



整装备战下半年

招商地产公布半年报，2014年上半年公司实现营业收入160.5亿元，同比下降0.5%；归属于母公司的净利润达到17.9亿元，同比下降30%；EPS 0.69元。

毛利如期下滑，下半年货值充足保障500亿目标：地产结算毛利率如期出现较大幅下滑，如同我们反复提示，在公司加速扩张、积极调整产品结构以加快周转的态势下，高毛利地区以及产品类型占比下滑也是预期之内，预计全年整体毛利水平将维持。上半年销售落后于目标。下半年拟加大推货力度，新推货值占比大幅提升，同时进一步加大中小户型面积结构，且一二线城市占比达84%，在限购放松预期下，弹性更大，因此去化水平提升可期。

拿地积极大举开工，供货弹性十足：公司上半年在扩储方面仍然延续12年来的迅猛势头，前7月拿地额约119亿，销售额占比逾60%，和保万金相比都更为积极。尽管扩张仍然在快车道，但整体成本控制得当。新开工也大幅提升至419万方，与去年全年持平，一旦市场热度复苏，公司销售的加速提升将有保障。

大招商平台协同受益，转型升级嫁接集团优势：公司平台优势显一，则体现在融资层面，二则是大招商所产生的协同效应。公司与招商银行将实现总对总合作，此外，进一步提出的业务转型升级总体架构中，恰好能够利用集团多年运营经验优势与全国布局，在工业地产、港口综合体等细分领域形成独特优势。在产融联合方面也可与集团旗下金融机构为公司运营园区企业展开多元化服务。此外，集团领导换届结束，管理层架构落定将推动公司向更为明朗与坚定的方向行进。

投资评级与盈利预测：从货值储备以及结构来看，公司14年完成500亿目标游刃有余。优越的管控效率说明公司具备进一步成长的能力，平台优势将能够进一步助推公司形成新的增长点，如能提升区域深耕能力将会迎来进一步发展契机。预计公司14-15年EPS分别为1.88、2.35元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入(百万)	32,568	40,626	51,713	65,352
净利润(百万)	4,202.2	4,837.3	6,051.9	7,678.3
净利润增长率	26.6%	15.1%	25.1%	26.9%
EPS	1.63	1.88	2.35	2.98
P/E	7.5	6.5	5.2	4.1

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8月19日

当前股价：12.20元

目标价格6个月：17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
4.99/-3.95	14.85/4.34	-33.25/-41.51
12月最高/最低价(元)		27.8/10.11
总股本(万股)		257595.08
流通A股(万股)		102605.44
总市值(亿元)		314.27
流通市值(亿元)		125.18
近3月日均成交量(万)		2559.35
主要股东		
蛇口工业区		40.38%

股价表现



相关研究报告

14.04.18 加快扩张步伐

14.03.18 跨越新篇章

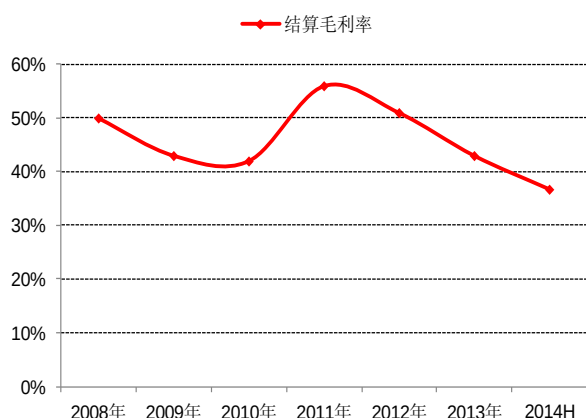
13.10.24 销售业绩双丰收

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

第一，毛利如期下滑，下半年货值充足保障 500 亿目标

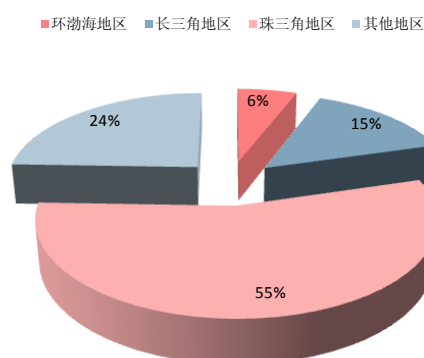
上半年业绩明显下滑，一方面竣工节奏影响导致结算收入不高，另一方面源自地产结算毛利率如期出现较大幅度下滑，如同我们过往反复提示，在公司加速扩张、积极调整产品结构以加快周转的态势下，高毛利地区以及产品类型占比下滑也是预期之内。从上半年结算结构来看，珠三角以及环渤海的比例继续缩减，而毛利较低的长三角以及中西部地区进一步提升。此外，由于高收益的广州分公司并入港股平台招商置地，股东权益有部分稀释，这也对业绩产生一定影响。但下半年还是有部分高毛利产品如鲸山九期进入结算，同时自去年销售均价持续高于结算均价，因此虽然扩张与结构调整还会继续淡化公司的利润率优势，但预计全年整体毛利水平将能够维持。

