

招商地产 (000024.SZ)

拉开大幕, 精彩上演

核心观点:

● 销售大超预期, 增速年内新高

公司 9 月份实现签约面积 51.46 万方, 环比增 110.47%, 同比增 95.21%, 均为年内最大增幅; 签约销售金额 74.25 亿元, 环比增 88.07%, 同比增 40.15%, 延续了上月销售面积和金额双增的趋势。9 月份销售均价 14429 元/平, 环比下降 10.64%, 与 13 年同期相比降 4.92%。至 14 年 9 月, 公司本年累计实现签约面积 210.75 万方, 同比增加 6.13%; 签约销售金额 313.07 亿元, 同比增加 0.91%; 累计金额和面积终于双双止跌回升。累计均销售均价 14855 元, 与 13 年同期相比降 4.92%。近期房贷政策变化对于公司地产业务发展具备积极影响, 中大户型销售有望较大改善。

● 投资力度降低, 推盘仍有保障

土地投资方面, 公司三季度以来未新增项目储备。9 月推盘规模 70 个亿, 未来三个月机会推盘总规模在 250 亿以上, 在手货值约 290 亿, 总货值达 540 亿, 现 500 亿销售是大概率事件 (预计可在 520 亿左右)。

● 预计公司 14、15 年 EPS 分别为 1.80、2.08 元, 维持“买入”评级。

招商 30 周年, 作为央企老牌地产企业, 公司内部对于销售成绩的渴求强烈。叠加内部管理团队已然稳定, 下半年公司货值充沛, 结构得到优化, 一二线城市以及优势区域货值占比提升, 具备充足的实力超预期完成全年目标。9 月份公司规模增长幅度显著, 后四个月公司将全力冲刺, 力争年底最终的靓丽答卷。央行新政有利于公司短期存货去化及中长期发展, 货值结构的调整阵痛期已过, 未来发展阻碍降低。中长期看公司仍将积极寻求资本运作的方向, 进一步盘活资产利用模式优势进一步做大。

● 风险提示

公司销售表现在四季度表现不佳, 行业整体复苏缓慢。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	25,297	32,568	39,178	44,957	54,950
增长率 (%)	67.40%	28.74%	20.30%	14.75%	22.23%
EBITDA (百万元)	7114.3	7950.9	9164.7	10551.2	13103.4
净利润 (百万元)	3318.3	4202.2	4637.8	5362.6	6380.5
增长率 (%)	28.03%	26.64%	10.37%	15.63%	18.98%
EPS (元/股)	1.29	1.63	1.80	2.08	2.48
市盈率 (P/E)	6.51	5.14	6.98	6.04	5.07
市净率 (P/B)	0.92	0.81	1.03	0.88	0.75
EV/EBITDA	5.14	7.26	3.91	2.62	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

12.57 元

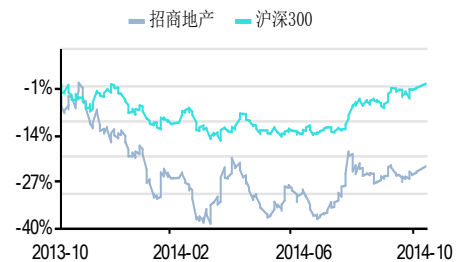
前次评级

买入

报告日期

2014-10-10

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



021-6075-0637



guoz@gf.com.cn

相关研究:

风起势, 云飞扬	2014-09-03
云销雨霁 彩彻区明	2014-08-19
期待推盘高峰期销售表现	2014-06-11

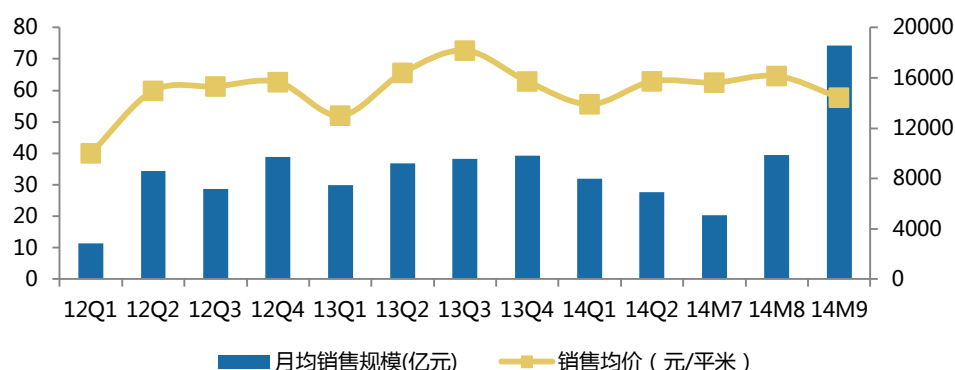
联系人: 金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

