

证券研究报告

公司研究——中报点评

招商地产（000024.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2014.3.19

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 63081103

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

相关研究

《结转速度放慢，财务保持稳健》2014.3

《业绩超预期，持续看好》2013.8

《2012 完美收官，期待持续增长》2013.3

《销售持续放量，拿地速度加快》2012.10

《销售超预期，业绩安全性较高》22012.8

《销售持续好转，财务稳健》2011.10

《周转率提升，销售好转》2011.8

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

销售小幅下滑，结转毛利下降

招商地产中报点评

2014年8月19日

事件：公司发布2014年中报，上半年公司实现营业收入为160.47亿元，同比下降0.54%；归属于母公司股东的净利润17.85亿元，同比下降30%；基本每股收益0.69元/股，同比下降30.3%。

点评：

- ◆ **房地产销售小幅下降。** 2014年上半年，公司实现销售面积122万平方米，签约销售金额179亿元，同比分别下降10.47%和10.35%。上半年共新增15个项目，补充项目资源370.21万平方米，其中权益面积341.68万平方米
- ◆ **毛利率下滑。** 上半年公司整体毛利率35.35%，同比下降10.87个百分点。其中房地产业务毛利率36.7%，同比下降10.9个百分点。公司认为上半年产品毛利率相对较低的区域收入结转比例同比大幅上升，导致公司房地产开发业务毛利率下降。
- ◆ **财务状况保持稳健。** 报告期末，公司资产负债率71.94%，较年初增加0.97个百分点；公司扣除预收账款后的资产负债率为43.7%，较年初增长0.7个百分点。截至报告期末，公司持有现金186亿元，高于短期借款和一年内到期长期借款的总和128亿元，财务状况保持稳健。
- ◆ **盈利预测和投资评级：** 根据最新股本计算，预计公司2014年至2016年每股收益分别为2.13元、2.46元和2.85元，对应8月18日收盘价（12.2元）的市盈率分别为6倍、5倍和4倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：** 宏观经济增速低于预期；信贷收紧；销售下滑。

公司主要财务数据及预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	25,296.76	32,567.81	43,570.15	55,254.65	70,720.50
增长率 YoY %	67.40%	28.74%	33.78%	26.82%	27.99%
归属母公司净利润(百万元)	3,318.27	4,202.15	5,492.64	6,344.93	7,351.32
增长率 YoY%	28.03%	26.64%	30.71%	15.52%	15.86%
毛利率%	48.83%	41.52%	41.13%	39.13%	37.33%
净资产收益率 ROE%	14.18%	15.72%	17.14%	16.62%	16.24%
每股收益 EPS(元)	1.29	1.63	2.13	2.46	2.85
市场一致预期 EPS(元)	-	-	2.04	2.47	2.94
市盈率 P/E(倍)	9.47	7.48	5.72	4.95	4.27
市净率 P/B(倍)	0.90	1.18	0.98	0.82	0.69

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 8 月 18 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	103,072.1	122,852.16	154,115.87	183,523.64	228,758.50
现金	18,239.27	24,240.46	52,357.68	71,468.54	104,658.25
应收账款	167.85	80.86	174.28	221.02	282.88
其它应收款	8,183.49	13,683.88	13,071.05	16,576.40	21,216.15
预付账款	8.29	2,815.97	1,829.95	2,320.70	2,970.26
存货	73,637.94	78,476.51	83,633.01	89,069.16	94,680.52
其他	2,835.30	3,554.47	3,049.91	3,867.83	4,950.43
非流动资产	6,125.11	11,188.29	10,582.80	11,459.14	12,619.08
长期投资	1,083.25	1,653.19	1,653.19	1,653.19	1,653.19
固定资产	982.37	3,102.99	2,178.51	2,762.73	3,536.02
无形资产	0.00	542.45	0.00	0.00	0.00
其他	4,059.48	5,889.65	6,751.10	7,043.21	7,429.86
资产总计	109,197.2	134,040.45	164,698.67	194,982.78	241,377.58
流动负债	65,249.11	74,834.93	99,601.41	119,191.86	152,169.19
短期借款	2,105.00	4,250.00	4,750.00	4,350.00	4,950.00
应付账款	11,796.90	12,010.83	15,389.71	16,817.82	22,160.23
其他	51,347.21	58,574.09	79,461.70	98,024.04	125,058.96
非流动负债	14,508.85	20,288.35	19,371.94	22,141.44	26,208.28
长期借款	14,378.01	17,051.92	19,361.47	22,130.97	26,197.81
其他	130.84	3,236.43	10.47	10.47	10.47
负债合计	79,757.96	95,123.28	118,973.36	141,333.31	178,377.48
少数股东权益	6,045.76	12,191.67	13,678.90	15,477.84	17,730.95
归属母公司股东权益	23,393.52	26,725.50	32,046.41	38,171.63	45,269.15
负债和股东权益	109,197.24	134,040.45	164,698.67	194,982.78	241,377.58

