

招商地产 (000024.SZ)

销售同步市场，加强二线布局

核心观点:

● 销售降幅收窄，均价出现下滑

公司 4 月份实现签约面积 14.89 万方，同比减少 26.31%；签约销售金额 21.56 亿元，同比减少 7.72%。4 月份销售均价 14480 元/平，环比下降 10.11%，与 13 年同期相比同比上升 25.23%。至 14 年 4 月，公司本年累计实现签约面积 83.92 万方，同比减少 6.39%；签约销售金额 117.55 亿元，同比增长 0.60%。累计均销售均价 14007 元，与 13 年同期相比上升 10.54%。本月招商的销售金额同比下降，降幅低于金地，但相较万科正的增速仍有差距，这与整体市场本月延续 3 月份的下滑趋势是相符的。

● 土地投资稳步推进

土地投资方面，公司 4 月份新增 2 个项目储备，总地面积 712.83 万方，权益建筑面积 45.55 万方，总地价为 16.29 亿元。从区域来看，西安是本月新进入的市场，而南京的地块是公司本年以来的第 3 块，整体来看公司无论是新进入还是深耕市场都仍指向二线城市。从与龙头企业的对比来看，万科和金地 4 月份拿地的规模与第一季度平均水平相比，均出现了下降，这与招商的下滑趋势是一致的，事实上目前土地市场整体成交也呈现收缩趋势。但与 13 年月均水平相比，招商仍保持在一个比较稳定的水平上。

● 预计公司 14、15 年 EPS 分别 3.03、3.74 元，维持“买入”评级

3 月份销售情况出现一定的下滑，而销售均价继续回升至 13 年的平均水平。项目拓展公司一季度拿地力度较大，明显高于其他龙头房企。经过管理层变动过渡期后，公司的经营管理风格将会有一定变化，在应对市场变化时显得更加积极与主动。

● 风险提示

房地产市场波动影响公司销售。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,297	32,568	40,378	49,857	61,350
增长率(%)	67.40%	28.74%	23.98%	23.48%	23.05%
EBITDA(百万元)	7114.3	7950.9	10150.0	12465.2	15985.7
净利润(百万元)	3318.3	4202.2	5201.4	6422.5	7900.8
增长率(%)	28.03%	26.64%	23.78%	23.48%	23.02%
EPS(元/股)	1.93	2.45	3.03	3.74	4.60
市盈率(P/E)	8.17	6.45	5.21	4.22	3.43
市净率(P/B)	1.16	1.01	0.85	0.71	0.59
EV/EBITDA	5.14	7.26	3.55	1.88	1.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

16.01 元

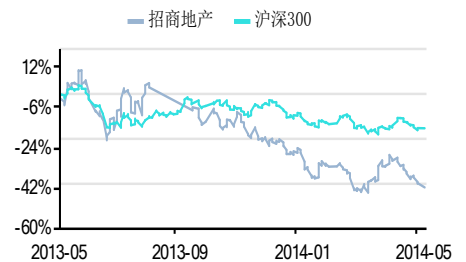
前次评级

买入

报告日期

2014-05-08

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

相关研究:

加速资源储备速度 2014-04-14

“同行”风雨时，“共赢”彩云间 2014-03-18

销售稳定，价格小幅回升 2014-03-12

联系人: 郭镇 021-6075-0637

guoz@gf.com.cn

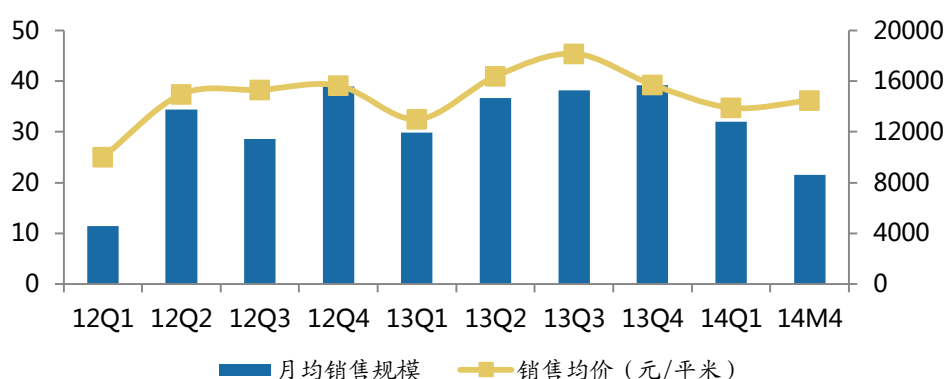
金山 021-6075-0652

jinsan@gf.com.cn

销售降幅收窄，均价出现下滑

公司4月份实现签约面积14.89万方，同比减少26.31%；签约销售金额21.56亿元，同比减少7.72%。4月份销售均价14480元/平，环比下降10.11%，与13年同期相比同比上升25.23%。至14年4月，公司本年累计实现签约面积83.92万方，同比减少6.39%；签约销售金额117.55亿元，同比增长0.60%。累计均销售均价14007元，与13年同期相比上升10.54%。

