

招商地产 (000024.SZ)

着眼中长期发展

核心观点:

● 股权激励方案略超预期

招商地产发布股权激励方案草案, 涉及 A 股普通股 1633.53 万股, 占公司股本总额的 0.951%, 激励对象达 149 人, 涉及激励对象覆盖面广泛。按照行权定价规则, 期权行权价格为 17.34 元, 行权限制期为 3 年, 3 年后开始每年生效数额为 1/3, 分三批全部生效完成。3 年的锁定期是略超预期, 这将使管理团队为公司的长期利益出发, 稳健经营, 有助于公司的平稳发展。行权条件方面, 要求扣非后的净资产收益率不低于 13%, 扣非后净利润三年复合增长率不低于 15%, 相当于连续七年复合增长 15%是超预期的, 总资产周转率不低于 20%。从公司近三年来业绩和其他龙头公司的行权条件来看, 合适的条件有助于公司的稳定发展和高管的行权。

● 销售与投资均保持稳定水平

2014 年前 4 月, 公司累计实现签约面积 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%。公司销售情况的下滑与市场整体情况较为一致, 但总体表现情况优于市场平均水平。投资方面, 新增 14 个项目, 总地价 114.86 亿元, 新进入日照、常熟、珠海和西安四个城市, 与其他龙头企业相比投资力度稍大, 部分项目前期已经获取, 在 14 年进行公告, 整体项目质量与 13 年相比有所提升。

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

我们认为计划整体略超预期, 行权条件要求公司连续多年净利润复合增长率在 15%以上, 为公司制定了一个中期高速增长的计划。而有效的激励机制可以有效的保障团队稳定, 并可有效调动提升骨干人员的积极性。

● 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)	8.40	6.63	5.36	4.34	3.53
市净率(P/B)	1.19	1.04	0.87	0.73	0.60
EV/EBITDA	5.14	7.26	3.55	1.94	1.06

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

16.23 元

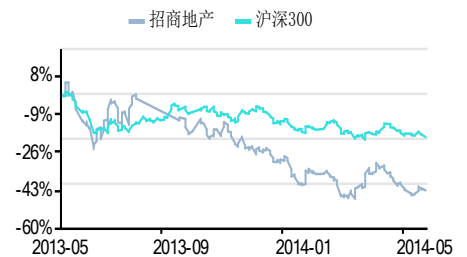
前次评级

买入

报告日期

2014-05-21

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

相关研究:

销售同步市场, 加强二线布局	2014-05-08
加速资源储备速度	2014-04-14
“同行”风雨时, “共赢”彩云间	2014-03-18

联系人: 郭镇 021-6075-0637

guoz@gf.com.cn

金山 021-6075-0652

jinshan@gf.com.cn

股权激励方案略超预期

招商地产今日发布股权激励方案草案，涉及A股普通股1633.53万股，占公司股本总额的0.951%，激励对象达149人，涉及激励对象覆盖面广泛。其中，4607900份股票期权（占授予总量的28.2%）将授予董事和高级管理人员共17人。

期权行权价格为17.34元，为公告前一个交易日公司股票的收盘价（16.39）和公告前30个交易日公司股票的算术平均收盘价（17.34）中的较高者。

行权限制期为3年，3年后开始每年生效数额为1/3，分三批全部生效完成。而市场上地产公司普遍的行权限制期为1年，保利地产的行权限制期为2年，我们认为公司3年的限制期是超预期的，这将使管理团队为公司的长期利益出发，稳健经营，有助于公司的平稳发展。

表 1: 招商地产股权激励时间安排

阶段	时间安排
授权日	自股东大会审议通过本计划之日起 30 日内，按相关规定召开董事会对激励对象进行期权的授予
行权限制期	本计划下授予的股票期权，自授予日起 36 个月内不得行权
第一批生效	自授予日起，满三周年（36 个月）后，本计划授予股票期权总数的 1/3 生效。
第二批生效	自授予日起，满四周年（48 个月）后，本计划授予股票期权总数的 1/3 生效。
第三批生效	自授予日起，满五周年（60 个月）后，本计划授予股票期权总数的 1/3 生效。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2: 招商地产股权激励生效条件

