

招商地产 (000024.SZ)

云销雨霁 彩彻区明

核心观点:

● 结算进度放缓, 业绩增长较慢

14 年上半年, 公司实现营业收入总额 160.47 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 17.85 亿元, 同比下降 30.00%; 实现每股净利润 0.69 元。公司上半年营业利润增速低于主营业务收入, 主要是因为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; 其他业务毛利水平也出现了不同程度的下降。预计公司 14 年结算收入增长将在 25% 左右, 叠加毛利率下滑的影响, 全年公司业绩增速约为 15% 左右。

● 销售计划基本完成

报告期内公司完成签约销售金额 179 亿元, 同比减少 10.35%, 完成上半年 200 亿销售目标的 90%。货值方面, 截止 6 月底公司在手货值约 270 亿, 下半年计划新推约 450 亿, 总货值超过 700 亿, 在下半年充沛的货值保障下, 公司全年 520 亿的销售目标完成概率较高。

● 投资加强, 杠杆有所上升

根据公司半年报公布, 上半年新增新增 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。从投资力度的角度来看 14 年上半年公司拿地金额与销售规模的比例有所提升, 净负债水平也有所提高。

● 预计公司 14、15 年 EPS 分别为 1.88、2.17 元, 维持“买入”评级。

在市场持续低迷内部结构理顺的情况下, 公司上半年任务完成度依然达到 90%。公司建立 30 周年, 积累的良好口碑及房地产开发经验, 管理层内部逐渐理顺及大股东的支持, 将为公司未来发展带来新的活力。

● 风险提示

房地产行业风险对公司销售带来的影响。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,297	32,568	38,278	44,957	54,950
增长率(%)	67.40%	28.74%	17.53%	17.45%	22.23%
EBITDA(百万元)	7114.3	7950.9	9519.2	10963.7	13961.2
净利润(百万元)	3318.3	4202.2	4839.5	5584.0	6816.8
增长率(%)	28.03%	26.64%	15.17%	15.38%	22.08%
EPS(元/股)	1.29	1.63	1.88	2.17	2.65
市盈率(P/E)	6.31	4.99	6.49	5.63	4.61
市净率(P/B)	0.90	0.78	1.00	0.85	0.71
EV/EBITDA	5.14	7.26	3.79	2.53	1.46

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

12.23 元

前次评级

买入

报告日期

2014-08-19

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

相关研究:

期待推盘高峰期销售表现	2014-06-11
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

联系人: 郭镇 021-6075-0637

guoz@gf.com.cn

金山 021-6075-0652

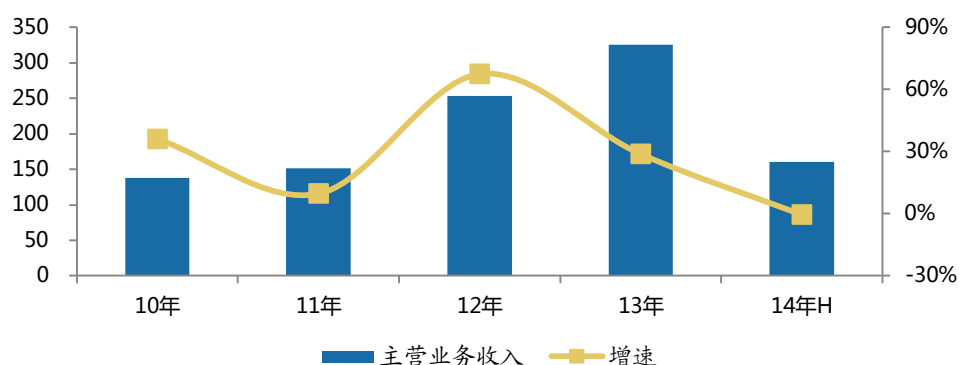
jinshan@gf.com.cn

结算进度放缓，业绩增长较慢

14年上半年，公司实现营业收入总额160.47亿元，同比13年上半年下降0.54%；营业利润33.45亿，同比下降29.41%，归属于上市公司股东的净利润17.85亿元，同比下降30.00%；实现每股净利润0.69元。