图：结算毛利率（不扣除营业税金及附加）



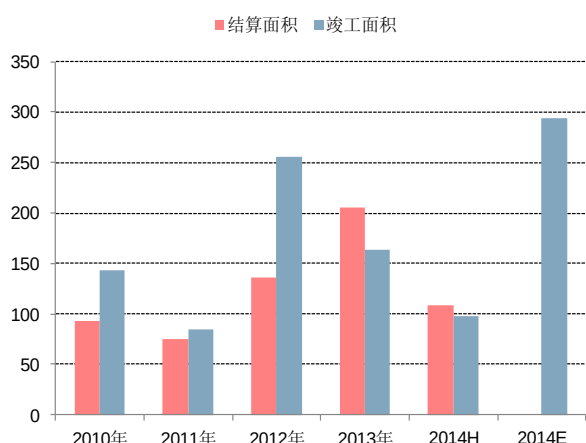
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：结算收入区域结构



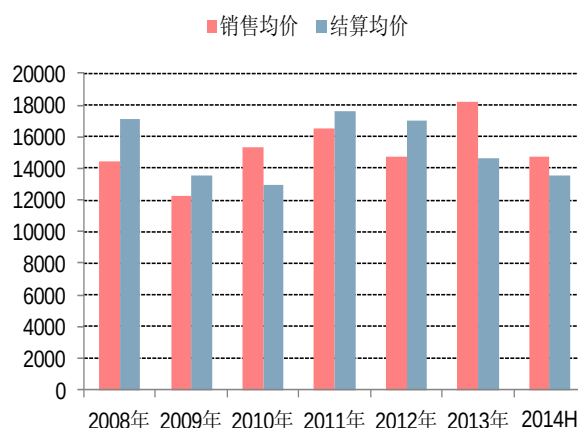
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：结算面积以及竣工面积



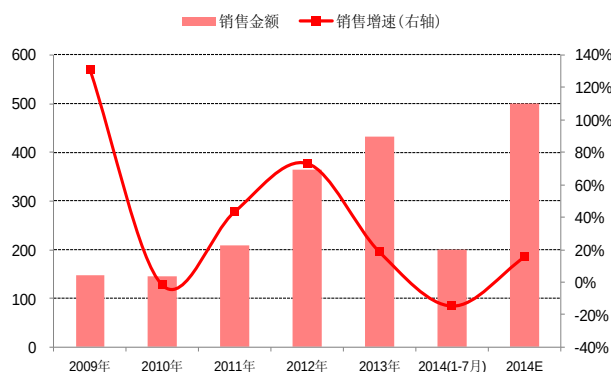
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：销售均价与结算均价

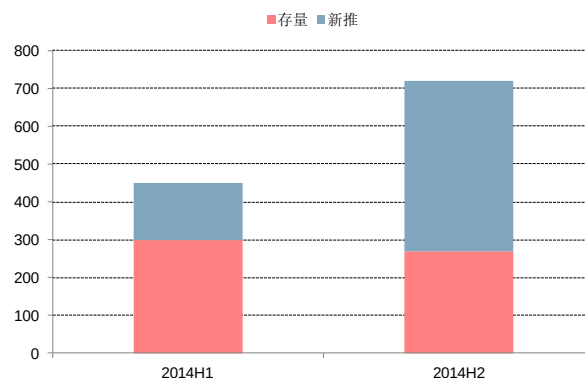


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

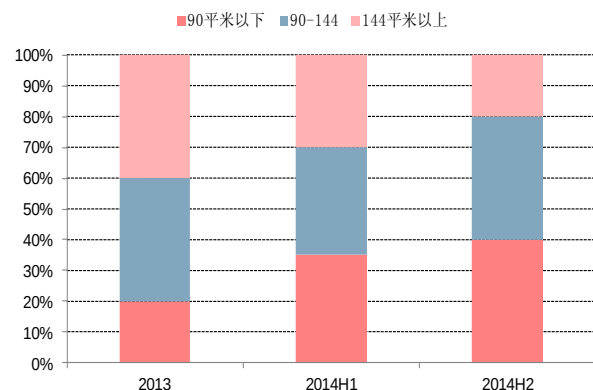
公司上半年销售额 179 亿，同比去年略有下滑，也落后于半年销售目标。下半年拟加大推货力度，新增货值约 450 亿，较上半年增长 200%，加存量预计总货值达 720 亿，为完成全年 500 亿目标，下半年要达到 44.6% 的整体去化率。我们认为整体而言完成的难度不大。上半年整体去化率达 40%，但结构方面，上半年新推货值占比只有 33%，而下半年达到 63%，同时，公司下半年货值中会进一步加大中小户型面积结构，且一二线城市占比达 84%，在限购放松预期下，弹性更大，因此去化水平提升可期。