	扣非后 ROE	扣非后净利润	总资产周转率
第一批生效	本批生效时，最近一个完整财年归属于上市公司股东 的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）不 低于 13%，且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时，最近一个完整财年归属于上市公司股东 的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时，最近一 个完整财年总资产 周转率不低于 20%
第二批生效	本批生效时，最近一个完整财年归属于上市公司股东 的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）不 低于 13%，且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时，最近一个完整财年归属于上市公司股东 的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时，最近一 个完整财年总资产 周转率不低于 20%
第三批生效	本批生效时，最近一个完整财年归属于上市公司股东 的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）不 低于 13%，且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时，最近一个完整财年归属于上市公司股东 的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时，最近一 个完整财年总资产 周转率不低于 20%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3: 招商地产股权激励对象

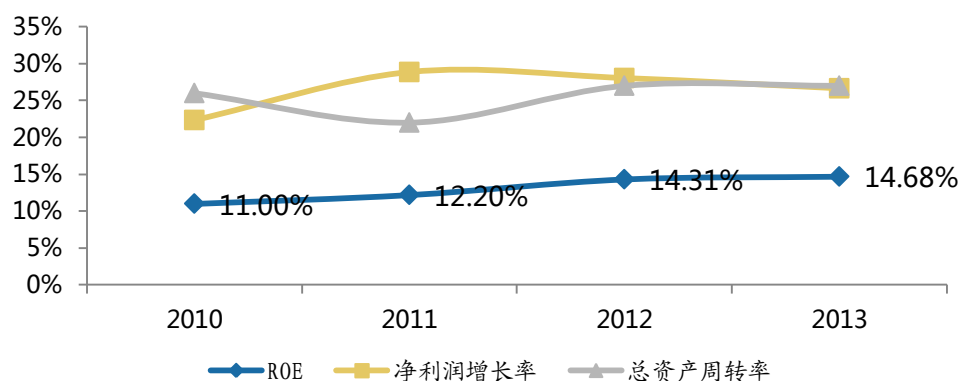
序号	姓名	职务	获授股票期权数量 (万份)	占本计划拟授予股票期权总量的 比例	占公司股本总额的比例
1	孙承铭	董事长	17.15	1.05%	0.010%

2	付刚峰	副董事长	16.12	0.99%	0.009%
3	杨天平	副董事长	30.83	1.89%	0.018%
4	贺建亚	董事总经理	42.77	2.62%	0.025%
5	胡勇	董事	13.44	0.82%	0.008%
6	吴振勤	董事财务总监	24.3	1.49%	0.014%
7	陈钢	董事	15.97	0.98%	0.009%
8	刘伟	副总经理	24.3	1.49%	0.014%
9	杨志光	副总经理	24.3	1.49%	0.014%
10	胡建新	首席绿色低碳官、总工程师	24.3	1.49%	0.014%
11	朱文凯	副总经理	24.3	1.49%	0.014%
12	孟才	副总经理	24.3	1.49%	0.014%
13	张林	副总经理	24.3	1.49%	0.014%
14	王正德	总经济师	24.3	1.49%	0.014%
15	何飞	副总经理	24.3	1.49%	0.014%
16	王晞	副总经理	23.74	1.45%	0.014%
17	刘宁	董事会秘书	17.27	1.06%	0.010%
18	王立	高级顾问	24.3	1.49%	0.014%
19	龚涛	下属物业总经理	15.11	0.92%	0.009%
20	郑华	下属物业党委书记兼副总经理	11.48	0.70%	0.007%
21	李树明	下属供电总经理	13.91	0.85%	0.008%
22	总经理助理级（2人）		39.58	2.42%	0.023%
23	部门正职级（42人）		471.24	28.85%	0.274%
24	部门副职级（84人）		661.92	40.52%	0.385%
总计(149)			16,335,300	100.00%	0.95%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

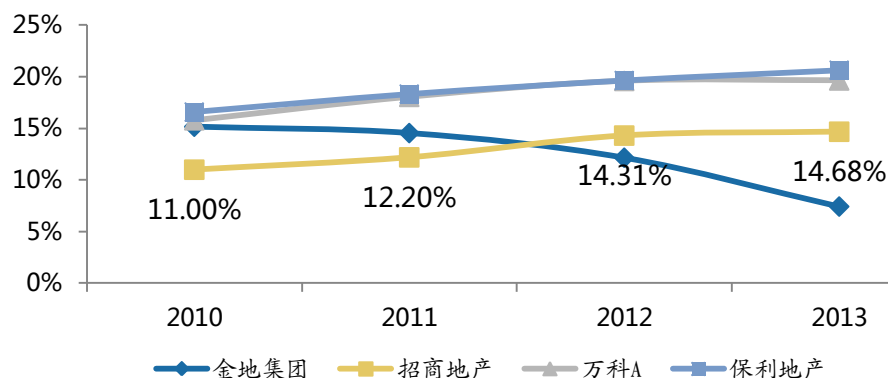
行权条件方面，要求扣非后的净资产收益率不低于13%，扣非后净利润三年复合增长率不低于15%，总资产周转率不低于20%，而对于净利润的要求实际上是未来七年扣非后复合增长不低于15%。从公司近三年来业绩和其他龙头公司的行权条件来看，合适的条件有助于公司的稳定发展和高管的行权。