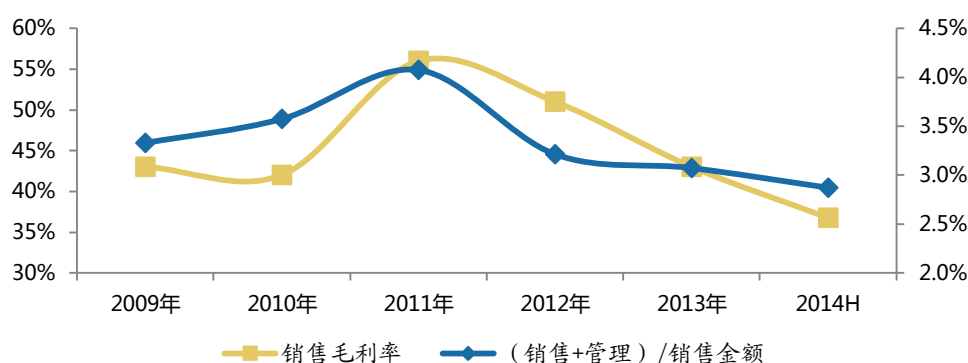
公司上半年营业利润增速低于主营业务收入，主要是因为产品毛利率相对较低的区域收入结转比例同比大幅上升，导致公司房地产开发业务毛利率下降；其他业务毛利水平也出现了不同程度的下降。费用率方面，14年上半年管理以及销售费用效率均有所提高，财务费用较去年同期有所提高。

图1：公司主营业务收入（亿元）及增速



数据来源：广发证券发展研究中心

图2：公司房地产业务结算毛利率及销售管理费用率



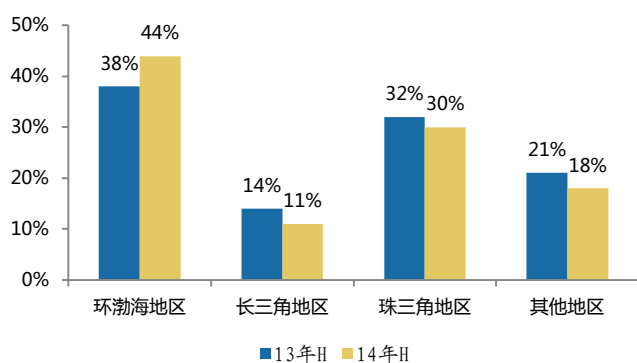
数据来源：广发证券发展研究中心

全年看来，公司半年报中披露下半年解锁规模将会显著高于上半年的结算水平，竣工面积上半年仅占33.3%，全年竣工面积计划竣工增长42.9%。结算均价方面，由于公司销售城市结构的调整，销售均价从12年开始便处于下降通道，全年结算均价与13年全年相比仍将小幅下降。预计公司14年结算收入增长将在25%左右，叠加毛

利率下滑的影响，全年公司业绩增速约为15%左右。

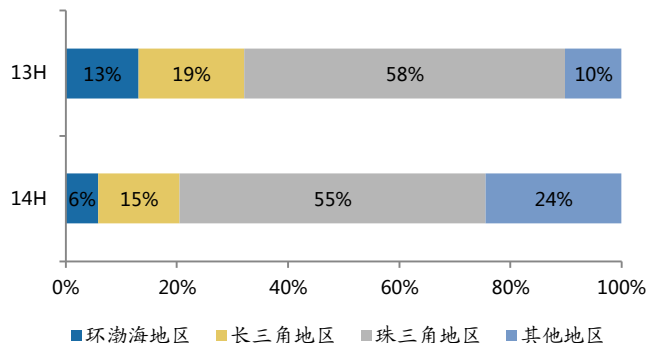
截止14年中报，公司预收账款余额为397.91亿，与13年年报相比上升22.73亿元，若按照中报14.9%的净利率以及25.4%的少数股东权益占比计算，尚存留1.72元的业绩，全年业绩增长锁定性较高。