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	25,296.76	32,567.81	43,570.15	55,254.65	70,720.50
同比	67.40%	28.74%	33.78%	26.82%	27.99%
归属母公司净利润	3,318.27	4,202.15	5,492.64	6,344.93	7,351.32
同比	28.03%	26.64%	30.71%	15.52%	15.86%
毛利率	48.83%	41.52%	41.13%	39.13%	37.33%
ROE	14.18%	15.72%	17.14%	16.62%	16.24%
每股收益(元)	1.29	1.63	2.13	2.46	2.85
P/E	9.47	7.48	5.72	4.95	4.27
P/B	0.90	1.18	0.98	0.82	0.69
EV/EBITDA	7.67	7.47	7.53	6.78	6.37

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

利润表

单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	25,296.76	32,567.81	43,570.15	55,254.65	70,720.50
营业成本	12,945.04	19,045.10	25,649.52	33,635.64	44,320.46
营业税金及附加	4,273.29	4,577.58	6,099.82	7,735.65	9,900.87
营业费用	729.28	770.61	958.54	1,215.60	1,555.85
管理费用	439.35	555.89	740.69	939.33	1,202.25
财务费用	394.15	614.46	732.45	770.00	810.00
资产减值损失	288.46	-353.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.58	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.57	569.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,234.36	7,927.21	9,389.13	10,958.42	12,931.07
营业外收入	24.84	108.77	0.00	0.00	0.00
营业外支出	59.70	6.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	6,199.50	7,967.18	9,389.13	10,958.42	12,931.07
所得税	1,921.98	2,458.87	2,347.28	2,739.61	3,232.77
净利润	4,277.52	5,508.31	7,041.85	8,218.82	9,698.31
少数股东损益	959.25	1,306.16	1,549.21	1,873.89	2,346.99
归属母公司净利润	3,318.27	4,202.15	5,492.64	6,344.93	7,351.32
EBITDA	6,628.51	8,541.67	10,121.58	11,728.42	13,741.07
EPS (摊薄)	1.29	1.63	2.13	2.46	2.85

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	5,098.78	495.92	27,826.18	19,170.88	29,418.16
净利润	3,318.27	4,202.15	5,492.64	6,344.93	7,351.32
折旧摊销	162.45	182.84	213.92	248.97	289.76
财务费用	394.15	614.46	732.45	770.00	810.00
投资损失	-5.57	-569.27	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-3,097.76	-4,934.27	20,479.48	10,474.18	19,296.50
其它	4,327.25	5,602.86	907.69	1,332.81	1,670.58
投资活动现金流	-644.64	-747.15	924.49	-584.23	-773.29
资本支出	-74.64	-2,120.62	924.49	-584.23	-773.29
长期投资	268.71	569.94	0.00	0.00	0.00
其他	-838.71	803.52	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	113.64	6,234.03	-633.45	524.21	4,544.84
吸收投资	511.00	1610.89	-61.97	-74.96	-93.88
借款	1829.06	6784.87	332.70	1588.87	5702.52
支付利息或股息	-2226.42	-2161.73	-904.18	-989.71	-1063.80
现金净增加额	4558.53	6017.17	28117.22	19110.87	33189.71

分析师简介

崔娟，先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，9年证券从业经验，能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。

房地产行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万科A	000002	金地集团	600383	新华联	000620
保利地产	600048	滨江集团	002244	世联行	002285
招商地产	000024	首开股份	600376	金科股份	000656

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。