，销售面积69万方，同比基本持平。由于一季度市场整体较为低迷，从招保万金四大企业销售状况即可见一斑，横向比较招地销售态势仍然相对积极。公司对规模与周转的重视与日俱增，预计销售会在货值结构改善的前提下进一步提升。

图：毛利率



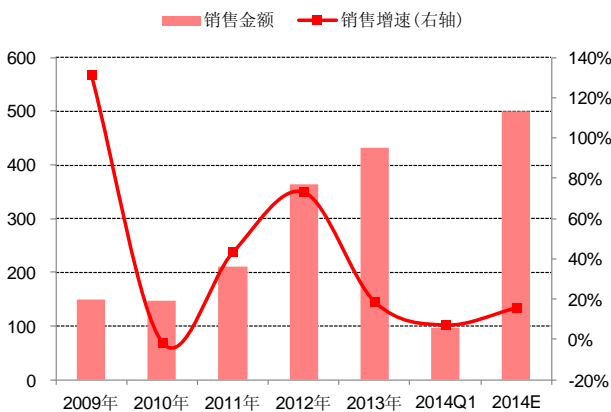
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：预收账款



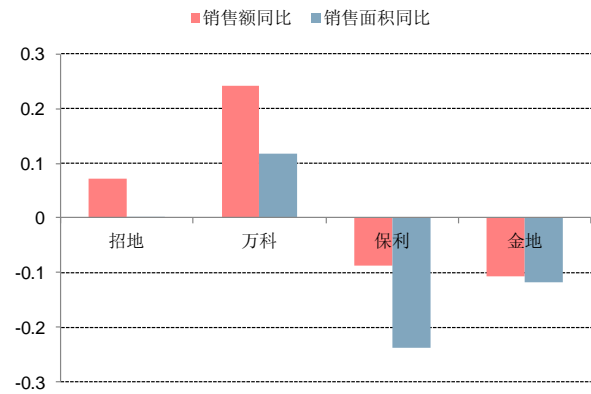
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：销售金额与增速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：招保万金销售增速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

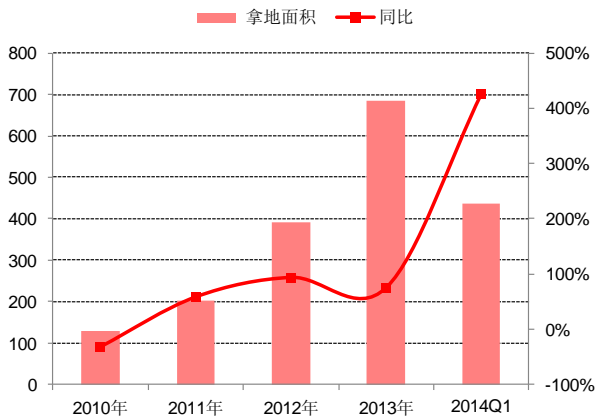
第二，进一步大举拿地彰显扩张决心，均衡布局

连续两年积极扩储之后，公司扩张战略进一步加速推进，一季度即拿地437万方，同比增速逾400%，已达去年全年拿地规模的64%，招拍挂途径拿地金额即已超越同期销售额，进一步印证公司对于扩大规模、5年完成千亿销售、百亿利润目标的追求。新增项目中还包括通过与外高桥合作方式所获上海项目，实现在自贸区的



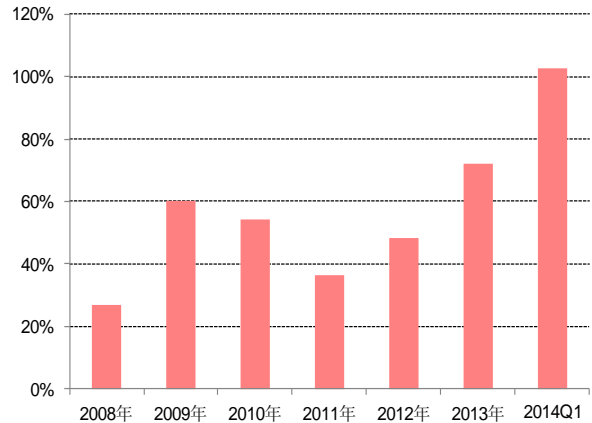
布局，此外还有琼海的博鳌大灵湖项目，充实旅游地产产品线。整体而言一、三线城市布局有所提升，均衡布局。多渠道取地战略下，土地楼面价进一步下行。