图3：区域结算毛利变化



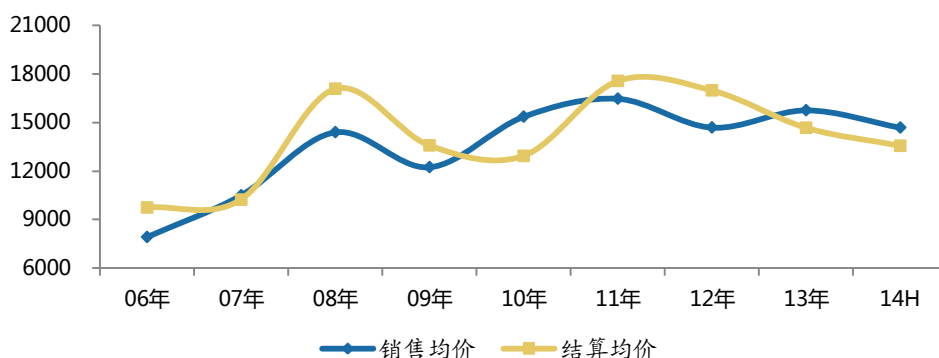
数据来源：广发证券发展研究中心

图4：主营业务收入区域占比



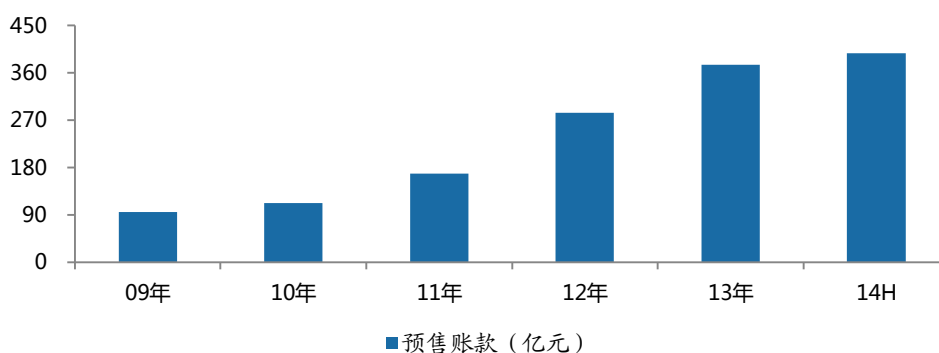
数据来源：广发证券发展研究中心

图5：招商地产销售及结算均价



数据来源：广发证券发展研究中心

图6：招商地产预收账款金额（亿元）



数据来源：广发证券发展研究中心

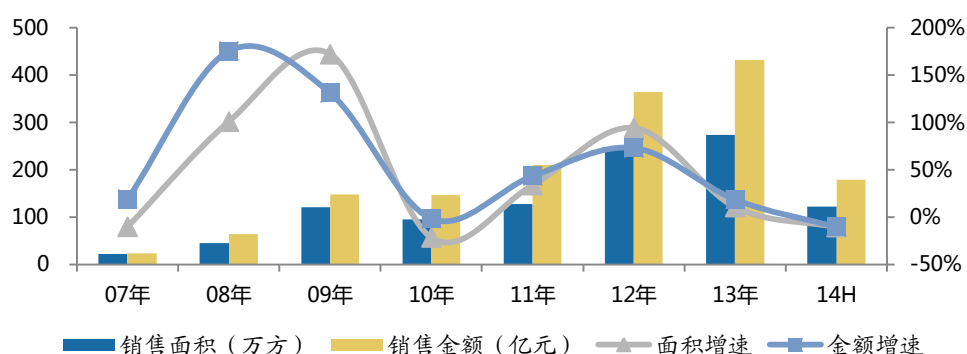
销售计划基本完成

报告期内公司完成销售面积121.82万方，同比减少10.47%，签约销售金额179亿元，同比减少10.35%，完成上半年200亿销售目标的90%，截止到7月份公司完成销售金额199.34亿元。销售均价方面，尽管公司上半年销售均价与13年全年相比小幅下降6.8%，这月公司在5、6两月的促销计划有一定关系，但从单月销售均价走势上来看，销售价格依旧处于相对稳定的状态。

货值方面，截止6月底公司在手货值约270亿，下半年计划新推约450亿，总货值超过700亿。尽管户型占比中大户型比例依旧偏高，但新推货值中小户型占比较高，下半年推货中中小户型比例将会继续提升。