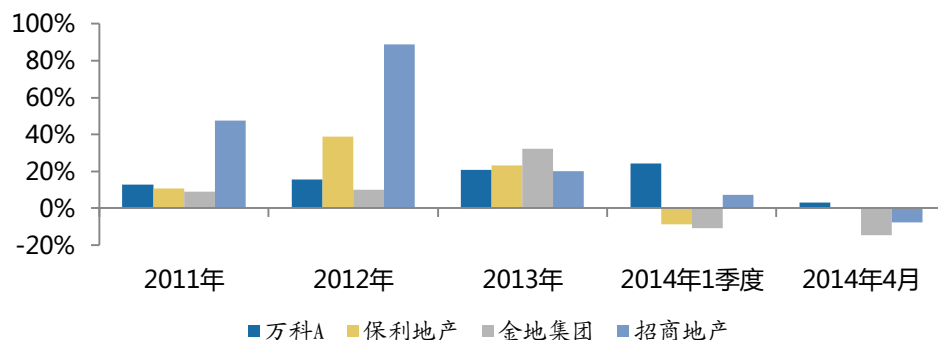
图1：招商地产月均销售规模（亿元）与价格变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

以万科和金地4月份的销售数据作比较，本月招商的销售金额同比下降，降幅低于金地，但相较万科正的增速仍有差距。从本年前4月份来看，万科13年部分销售推至今年初确认的影响基本上已在一、二月份释放，而同时招商的表现也较好，在保利和金地销售连续下滑之时仍保持正增速；至3月，四家公司增速均为负值，反映年后开发商加推去化不利的整体市场情况；而4月除万科微幅上升外，招商也未能延续一季度的平均正增速，这与市场延续3月份的下滑是相符的。

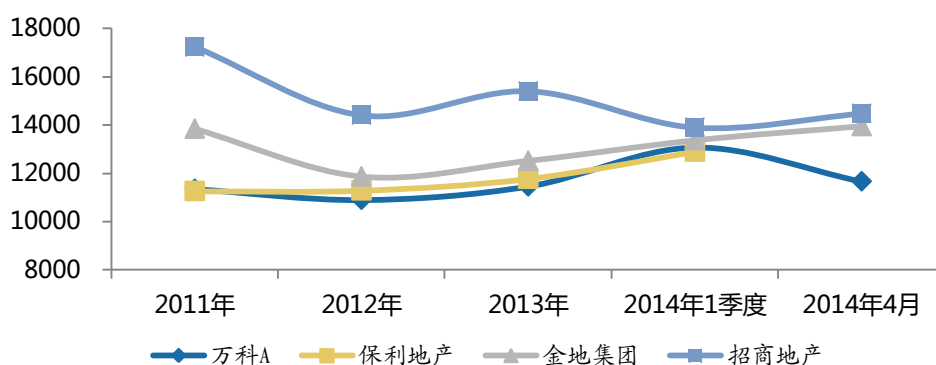
图2：万科、保利、金地和招商近三年销售金额同比增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从销售均价来看，公司4月份的价格环比下滑至接近2月均价的水平，与第一季度的均价相比仍保持上升趋势，但低于13年的均价。从龙头企业的对比来看，除未出数据的保利外，招商的均价高于金地和万科，仍处于较高水平。事实上从第一季度的均价来看，四家公司比较接近，至4月由于均价向下回归至13年平均水平，招商和金地的均价择则相对较高。

