

# 招商地产 (000024)

## 上半年毛利率下滑拖累业绩，下半年关注销售发力

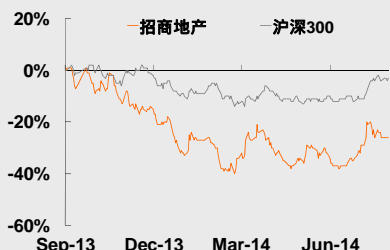
### 推荐 (维持)

现价：12.2 元

#### 主要数据

行业	平安地产
公司网址	www.cmpd.cn
大股东/持股	招商局蛇口工业区有限公司/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)	2,576
流通 A 股(百万股)	1,026
流通 B/H 股(百万股)	212
总市值 (亿元)	314.27
流通 A 股市值(亿元)	125.21
每股净资产(元)	10.67
资产负债率(%)	70.5

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

<b>王琳</b>	投资咨询资格编号 S1060513090001 010-59730726 WANGLIN170@pingan.com.cn
<b>杨侃</b>	投资咨询资格编号 S1060514080002 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：**公司公布半年报，实现营业收入 160.5 亿元，同比下降 0.54%，归属上市公司股东净利润 17.9 亿元，同比下降 30.0%(扣非后下降 16.9%)，实现 EPS 0.69 元。业绩略低于我们的预期。

#### 平安观点：

- **毛利率下滑及汇兑损益拖累业绩：**公司业绩大幅下滑主要原因为：1、随着公司二、三、四线城市项目占比增加，产品毛利率相对较低的区域收入结转比例上升，导致上半年公司开发业务毛利率同比下降 5 个百分点。2、人民币贬值使汇兑损失大幅增加，财务费用同比增长 347%。3、公司对深圳招商华侨城控制权变更后长期股权投资采用公允价值计量，评估增值 0.63 亿元。近年来随着公司区域销售及产品结构的逐步变化加之全国范围内房价下行压力，预计下半年毛利率仍将呈下降趋势。
- **全年目标完成度较低，下半年销售发力：**截止 7 月末，公司实现商品房销售面积 135 万平方米，销售金额 199 亿元，同比分别下降 12.4%和 14.4%。销售额仅完成全年 500 亿元销售目标的 40%。销售均价 14783 元/平方米，与去年上半年持平，但较今年一季度有明显抬升。全年公司可售货值约 880 亿元，随着 9 月公司推盘进入高峰，加之地方政府不断释放政策红利，预计销售环比将有所起色。
- **开工及拿地惯性增长，下半年将保持审慎：**虽然销售进程较计划有所落后，但公司上半年开工及拿地依然积极。开工同比增长 80.6%，完成全年开工计划的 76%。新获取土地储备 370 万平方米，并随着西安项目落地，实现西北区域战略性进入，城市布局更为均衡。我们预计由于上半年仍有投资惯性，下半年公司仍将保持审慎态度，以销定产，控制存货规模。
- **财务状况依然稳健：**由于销售下滑，报告期末公司在手现金对一年内到期的长短期债务覆盖比例由去年末 2.29 下降为 1.46，但较同行业依然稳健。剔除预收账款后的资产负债率仅为 60.9%，较去年末略提升 1.2 个百分点，综合融资成本 5%，显著优于行业，在行业调整中具有资金优势。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	15,111	25,297	32,568	41303	54875
YoY(%)	9.6	67.4	28.7	26.8	32.9
净利润(百万元)	2,592	3,318	4,202	5224	6474
YoY(%)	28.9	28.0	26.6	24.3	23.9
毛利率(%)	52.4	48.8	41.5	41.0	41.1
净利率(%)	17.2	13.1	12.9	12.6	11.8
ROE(%)	12.7	14.2	15.7	16.4	17.1
EPS(摊薄/元)	1.01	1.29	1.63	2.03	2.51
P/E(倍)	12.1	9.5	7.5	6.0	4.9
P/B(倍)	1.5	1.3	1.2	0.99	0.83

- **盈利预测**:预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 2.03、2.51 元,对应 PE 分别为 6.0 倍和 4.9 倍。公司销售稳步增长,具有估值优势,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**:销售不及预期的风险。

资产负债表					单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E				
流动资产	122852	141439	169190	212294				
现金	24240	17392	16463	21774				
应收账款	77	167	207	263				
其他应收款	13684	16421	19705	23646				
预付账款	2816	2816	2816	2816				
存货	78477	101090	126445	160241				
其他流动资产	3558	3554	3554	3554				
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	153645	182333	226392				
流动负债	74835	88429	106021	136116				
短期借款	4250	3000	9107	9832				
应付账款	12011	11796	12976	14273				
其他流动负债	58574	73633	83938	112010				
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	128306	160901				
少数股东权益	12192	13647	16206	20195				
股本	1717	2576	2576	2576				
资本公积	8447	7588	7588	7588				
留存收益	16482	21621	27656	35132				
归属母公司股东权益	26726	31785	37820	45296				
负债和股东权益	134040	153645	182333	226392				

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	-4207	-5714	4561				
净利润	5508	6679	9034	11949				
折旧摊销	142	244	323	406				
财务费用	614	687	738	757				
投资损失	-569	-53	-59	-65				
营运资金变动	-5716	-11446	-15681	-8411				
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	-1489	5933	1983				
短期借款	2145	-1250	6107	725				
长期借款	2674	2500	2500	2500				
普通股增加	0	859	0	0				
资本公积增加	60	-859	0	0				
其他筹资现金流	1355	-2739	-2674	-1242				
现金净增加额	6017	-6849	-929	5312				

利润表					单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E				
营业收入	32568	41303	54875	72581				
营业成本	19045	24361	32339	42959				
营业税金及附加	4578	5455	7291	9644				
营业费用	771	1033	1317	1742				
管理费用	556	723	933	1234				
财务费用	614	687	738	757				
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	9099	12316	16309				
营业外收入	69	69	69	69				
营业外支出	29	18	10	10				
利润总额	7967	9150	12375	16368				
所得税	2459	2470	3341	4419				
净利润	5508	6679	9034	11949				
少数股东损益	1306	1455	2560	3989				
归属母公司净利润	4202	5224	6474	7960				
EBITDA	8684	10029	13377	17472				
EPS (元)	1.63	2.03	2.51	3.09				

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	32.9	32.3				
营业利润 (%)	27.2	14.8	35.4	32.4				
归属于母公司净利润 (%)	26.6	24.3	23.9	23.0				
获利能力								
毛利率 (%)	41.5	41.0	41.1	40.8				
净利率 (%)	12.9	12.6	11.8	11.0				
ROE (%)	15.7	16.4	17.1	17.6				
ROIC (%)	15.6	14.3	14.4	16.6				
偿债能力								
资产负债率 (%)	71.0	70.4	70.4	71.1				
净负债比率 (%)	8.7	27.9	38.3	28.4				
流动比率	1.64	1.60	1.60	1.56				
速动比率	0.59	0.46	0.40	0.38				
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	257				
应付账款周转率	1.60	2.05	2.61	3.15				
每股指标 (元)								
每股收益(最新摊薄)	1.63	2.03	2.51	3.09				
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-1.63	-2.22	1.77				
每股净资产(最新摊薄)	15.56	12.34	14.68	17.58				
估值比率								
P/E	7.5	6.02	4.85	3.95				
P/B	1.2	0.99	0.83	0.69				
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	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	