销售大超预期，增速年内新高

公司9月份实现签约面积51.46万方，环比增110.47%，同比增95.21%，均为年内最大增幅；签约销售金额74.25亿元，环比增88.07%，同比增40.15%，延续了上月销售面积和金额双增的趋势。9月份销售均价14429元/平，环比下降10.64%，与13年同期相比降4.92%。至14年9月，公司本年累计实现签约面积210.75万方，同比增加6.13%；签约销售金额313.07亿元，同比增加0.91%；累计金额和面积终于双双止跌回升。累计均销售均价14855元，与13年同期相比降4.92%。

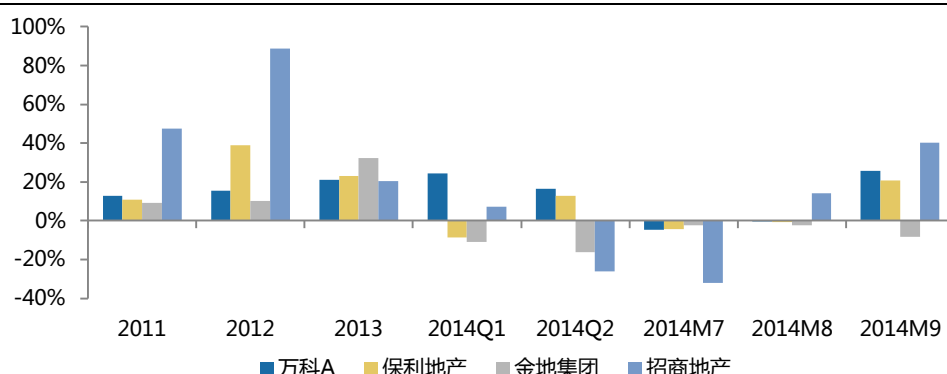
图1：招商地产月均销售规模（亿元）与价格（元/平）变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

9月龙头企业销售业绩普遍回升，除金地外其他三家企业均实现了销售金额超20%的同比增速，其中招商达40%，居龙头之首。三季度以来，万科和保利也难以保持第二季度的同比正增速，7月四大龙头销售齐跌；8月招商即止跌回升，在其他三家继续下滑之际一枝独秀；9月迎来了万科、保利的销售回暖，招商更是表现抢眼，增速扩大了近26个百分点。近期房贷政策变化对于公司地产业务发展积极影响，中大户型销售有望得到较大改善，公司仍将坚持产品结构调整，降低144平以上户型的占比。

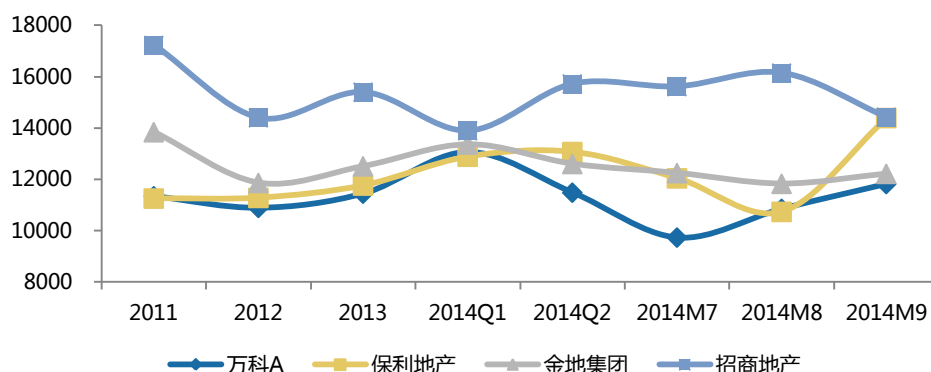
图2：万科、保利、金地和招商近三年销售金额同比增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从销售均价来看，公司9月份的价格环比下滑，而其他几家龙头企业在9月出现了不同程度地均价回升。这主要是由于公司3季度以来实行降价策略，这促使公司在8月和9月实现销售大幅回升，十一销售更超预期，9月29到10月5日单周即销售约20亿。目前公司依旧坚持降价策略，近期3季度会议会讨论是否更改未来的价格策略。