图3：万科、保利、金地和招商近三年销售均价

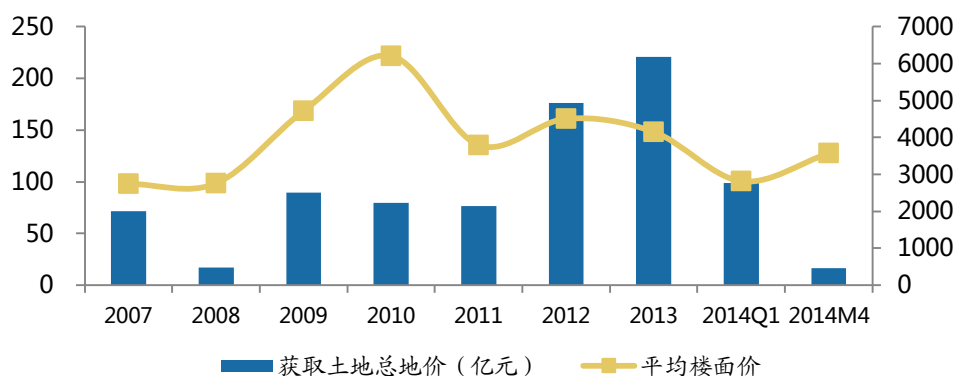


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

土地投资稳步推进

土地投资方面，公司4月份新增2个项目储备，总地面积712.83万方，权益建筑面积45.55万方，总地价为16.29亿元。从区域来看，西安是本月新进入的市场，而南京的地块是公司本年以来的第3块，整体来看公司无论是新进入还是深耕市场都仍指向二线城市。本年以来，公司新进入日照、常熟、珠海和西安四个城市。

图4：招商地产土地投资金额及平均楼面价（14年3月不含博鳌大灵湖项目）

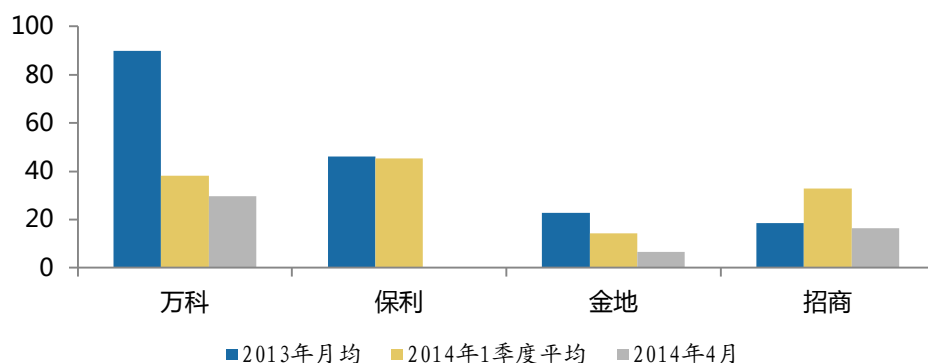


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从与龙头企业的对比来看，万科和金地4月份拿地的规模与第一季度平均水平相

比，均出现了下降，这与招商的下滑趋势是一致的，事实上目前土地市场整体成交也呈现收缩趋势。万科与金地本月拿地相比13年月均有超过一半的缩水，相比之下招商仅略低于13年月均水平，仍保持在一个比较稳定的水平上。

图5: 万保招金月均拿地金额（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1: 招商地产 14 年新增项目明细

项目	规划用途	区域	总地面积 (万方)	建筑面积 (万方)	总地价 (亿元)	楼面价	权益	可比均价
14 年 4 月								
西安市曲江新区项目	商住	山西西安	7.03	21.10	4.40	2085	100%	18000
南京市 G16 经五路项目	商住	江苏南京	5.79	24.45	11.89	4862	100%	15000
3 月合计			12.83	45.55	16.29	3576	100%	
14 年 3 月								
珠海市黄杨河滨项目	商住	广东珠海	7.94	19.86	5.96	3000	100%	7000
南京市 G09 学十二路项目	住宅	江苏南京	3.75	5.63	3.05	5417	87%	11000
南京市 G14 经七路项目	住宅	江苏南京	11.09	15.97	5.78	3620	87%	7500
天津依水郡项目(依云郡二期)	住宅	天津静海	3.76	6.78	0.56	833	77%	7300
博鳌大灵湖项目	商住	海南琼海	145.83	58.33	-	-	60%	-
外高桥 D1-4 与 D04-04 地块	商业办公	上海市	8.9	28.8	-	-	60%	-
3 月合计			181.27	135.37	15.35	3182	71%	
14 年 2 月								
14 年 1 月								
广州番禺万博项目	商业	广州市番禺区	1.78	10.13	14.60	14407	87%	28000
武汉市硚口区项目	商住	湖北武汉	9.80	34.01	14.38	4228	100%	9000
哈尔滨群力项目	商住	黑龙江哈尔滨	38.03	117.88	24.07	2042	85%	6500
烟台市牟平项目	商住	山东烟台	51.09	72.55	7.76	1069	100%	5200
日照市尚城花园项目	住宅	山东日照	33.76	55.70	15.41	2767	100%	7500
常熟市虞山尚湖项目	住宅	江苏常熟	9.34	11.21	7.00	6250	100%	14000
1 月合计			143.80	301.48	83.22	2760	94%	
1 季度合计			325.07	436.85	98.57	2819		

