

招商地产 (000024.SZ)

期待推盘高峰期销售表现

核心观点:

● 销售同比降幅扩大, 均价环比出现上升

公司 5 月份实现签约面积 17.17 万方, 同比减少 23.89%; 签约销售金额 25.71 亿元, 同比减少 24.54%。4 月份销售均价 14974 元/平, 环比上升 15.31%, 与 13 年同期相比同比上升 20.45%。至 14 年 5 月, 公司本年累计实现签约面积 101.09 万方, 同比减少 9.52%; 签约销售金额 143.26 亿元, 同比减少 2.56%。累计均销售均价 14172 元, 与 13 年同期相比上升 14.00%。与龙头企业作比, 5 月万科和保利的销售金额同比上升, 金地的降幅有所收窄, 而招商降幅居首。从销售均价来看, 公司 5 月份的价格环比上升, 虽仍未达 13 年的均价, 但较 14 年前 4 月的平均水平有较为明显的提升。

● 土地投资规模收缩, 楼面均价大幅降低

土地投资方面, 公司 5 月份新增 1 个项目储备, 总地面积 11.98 万方, 权益建筑面积 18.13 万方, 总地价为 2.32 亿元。本月拿地规模较大幅度收缩, 但该地块均价较低, 预计毛利率可达 35%左右。从区域来看, 该地块位于山东青岛, 符合公司一直以来的深耕二线城市战略。从与龙头企业的对比来看, 万科拿地规模出现下滑, 而保利与金地则出现了一定幅度的回升, 招商本月拿地降幅较为明显。

● 预计公司 14、15 年 EPS 分别 2.02、2.49 元, 维持“买入”评级

公司市场以及自身推盘节奏的影响, 销售表现较弱, 公司一方面增加推盘规模, 通过新盘带动促进整体销售水平, 另一方面加大促销力度, 提高去化率。随着下半年推盘高峰的到来期, 我们认为公司在平稳期后仍将会迎来新的成长。

● 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	2.02	2.49	3.07
市盈率(P/E)	5.86	4.63	5.61	4.54	3.69
市净率(P/B)	0.83	0.73	0.91	0.76	0.63
EV/EBITDA	5.14	7.26	3.55	2.04	1.14

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

11.46 元

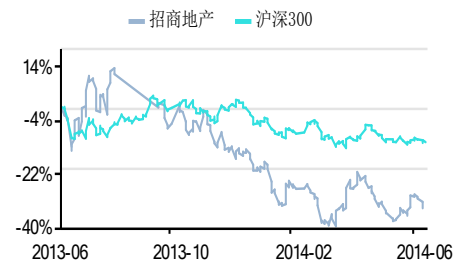
前次评级

买入

报告日期

2014-06-11

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

相关研究:

着眼中长期发展	2014-05-21
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

联系人: 郭镇 021-6075-0637

guoz@gf.com.cn

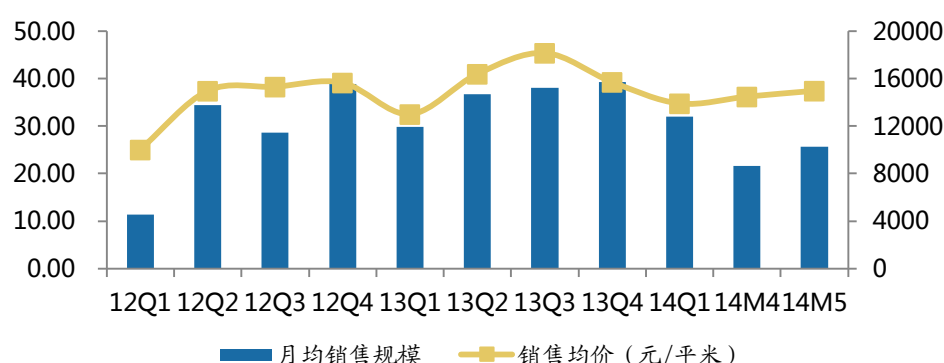
金山 021-6075-0652

jinshan@gf.com.cn

销售同比降幅扩大，均价环比出现上升

公司5月份实现签约面积17.17万方，同比减少23.89%；签约销售金额25.71亿元，同比减少24.54%。4月份销售均价14974元/平，环比上升15.31%，与13年同期相比同比上升20.45%。至14年5月，公司本年累计实现签约面积101.09万方，同比减少9.52%；签约销售金额143.26亿元，同比减少2.56%。累计均销售均价14172元，与13年同期相比上升14.00%。