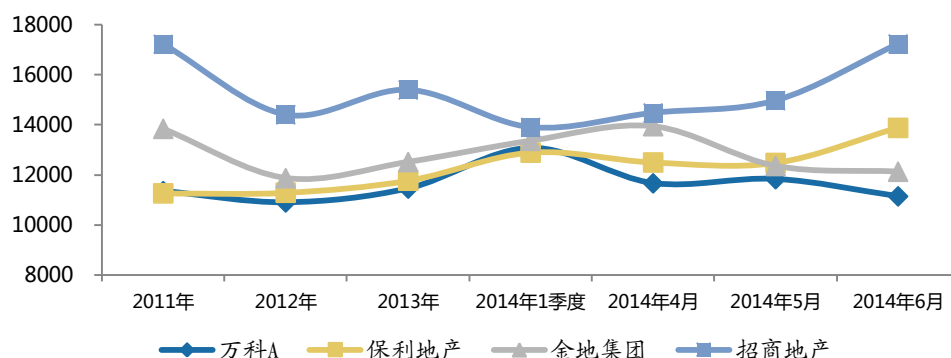
公司上半年以成立30周年为契机，推出了各类促销活动，加强品牌宣传以及项目去化速度。全年来看，在下半年充沛的货值保障下，公司全年520亿的销售目标完成概率较高。

图7：招商地产销售面积（万方）及销售金额（亿元）及其增速



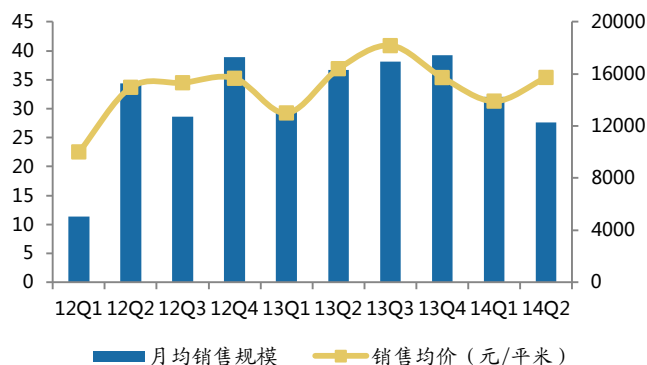
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图8：A股主要上市房地产公司销售均价走势



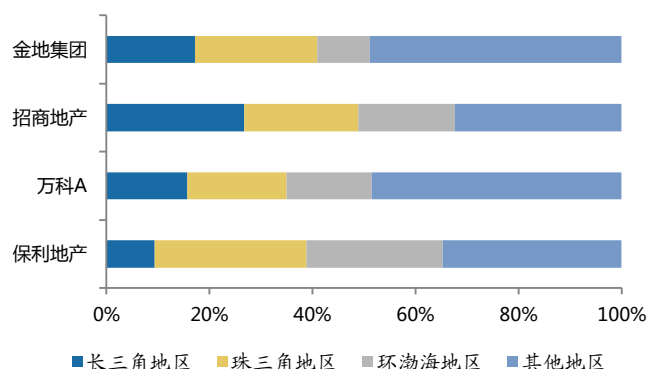
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9: 招商地产月度销售规模(亿元)与均价



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图10: 主流房企存货区域分布情况

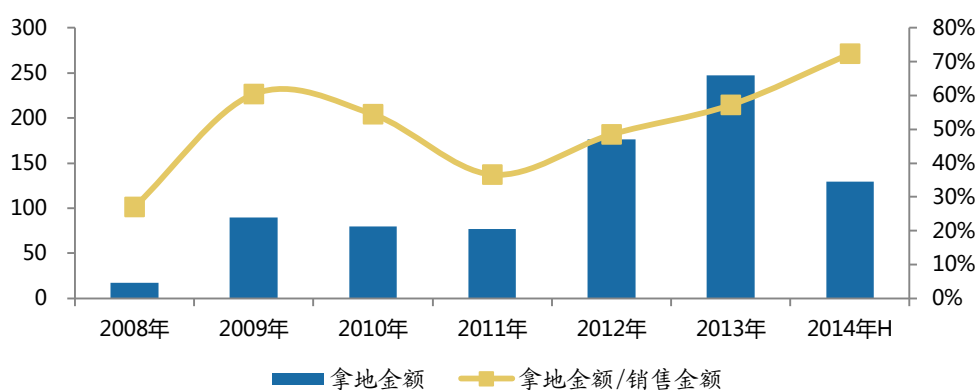


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

投资加强, 杠杆有所上升

根据公司半年报公布, 上半年新增新增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。其中西安项目的落地, 实现了西北区域战略性进入, 城市布局更加完善。从投资力度的角度来看14年上半年公司拿地金额与销售规模的比例有所提升, 上半年新增项目地款129亿元。从季度分布的来看, 公司新增项目主要集中在1季度, 进入二季度之后, 公司拿地力度显著下降, 一方面是由于公司一季度部分新增项目13年年末便确定, 14年上半年完成公告; 另外, 整体龙头企业在2季度销售回款受到整体市场的影响, 拿地力度减弱。