图：销售金额与增速


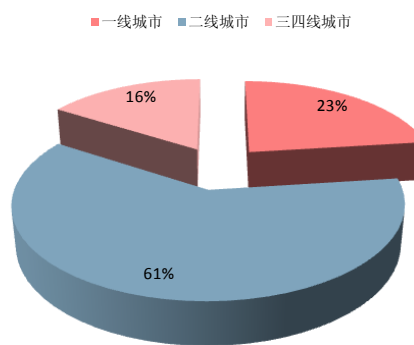
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：14 年货值


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：货值面积结构


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

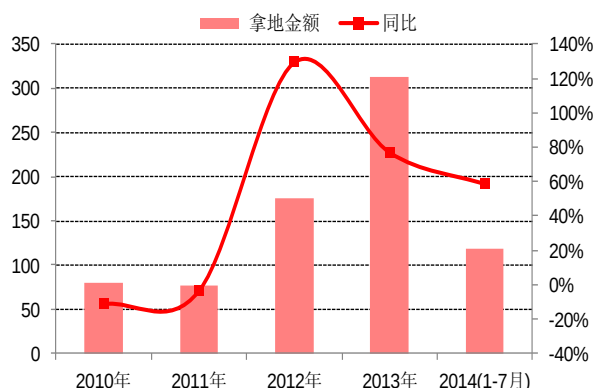
图：货值区域结构


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

第二，拿地积极大举开工，供货弹性十足

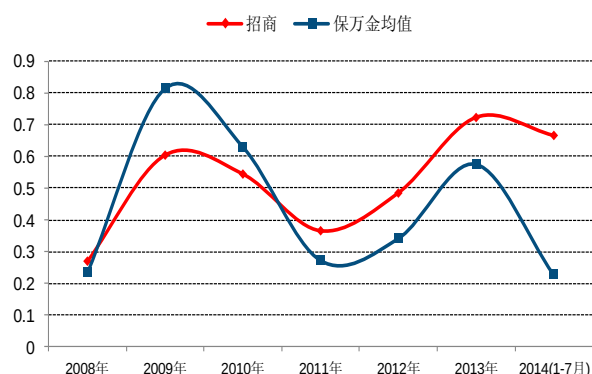
公司上半年在扩储方面仍然延续 12 年来的迅猛势头，前 7 月新增储备约 400 万方，拿地额约 119 亿，销售额占比逾 60%，和保万金相比都更为积极。按照公司计划，预计下半年拿地额指标还有 130 亿左右。尽管扩张仍然在快车道，但整体而言成本控制得当，平均楼面价大幅下降。上半年新开工也大幅提升至 419 万方，基本与去年全年持平，从供货弹性来看，一旦市场热度复苏，公司销售的加速提升将有保障。

图：拿地金额与同比



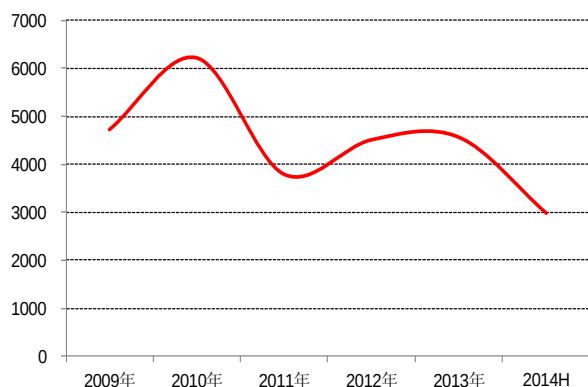
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：招保万金拿地金额/销售额



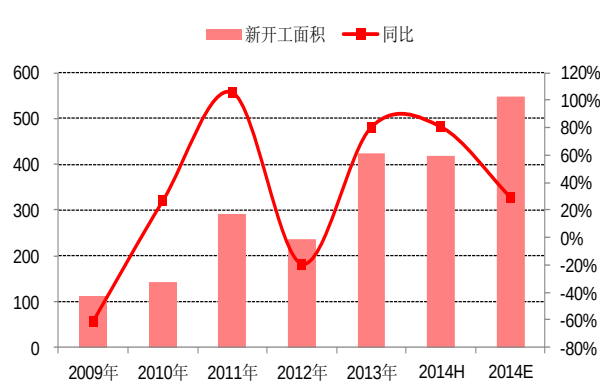
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：拿地平均楼面价