图1：招商地产近年行权条件相关指标变化情况（扣非指标）



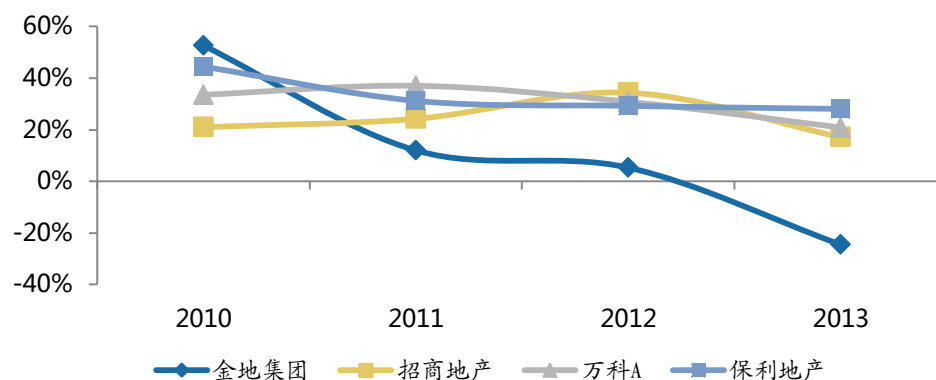
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：万保招金近年来扣非后ROE情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：万保招金近年来扣非后净利润增长率变化情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

目前公司处于变革之年，在公司迈向“千亿销售百亿利润”的道路之上，顺势推出的股权激励彰显了公司变革的决心，同时激励对象的广泛覆盖有利于保持管理团队稳定性。股权激励的顺利实施将使得管理层更为锐意进取，以开放的胸怀拥抱新的变化，从而为公司规模增长注入新的活力。

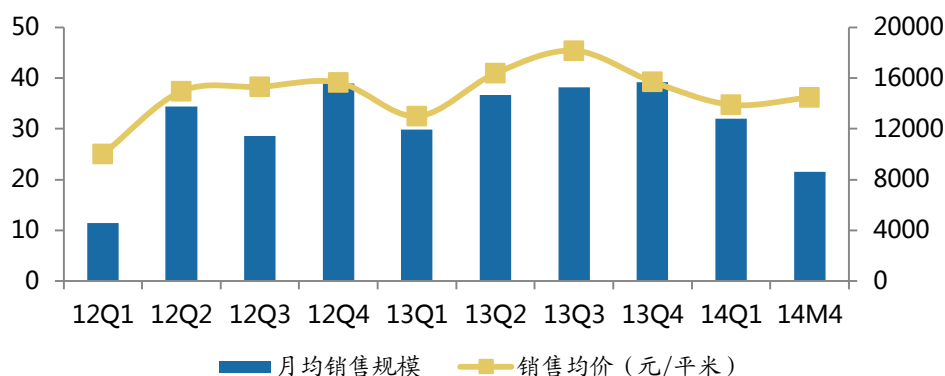
销售与投资均保持稳定水平

2014年前4月，公司累计实现签约面积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%。公司销售情况的下滑与市场整体情况较为一致，但总体表现情况优于市场平均水平。

同时，与万科、保利地产和金地集团相比，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

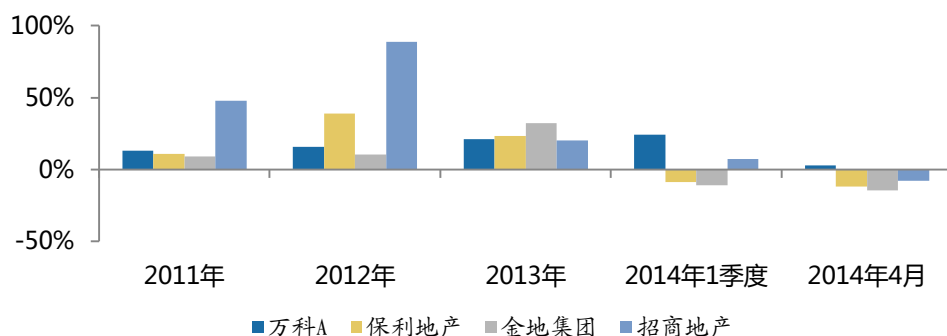
映年后开发商加推去化不利的整体市场情况；而4月除万科微幅上升外，招商也未能延续一季度的平均正增速，这与市场延续3月份的下滑是相符的。总体而言，在A股四大地产公司中，招商地产的表现较为良好，仅次于万科。