本年累计			337.90	482.40	114.86	2906		
------	--	--	--------	--------	--------	------	--	--

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

获得具体项目分析

西安市曲江新区项目位于西安市曲江新区金羊路以南、新开门南路以东、创意大道以北、西康高速西辅道以西，总地面积7.03万方，建筑面积21.1万方，土地用途为住宅、商服用地，楼面价2085元/平。该地块位于曲江新区，毗邻曲江池，人居环境优美，位于曲江立交西侧，交通方便；附近有曲江池小学和西安交通大学、西安理工大学两个校区，人文气息浓郁。总体而言，该地块拥有较好的区位优势，环境、交通、教育各方面都较为方便。

周边可比楼盘三处，万科金域曲江，售价20000元/平；曲江诸子阶，售价9000元/平；荣禾曲江东岸，18000元/平。该区域住宅平均售价7778元/平方米，距离招商项目距离最近的为万科和荣禾的项目，这两个项目数据精装高端楼盘，且周边学区资源非常丰富。

图6：西安曲江新区项目区位图



数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

南京市G16经五路项目位于南京市栖霞区迈皋桥街道经五路二期西侧，总地面积为5.79万方，建面24.45万方，土地用途为住宅、商业混合用地，楼面价4862元/平。该地块位于迈皋桥区域偏西北部，临近燕子矶新城指挥部，靠近幕燕滨江一带。地块距离地铁一号线底站迈皋桥较近，同时位于规划中的地铁6号线和7号线交叉口，交通较为便利，区位优势明显。

周边可比楼盘三处，林景御园位于规划地铁6号线和7号线交叉口，距离该项目较近，售价17000元/平；其他两处均位于规划地铁7号线周边，分别为晓庄国际广场，售价15000元/平，苏宁名都汇，售价13800元/平。



A map of the Nanjing G16 Jingwu Road Project area. The map shows the project location (南京市G16经五路项目) in a red box. Surrounding areas include Xiaozhuang International Plaza (晓庄国际广场), Suning Nanyanghui (苏宁名都汇), and Linjing Manor (林景御园). The map also shows the planned Metro Line 7 (规划地铁7号线) and the Jingwu Road (经五路). Other landmarks include the Nanjing Huahua Base Research Institute (南京火花基研究所), Jinshui Market (金源百货市场), and various villages like Lianzhu Village (联珠村), Guayuan Village (瓜园村), and Xingwei Village (兴卫村).

盈利预测与投资评级

公司受市场整体环境的影响，3月份销售情况出现一定的下滑，但表现依然优于市场整体情况；销售均价继续回升至13年的平均水平。项目拓展方面公司一季度拿地力度较大，明显高于其他龙头房企，但权益占比有所降低。经过管理层变动过渡期后，我们认为公司的经营管理风格将会有一定转变，在应对市场变化时的反应速度将会进一步提升。预计公司14、15年EPS分别为3.03、3.74元，维持“买入”评级。

风险提示

房地产市场波动影响公司销售。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	103,072	122,852	140,092	167,112	197,298
货币资金	18,239	24,240	25,500	33,630	43,310
应收及预付	8,360	16,581	19,237	21,480	23,999
存货	73,638	78,477	91,801	108,448	126,435
其他流动资产	2,835	3,554	3,554	3,554	3,554
非流动资产	6,125	11,188	14,514	18,330	22,765
长期股权投资	1,083	1,653	1,943	2,282	2,682
固定资产	435	2,038	2,140	2,269	2,405
在建工程	88	105	522	924	1,313
无形资产	409	960	960	960	960
其他长期资产	4,109	6,432	8,949	11,895	15,406
资产总计	109,197	134,040	154,606	185,442	220,063
流动负债	65,249	74,835	91,080	110,418	131,760
短期借款	2,105	4,250	3,528	5,079	5,062
应付及预收	51,506	60,693	78,877	96,609	117,234
其他流动负债	11,638	9,891	8,676	8,729	9,464
非流动负债	14,509	20,288	17,673	20,375	22,366
长期借款	14,378	17,052	17,228	19,678	21,368
应付债券	0	3,003	0	0	0
其他非流动负债	131	233	446	696	998
负债合计	79,758	95,123	108,754	130,792	154,126
股本	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
资本公积	8,387	8,447	9,487	10,772	12,352
留存收益	13,201	16,482	20,643	25,781	32,102
归属母公司股东权益	23,394	26,726	31,927	38,349	46,250
少数股东权益	6,046	12,192	13,925	16,301	19,687
负债和股东权益	109,197	134,040	154,606	185,442	220,063