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：新开工面积



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

第三，大招商平台协同受益，转型升级嫁接集团优势

公司平台优势显著，这一方面体现在融资层面。即便今年上半年整体市场资金成本有所上浮，但公司综合融资成本仍然继续下降至 5%，尤其公司上半年继续扩储，加大开工规模的节奏下杠杆率继续上升，仍能把资金成本控制在低位，更能彰显集团以及去年搭建成功的双融资平台所带来的优势。

另一方面，则是大招商所产生的协同效应。对于地产业务而言最为直接的是公司与招商银行实现总对总合作，预计下半年就会在客源、贷款利率优惠方面有所展现。此外，公司在去年提出未来五年实现“千亿收入、百亿利润”发展目标的基础上，进一步提出了“一个根基、两条新路、三片沃野”的业务转型升级总体架构，其中“三片沃野”即健康养老地产、特色产业园区与邮轮母港城业务。而特色产业园区与邮轮母港业务恰好能够利用集团多年运营经验优势与全国布局，在工业地产、港口综合体等细分领域形成独特优势。公司目前合作运营产业园已达 320 万方，在产融联合方面也可与集团旗下招商银行、招商证券等为园区内小微企业等展开多元化服务。此外，7 月份，集团公司领导换届结束，李建红任招商局集团董事长，李晓鹏任招商局集团总经理，管理层架构落定将推动公司向更为明朗与坚定的方向行进。

表：招商局集团近期邮轮母港合作计划

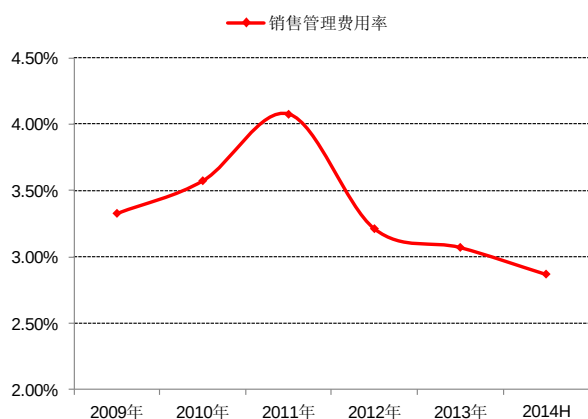
时间	城市	项目	规划
2013年8月	青岛	集团与青岛港集团就青岛邮轮母港城项目签订战略合作框架协议	位于大青岛“黄岛，红岛，青岛”三城联动发展战略关键区域，投资规模千亿，总建筑面积约50万平方米
2013年11月	厦门	集团与厦门市政府签署了《厦门湾同城化发展战略合作框架协议》和《关于厦门国际邮轮母港项目合作框架协议》	以东渡邮轮母港综合开发为切入点，实现船、港、城一体化发展，项目总占地面积1200亩，建筑面积270万平方米

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

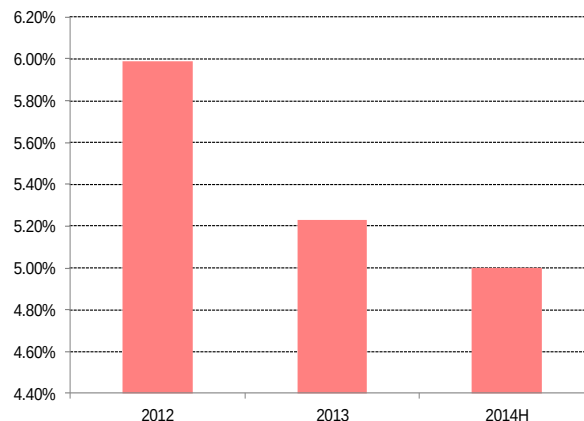
表：14年招商地产受让集团资产情况

时间	项目/土地	规划用途	区域	总面积	建筑面积	总地价	楼面价	权益
2014年6月	海上世界片区编号为2014-003-0005号地块	商业	深圳	0.7	0.63	0.79	12548	100%