图11: 拿地金额(亿元)以及拿地金额/销售金额比例



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

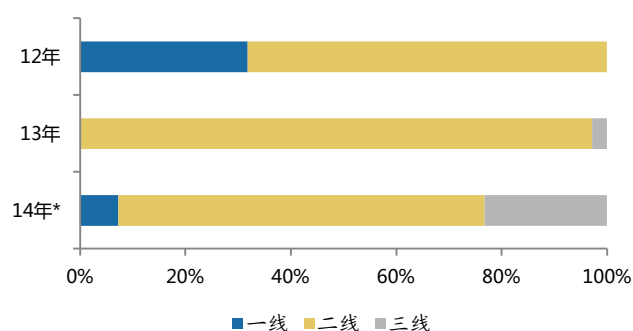
表1: 招商地产14年新增项目明细(根据公告信息计算)

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6月								

句容市宝华镇宝四路项目	商住办综合	江苏镇江	5.52	12.14	1.04	859	70%	8000
6 月合计			5.52	12.14	1.04	859	70%	
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%	
2 季度合计			30.32	75.82	19.65	2592		
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			366.01	543.08	129.45	2384		

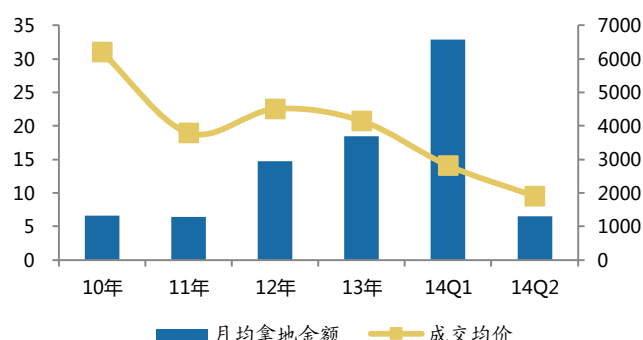
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：各线城市拿地分布



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

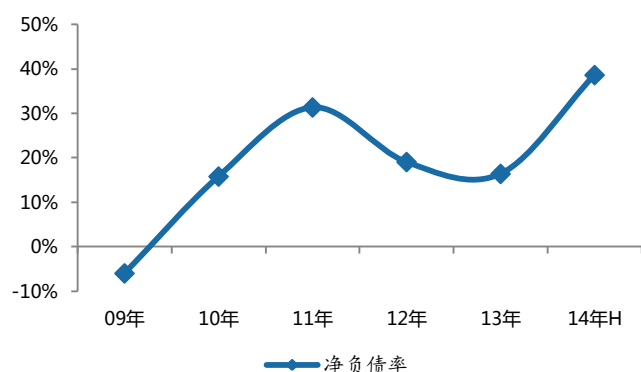
图13：招商地产各年月均拿地金额（亿元）及均价



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

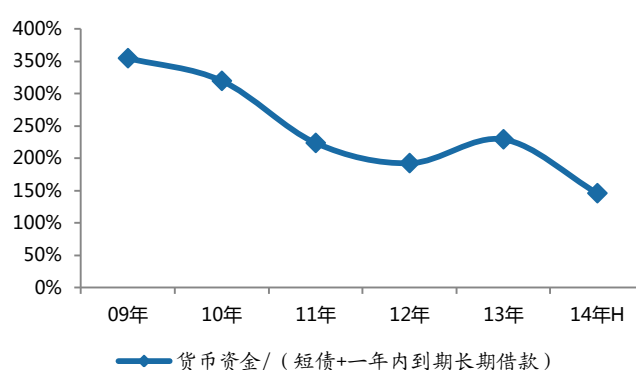
杠杆及负债水平上，公司上半年净负债率由13年底的16%，小幅上升至39%；而货币现金对短期借款的覆盖率由13年的2.29倍，下降至1.46倍。下半年在公司控制投资于销售回款规模增加的共同作用下，预计杠杆水平与中期相比将会有一定程度的下降。