图4：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

图5：万科、保利、金地和招商近三年销售金额同比增速

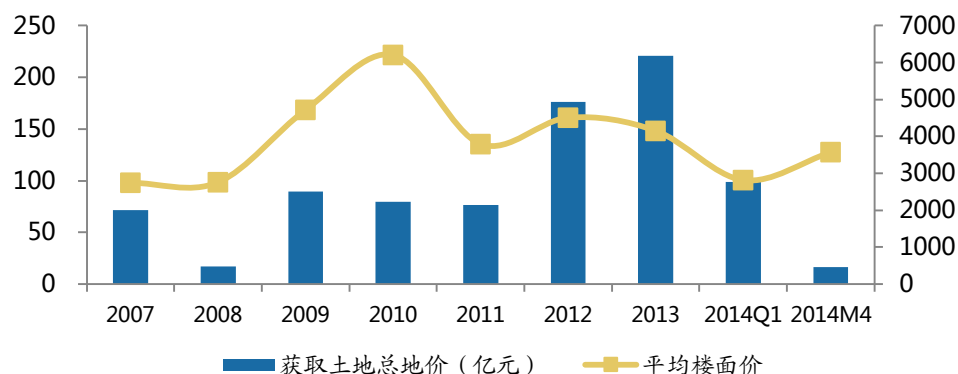


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

土地投资方面，公司前4月共新增14个项目，新增建面482.4万方，总地价114.86亿元，新进入日照、常熟、珠海和西安四个城市，总体而言，公司2014年至今为止的拿地策略依然指向二线城市，扩展优质二线城市的土地储备。

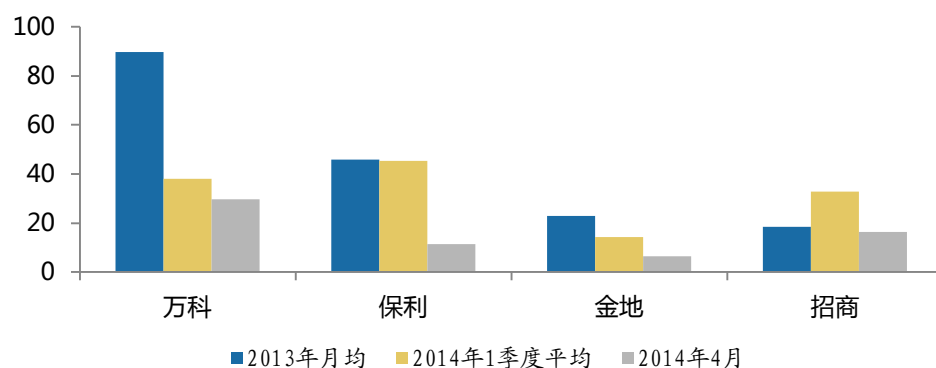
从与龙头企业近年的土地拓展情况的对比来看，万科和金地4月份拿地的规模与第一季度平均水平相比，均出现了下降，这与招商的下滑趋势是一致的，事实上目前土地市场整体成交也呈现收缩趋势。在四大龙头房企中，万科、保利和金地2014年的土地拓展较2013年均有一定幅度的收缩，而招商地产的土地拓展仍保持在一个比较稳定的水平上，较2013年并未出现明显的下滑，稳健的土地拓展有助于公司未来销售的平稳增长。

图6: 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

图7: 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 4: 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								

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

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

盈利预测与投资评级

作为央企背景的房地产上市企业，公司股权激励制度的提出具备一定的代表性，显示出在新政府改革进程中国资背景房企市场化进程将会进一步加快。对于公司而言，我们认为计划整体略超预期，行权条件要求公司连续多年净利润复合增长率在15%以上，为公司制定了一个中期增长的计划。恰逢公司30周年庆，又是关键的变革之年，公司有计划在未来实现产品销售规模和质量的同时提高，而有效的激励机制可以有效的保障团队稳定，并可有效调动提升骨干人员的积极性。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	8.4	6.6	5.4	4.3	3.5	
P/B	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6	
EV/EBITDA	5.1	7.3	3.6	1.9	1.1	

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。