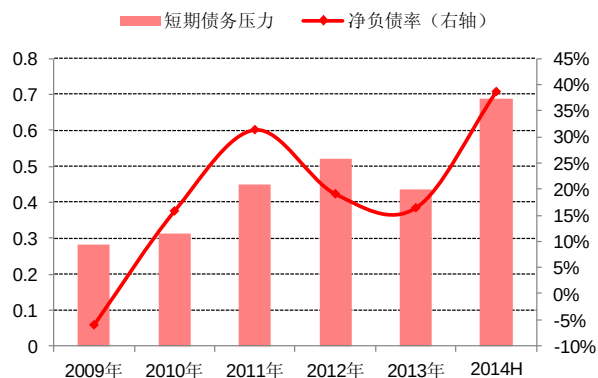
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：销售管理费用率


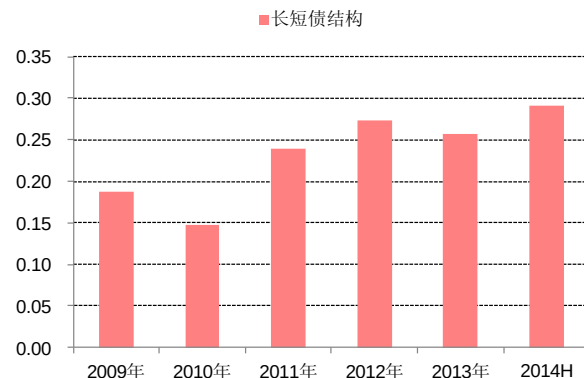
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：综合融资成本


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：负债率


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：长短债结构


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

优越的管控效率与融资优势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，平台优势将能够进一步助推公司形成新的增长点，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，从货值储备以及结构来看，14 年完成 500 亿目标游刃有余。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 1.88、2.35 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	40,626	51,713	65,352	货币资金	24,240	17,500	21,700	26,250
减:					预付账款	2,816	3,800	4,600	5,500
营业成本	19,045	25,985	33,205	41,763	存货	78,477	104,281	136,385	174,544
毛利率	41.5%	36.0%	35.8%	36.1%	其他流动资产	17,242	18,810	18,810	18,810
营业税金及附加	4,578	3,895	4,961	6,324	流动资产	122,852	144,563	181,791	225,549
营业费用	771	933	1,151	1,386	投资性房地产	5,662	8,162	11,262	15,012
营业费用率	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	递延所得税资产	770	817	871	915
管理费用	556	604	738	882	非流动资产	11,188	15,202	20,158	26,191
管理费用率	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	资产总计	134,040	159,765	201,948	251,740
财务费用	614	596	893	1,356	短期借款	4,250	9,669	20,823	29,889
财务费用率	1.9%	1.5%	1.7%	2.1%	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	48,268	59,968	71,068
营业利润	7,927	8,610	10,768	13,643	应交税费	1,464	1,576	1,887	2,733
营业利润率	24.3%	21.2%	20.8%	20.9%	其他流动负债	19,592	23,773	23,690	27,362
营业外收入	69	0	0	0	流动负债	74,835	97,131	122,697	150,469
营业外支出	29	0	0	0	长期负债	17,052	16,864	25,202	36,733
利润总额	7,967	8,610	10,768	13,643	递延所得税负债	109	321	585	903
所得税费用	2,459	2,203	2,752	3,474	非流动性负债	20,288	17,309	25,912	37,761
所得税率	30.9%	25.6%	25.6%	25.5%	负债合计	95,123	114,440	148,609	188,231
净利润	5,508	6,407	8,016	10,170	股本	2,576	2,576	2,576	2,576
少数股东损益	1,306	1,570	1,964	2,492	少数股东权益	12,192	13,761	15,725	18,217
母公司股东的净利润	4,202	4,837	6,052	7,678	股东权益合计	38,917	45,324	53,340	63,510
					负债及权益总计	134,040	159,765	201,948	251,740
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%	24.7%	27.3%	26.4%
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%	8.6%	25.1%	26.7%
职工支出	1,462	1,700	2,108	2,550	净利润	26.6%	15.1%	25.1%	26.9%
税费支出	7,794	5,658	6,973	8,393	利润率 (%)				
经营现金流	496	-7,964	-10,510	-13,235	毛利率	41.5%	36.0%	35.8%	36.1%
取得借款	19,700	16,989	36,587	52,517	EBIT Margin	24.5%	23.0%	22.8%	23.2%
发行债券	0	0	0	0	EBITDA Margin	23.7%	22.7%	22.5%	22.9%
偿还债务	12,915	10,581	17,177	28,248	回报率 (%)				
融资现金流	6,234	4,379	16,657	20,197	ROE	20.6%	20.3%	21.3%	22.5%
现金及现金等价物净增加额	6,017	-6,740	4,200	4,550	ROA	4.1%	4.0%	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

彭砚苹 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

刘亮 010-85130323 liuliang@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

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@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

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@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