图1：招商地产月均销售规模（亿元）与价格（元/平）变化

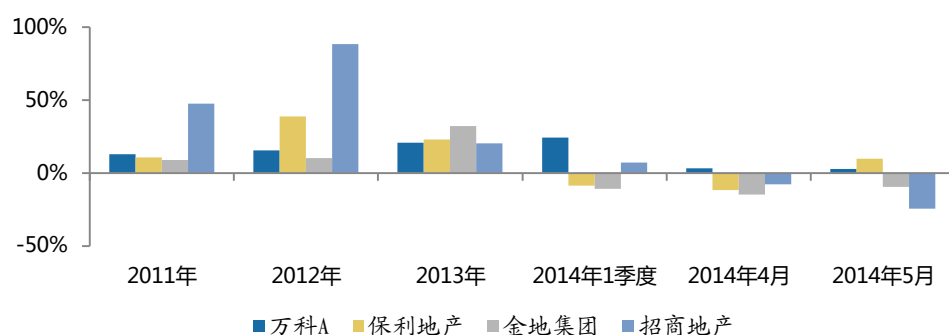


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司5月份销售表现较弱主要是由于公司推盘量相对较少，整个5月推盘规模不足30亿，认购与签约规模基本相当。公司14年的推盘计划中，货量分布便是以下半年为主，而在市场经度度较差的时期，项目蓄客周期拉长，对于某些项目而言入市时间有所延后，截止目前，公司在手可售总货值约300亿。公司整体销售进度基本符合预期，同比表现较其他龙头企业有一定差距主要由销售节奏导致，从5月份开始招商加大了销售力度，包括团购、合作伙伴折扣等方式取得了一定的效果，6月公司将会加大推盘力度，预计推盘量将不低于40亿，其中“海上世界—双玺”项目的销售表现较为重要，目前的蓄客情况良好，一线城市的高端项目需求仍然有一定支撑，公司其他项目也将加紧推盘，力争在半年度结束前能够有更好的销售表现。

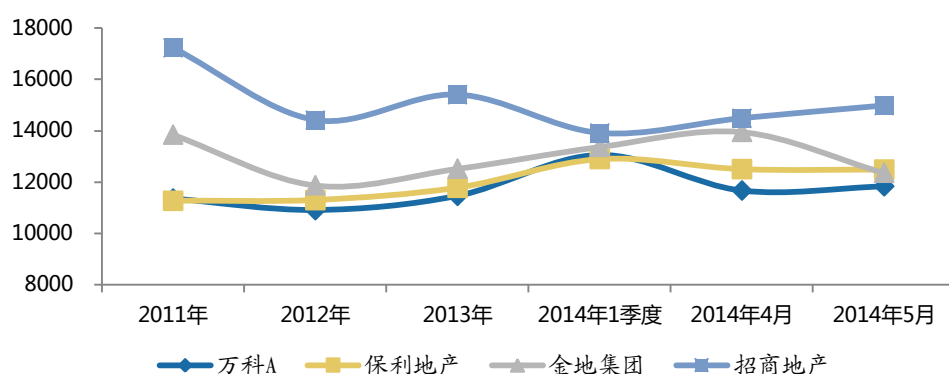
从销售均价来看，公司5月份的价格环比上升，局部促销措施对于整体价格影响不是非常明显，虽仍未达13年的均价，但较14年前4月的平均水平有较为明显的提升。从龙头企业的对比来看，其他三家企业的均价趋于在12000元/平处集中，较14年1季度的平均水平都出现了下降，而招商则出现上升，在均价上保持了一直以来的相对高位。

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

图3: 万科、保利、金地和招商近三年销售均价 (元/平)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

土地投资规模收缩, 楼面均价大幅降低

土地投资方面, 公司5月份新增1个项目储备, 总地面积11.98万方, 权益建筑面积18.13万方, 总地价为2.32亿元。本月拿地规模较小, 除2月未拿地外, 本月当属14年以来土地投资最少的月份; 但该地块均价较低, 预计毛利率可达35%左右。从区域来看, 该地块位于山东青岛, 符合公司一直以来的深耕二线城市战略。