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	25,297	32,568	40,378	49,857	61,350
营业成本	12,945	19,045	23,661	28,524	34,014
营业税金及附加	4,273	4,578	5,227	6,712	8,764
销售费用	729	771	976	1,379	1,667
管理费用	439	556	792	1,140	1,401
财务费用	394	614	480	441	539
资产减值损失	288	-354	8	6	7
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	6	569	165	194	228
营业利润	6,234	7,927	9,399	11,850	15,187
营业外收入	25	69	0	0	0
营业外支出	60	29	0	0	0
利润总额	6,200	7,967	9,399	11,850	15,187
所得税	1,922	2,459	2,464	3,052	3,900
净利润	4,278	5,508	6,935	8,798	11,287
少数股东损益	959	1,306	1,734	2,375	3,386
归属母公司净利润	3,318	4,202	5,201	6,423	7,901
EBITDA	7,114	7,951	10,150	12,465	15,986
EPS (元)	1.93	2.45	3.03	3.74	4.60

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	5,099	496	7,503	7,019	10,551
净利润	4,278	5,508	6,935	8,798	11,287
折旧摊销	205	332	428	363	481
营运资金变动	-3,046	-3,703	2,203	-1,157	119
其它	3,662	-1,641	-2,063	-985	-1,336
投资活动现金流	-645	-747	-2,681	-1,087	-1,234
资本支出	-68	-324	-2,537	-916	-1,030
投资变动	-251	293	-144	-172	-204
其他	-326	-716	0	0	0
筹资活动现金流	114	6,234	-3,562	2,198	363
银行借款	10,401	19,700	8,819	12,698	12,655
债券融资	-8,571	-12,915	-10,581	-8,643	-10,248
股权融资	511	1,611	0	0	0
其他	-2,226	-2,162	-1,800	-1,857	-2,044
现金净增加额	4,559	6,017	1,260	8,130	9,680
期初现金余额	13,660	18,219	24,236	25,495	33,625
期末现金余额	18,219	24,236	25,495	33,625	43,305

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	67.4%	28.7%	24.0%	23.5%	23.1%
营业利润增长	42.0%	27.2%	18.6%	26.1%	28.2%
归属母公司净利润增长	28.0%	26.6%	23.8%	23.5%	23.0%
获利能力(%)					
毛利率	48.8%	41.5%	41.4%	42.8%	44.6%
净利率	16.9%	16.9%	17.2%	17.6%	18.4%
ROE	14.2%	15.7%	16.3%	16.7%	17.1%
ROIC	14.0%	12.0%	16.1%	18.3%	21.7%
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0%	71.0%	70.3%	70.5%	70.0%
净负债比率	19.1%	16.4%	0.8%	-6.8%	-16.6%
流动比率	1.58	1.64	1.54	1.51	1.50
速动比率	0.45	0.56	0.49	0.50	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.28	0.29	0.30
应收账款周转率	199.46	272.58	328.74	221.66	175.90
存货周转率	0.21	0.25	0.28	0.28	0.29
每股指标(元)					
每股收益	1.93	2.45	3.03	3.74	4.60
每股经营现金流	2.97	0.29	4.37	4.09	6.14
每股净资产	13.62	15.56	18.59	22.33	26.93
估值比率					
P/E	8.2	6.4	5.2	4.2	3.4
P/B	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.1	7.3	3.6	1.9	1.0

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 五年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 金山: 研究助理, 复旦大学经济学硕士, 2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: jinshan@gf.com.cn, 021-60750604。
- 郭镇: 研究助理, 清华大学工学硕士, 两年房地产研究经验, 2013 年加入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn, 021-60750637。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。