图：拿地面积与同比



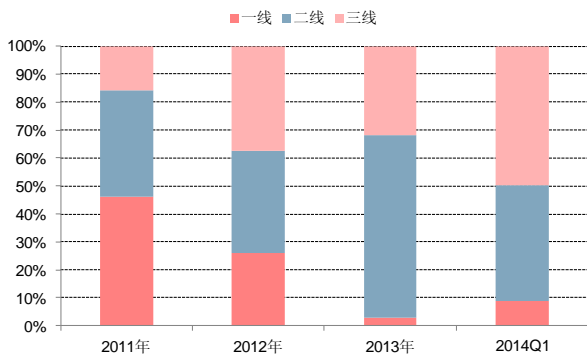
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：拿地金额/销售额



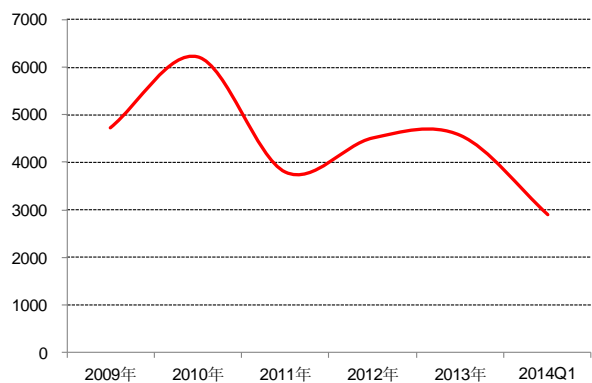
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：新增土储结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：拿地平均楼面价



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

表：公司近期拿地情况

时间	地块	区域	总地面积	建筑面积	总地价	楼面价	权益	公司支付款
2014年1月	常熟市虞山尚湖项目	常熟	9.34	11.21	7.00	6250	100%	7.00
	烟台市牟平项目	烟台	51.09	72.55	7.76	1069	100%	7.76
	哈尔滨群力项目	哈尔滨	38.03	117.88	24.07	2042	85%	20.46
	广州番禺万博项目	广州	1.78	10.13	14.60	14407	87%	12.69
	武汉市硚口区项目	武汉	9.8	34.01	14.38	4228	100%	14.38
2014年3月	珠海市黄杨河滨项目	珠海	7.94	19.86	5.96	3000	100%	5.96
	南京市G09学十二路项目	南京	3.75	5.63	3.05	5417	87%	2.65



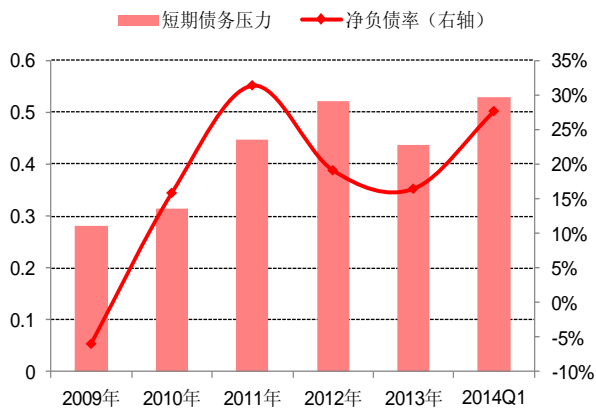
南京市 G14 经七路项目	南京	11.09	15.97	5.78	3620	87%	5.03
天津依水郡项目(依云郡二期)	静海	3.76	6.78	0.56	833	77%	0.43
博鳌大灵湖项目	琼海	145.83	58.33	-	-	60%	-
外高桥 D1-4 与 D04-04 地块	上海市	8.9	28.8			60%	-

资料来源：公司公告，中信建投研发部

第三，杠杆有所加大，空间依旧充裕

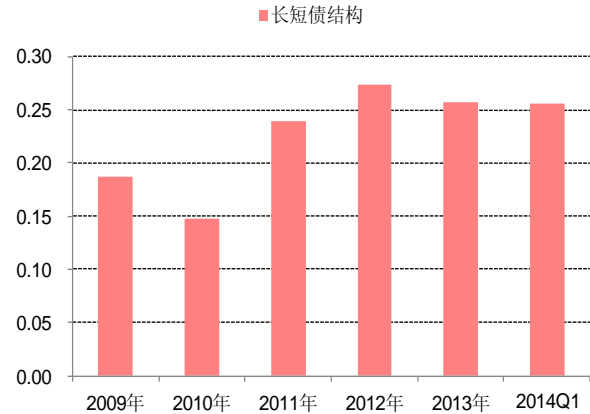
杠杆率的提升与扩张战略并行，但即便如此大举扩张的前提下，净负债率仍然控制在 30% 以内，属于行业低位水平，短期债务压力仍然在 50% 左右——公司的财务稳健度可见一斑，这也是公司扩张的基础。双平台运作一方面利于公司盘活商业地产，另一方面可有效降低融资成本，利于杠杆空间的进一步开拓，为增长蓄势。