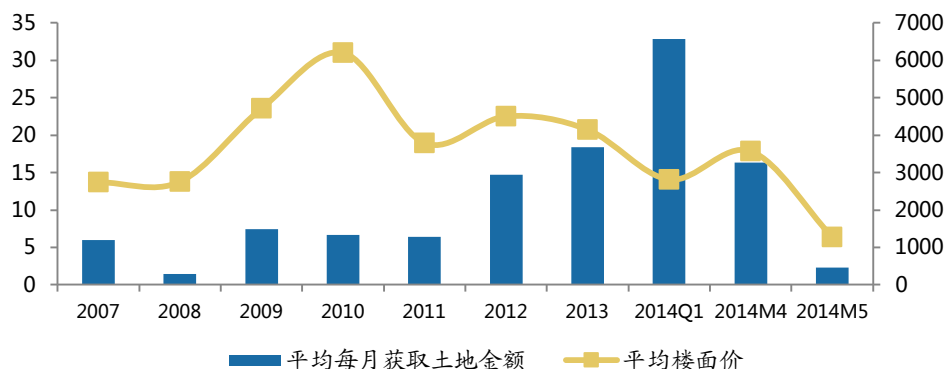
表1: 招商地产14年新增项目明细

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5月								
青岛市海德花园二期项目	商住	山东青岛	11.98	18.13	2.32	1279	51%	7500
5月合计			11.98	18.13	2.32	1279	51%	
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
4 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			349.87	500.53	117.18	2835		

数据来源：广发证券发展研究中心

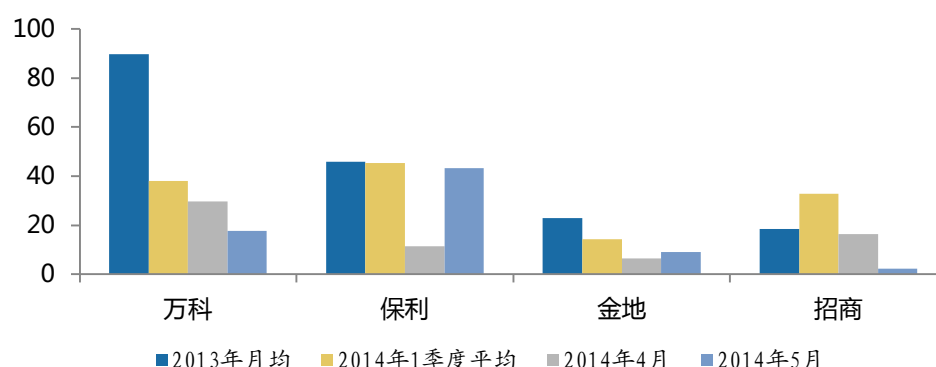
图4：招商地产月均土地投资额（亿元）及平均楼面价（元/平）



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，万科拿地规模出现下滑，而保利与金地则出现了一定幅度的回升，回补了4月的拿地缩量。相较之下，招商本月拿地降幅较为明显，但考虑到招商14年前4个月平均拿地规模高于13年，而其他三家均低于13年，本月的回落对日后持续发展影响不大；且楼面价较之前有大幅下降，区位也较优，拿地质量有所提升。

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

获得具体项目分析

青岛市海德花园二期项目位于青岛市红岛经济新区, 项目包含G-2014-036和G-2014-037两地块。G-2014-036地块占地面积4.39万方, 其中出让面积2.26万方, 建筑面积4.53万方, 土地用途为商服用地、城镇住宅用地, 该地块剩余2.12万方土地须配建不少于4.24万方的公共租赁住房。G-2014-037地块出让面积9.71万方, 建筑面积13.6万方, 土地用途为商服用地、城镇住宅用地。项目所在的红岛经济新区是青岛第三代新城, 也是未来青岛政府重点发展区域。项目东部为青岛流亭国际机场, 将于2014年动工建设的青岛规模最大的学校选址也在本项目附近。总体而言, 项目未来将具有较好的区位优势。

周边科比楼盘两处, 招商海德花园一期, 售价7000元/平; 龙湖滟澜海岸悦澜居2期, 售价7500元/平。

图6: 青岛市海德花园二期项目



数据来源: 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

公司市场以及自身推盘节奏的影响，销售表现较弱，但公司对于目前的市场状态已经有了明确的应对方法，一方面增加推盘规模，通过新盘带动促进整体销售水平，另一方面加大促销力度，提高去化。投资力度与一季度相比有所减弱，权益比例持续降低。随着下半年推盘高峰的到来，我们认为公司在平稳期后仍将会迎来新的成长，预计公司14、15年EPS分别为2.02、2.49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	2,576	2,576	2,576	
资本公积	8,387	8,447	8,629	9,913	11,493	
留存收益	13,201	16,482	20,643	25,781	32,102	
归属母公司股东权	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	2.02	2.49	3.07	

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	2.02	2.49	3.07
每股经营现金流	2.97	0.29	2.91	2.72	4.10
每股净资产	13.62	15.56	12.39	14.89	17.95
估值比率					
P/E	5.9	4.6	5.6	4.5	3.7
P/B	0.8	0.7	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	5.1	7.3	3.6	2.0	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。