图14: 招商地产净负债率水平



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图15: 招商地产在手货币资金短债覆盖率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

在市场持续低迷的状态下，公司上半年虽然没有超预期的销售表现，但仍为全年提供了一个相对稳定的基数，年初任务完成度达到90%。下半年公司总货值将会超过700亿，在市场环境转好预期的配合下，全年销售仍有望超预期增长。业绩方面，公司上半年竣工完成33.3%，预计全年业绩增长将在15%以上。在行业下半场，公司良好的产品口碑将成为公司今后市占率的提升的关键因素。我们认为公司在平稳期后将会迎来新的成长，预计公司14、15年EPS分别为1.88、2.17元，维持“买入”评级。

风险提示

房地产行业风险对公司销售带来的影响。

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	141,281	171,020	204,643	
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	92,989	112,356	133,780	
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	14,536	18,405	22,911	
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	8,971	11,970	15,552	
资产总计	109,197	134,040	155,817	189,425	227,553	
流动负债	65,249	74,835	92,773	116,031	142,430	
短期借款	2,105	4,250	3,528	5,079	5,062	
应付及预收	51,506	60,693	80,570	102,223	127,904	
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	110,447	136,406	164,796	
股本	1,717	1,717	2,576	2,576	2,576	
资本公积	8,387	8,447	8,556	9,673	11,036	
留存收益	13,201	16,482	20,354	24,821	30,274	
归属母公司股东权益	23,394	26,726	31,565	37,149	43,966	
少数股东权益	6,046	12,192	13,805	15,870	18,792	
负债和股东权益	109,197	134,040	155,817	189,425	227,553	

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	38,278	44,957	54,950	
营业成本	12,945	19,045	22,472	25,805	30,577	
营业税金及附加	4,273	4,578	4,946	6,033	7,825	
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	8,769	10,348	13,163	
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	8,769	10,348	13,163	
所得税	1,922	2,459	2,316	2,699	3,425	
净利润	4,278	5,508	6,453	7,649	9,738	
少数股东损益	959	1,306	1,613	2,065	2,921	
归属母公司净利润	3,318	4,202	4,839	5,584	6,817	
EBITDA	7,114	7,951	9,519	10,964	13,961	
EPS (元)	1.93	2.45	1.88	2.17	2.65	

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	6,453	7,649	9,738	
折旧摊销	205	332	428	363	481	
营运资金变动	-3,046	-3,703	2,707	44	1,739	
其它	3,662	-1,641	-2,086	-1,037	-1,407	
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%	17.5%	17.5%	22.2%	
营业利润增长	42.0%	27.2%	10.6%	18.0%	27.2%	
归属母公司净利润增长	28.0%	26.6%	15.2%	15.4%	22.1%	
获利能力(%)						
毛利率				48.8%	41.5%	
净利率	16.9%	16.9%	16.9%	17.0%	17.7%	
ROE	14.2%	15.7%	15.3%	15.0%	15.5%	
ROIC	14.0%	12.0%	15.2%	16.5%	20.0%	
偿债能力						
资产负债率(%)	73.0%	71.0%	70.9%	72.0%	72.4%	
净负债比率	19.1%	16.4%	0.8%	-7.0%	-17.5%	
流动比率	1.58	1.64	1.52	1.47	1.44	
速动比率	0.45	0.56	0.48	0.47	0.47	
营运能力						
总资产周转率	0.27	0.27	0.26	0.26	0.26	
应收账款周转率	199.46	272.58	311.65	199.88	157.55	
存货周转率	0.21	0.25	0.26	0.25	0.25	
每股指标(元)						
每股收益	1.93	2.45	1.88	2.17	2.65	
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	12.25	14.42	17.07	
估值比率						
P/E	6.3	5.0	6.5	5.6	4.6	
P/B	0.9	0.8	1.0	0.8	0.7	
EV/EBITDA	5.1	7.3	3.8	2.5	1.5	

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。