图：负债率



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：短债占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

第四，投资评级与盈利预测

公司综合能力进一步提升，再融资进程下，资源的整合将为公司带来新的发展契机。从货值储备以及结构来看，14 年完成 500 亿目标游刃有余。充裕的杠杆空间与优越的管控效率说明公司具备进一步成长的能力，完善的产品线、智慧社区建设在成本与附加值上奠定优势，大股东与港股平台支持下的融资优势利于公司在 14 年愈演愈烈的分化行情下脱颖而出，如若能够提升区域深耕能力将会迎来快速发展的契机。我们预计公司 14-15 年 EPS 分别为 3.21、3.98 元，维持“买入”评级。



财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	32,568	39,576	49,413	61,452	货币资金	24,240	27,500	34,100	41,250
减:					预付账款	2,816	3,800	4,600	5,500
营业成本	19,045	22,840	28,195	34,378	存货	78,477	107,560	145,095	191,302
毛利率	41.5%	42.3%	42.9%	44.1%	其他流动资产	17,242	18,810	18,810	18,810
营业税金及附加	4,578	4,719	6,110	7,844	流动资产	122,852	157,842	202,901	257,307
营业费用	771	983	1,213	1,461	投资性房地产	5,662	8,162	11,262	15,012
营业费用率	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	递延所得税资产	770	782	797	788
管理费用	556	679	837	1,007	非流动资产	11,188	15,167	20,083	26,064
管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	资产总计	134,040	173,009	222,985	283,372
财务费用	614	745	1,167	1,638	短期借款	4,250	15,593	26,046	36,116
财务费用率	1.9%	1.9%	2.4%	2.7%	应付账款	12,011	13,846	16,330	19,418
资产减值损失	-354	5	0	0	预收款项	37,518	49,318	63,318	78,318
营业利润	7,927	9,607	11,895	15,126	应交税费	1,464	2,599	4,285	6,949
营业利润率	24.3%	24.3%	24.1%	24.6%	其他流动负债	19,592	23,773	25,665	30,208
营业外收入	69	0	0	0	流动负债	74,835	105,128	135,644	171,009
营业外支出	29	0	0	0	长期负债	17,052	21,348	31,667	45,066
利润总额	7,967	9,607	11,895	15,126	递延所得税负债	109	321	585	903
所得税费用	2,459	2,437	3,017	3,822	非流动性负债	20,288	21,794	32,376	46,094
所得税率	30.9%	25.4%	25.4%	25.3%	负债合计	95,123	126,922	168,020	217,102
净利润	5,508	7,170	8,878	11,304	股本	1,717	1,717	1,717	1,717
少数股东损益	1,306	1,649	2,042	2,600	少数股东权益	12,192	13,841	15,883	18,483
母公司股东的净利润	4,202	5,521	6,836	8,704	股东权益合计	38,917	46,087	54,965	66,269
					负债及权益总计	134,040	173,009	222,985	283,372
现金流量表					主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E	增长率(%)				
销售商品、提供劳务收入	42,525	51,276	63,289	76,302	营业收入	28.7%	21.5%	24.9%	24.4%
减:购买商品、接受劳务支出	31,780	51,883	64,719	78,593	营业利润	27.2%	21.2%	23.8%	27.2%
职工支出	1,462	1,700	2,108	2,550	净利润	26.6%	31.4%	23.8%	27.3%
税费支出	7,794	5,783	7,132	8,592	利润率(%)				
经营现金流	496	-8,089	-10,670	-13,434	毛利率	41.5%	42.3%	42.9%	44.1%
取得借款	19,700	27,397	45,765	63,459	EBIT Margin	24.5%	26.5%	26.7%	27.6%
发行债券	0	0	0	0	EBITDA Margin	23.7%	26.2%	26.4%	27.3%
偿还债务	12,915	10,581	23,101	35,446	回报率(%)				
融资现金流	6,234	14,504	19,216	22,996	ROE	20.6%	22.2%	22.7%	23.7%
现金及现金等价物净增加额	6,017	3,260	6,600	7,150	ROA	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%



分析师介绍

苏雪晶：毕业于天津财经大学，从事房地产研究 6 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名。

刘璐：毕业于复旦大学，从事房地产研究 2 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

张东弢 021-68821609 zhangdongtao@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

机构销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622