图3: 万科、保利、金地和招商近三年销售均价（元/平）

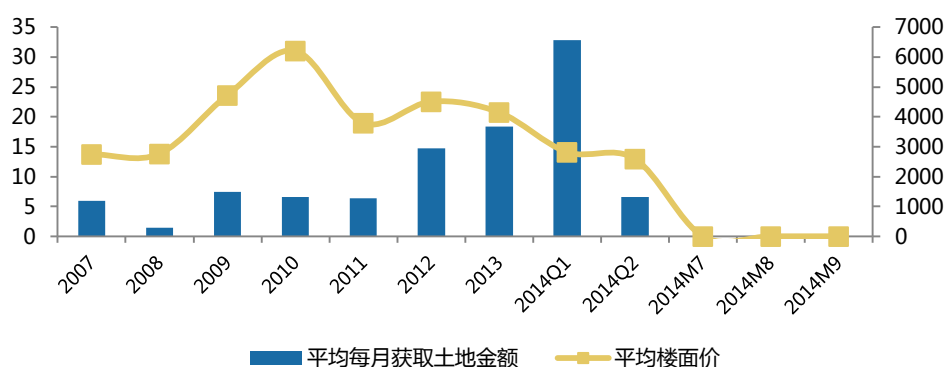


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

投资力度降低，推盘仍有保障

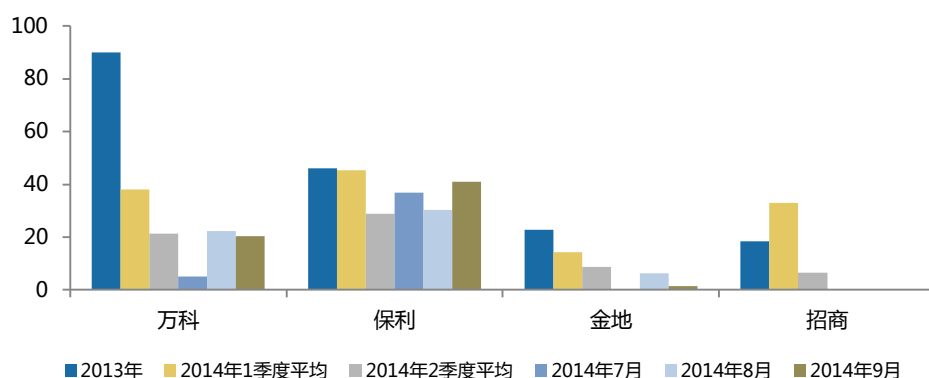
土地投资方面，公司三季度以来未新增项目储备。从与龙头企业的对比来看，保利本年拿地最为积极，万科近两月基本保持在第二季度的拿地节奏上，金地今年拿地势头渐缓。招商近期虽未拿地，但一季度有较大幅度增持，目前货源充足。9月推盘规模70个亿，未来三个月机会推盘总规模在250亿以上，在手货值约290亿，总货值达540亿，现500亿销售是大概率事件（乐观估计可达到520亿左右）。

图4: 招商月均土地投资额（权益100%，单位：亿元）及楼面均价（元/平）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5: 万保招金月均拿地金额 (权益100%, 单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

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 7 月、8 月、9 月无新增项目								
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			355.39	512.67	118.22	2778		

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

招商30周年，作为央企老牌地产企业，公司内部对于销售成绩的渴求强烈。叠加内部管理团队已然稳定，下半年公司货值充沛，结构得到优化，一二线城市以及优势区域货值占比提升，具备充足的实力超预期完成全年目标。9月份公司规模增长幅度显著，后四个月公司将全力冲刺，力争年底最终的靓丽答卷。央行新政有利于公司短期存货去化及中长期发展，货值结构的调整阵痛期已过，未来发展阻碍降低。中长期看公司仍将积极寻求资本运作的方向，进一步盘活资产利用模式优势进一步做大。预计公司14、15年EPS分别为1.80、2.08元，维持“买入”评级。

风险提示

公司销售表现在四季度表现不佳，行业整体复苏缓慢。

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	138,737	165,645	194,801
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	90,446	106,980	123,938
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	14,548	18,431	22,965
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	8,983	11,996	15,606
资产总计	109,197	134,040	153,286	184,076	217,767
流动负债	65,249	74,835	90,635	111,893	135,285
短期借款	2,105	4,250	3,445	4,712	4,396
应付及预收	51,506	60,693	78,514	98,490	121,617
其他流动负债	11,638	9,891	8,676	8,692	9,272
非流动负债	14,509	20,288	17,549	19,736	20,920
长期借款	14,378	17,052	17,104	19,040	19,922
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	108,185	131,629	156,205
股本	1,717	1,717	2,576	2,576	2,576
资本公积	8,387	8,447	8,516	9,588	10,865
留存收益	13,201	16,482	20,192	24,483	29,587
归属母公司股东权益	23,394	26,726	31,363	36,726	43,106
少数股东权益	6,046	12,192	13,738	15,721	18,456
负债和股东权益	109,197	134,040	153,286	184,076	217,767

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	39,178	44,957	54,950
营业成本	12,945	19,045	25,012	28,613	34,976
营业税金及附加	4,273	4,578	3,861	4,434	5,434
销售费用	729	771	876	907	1,013
管理费用	439	556	692	815	904
财务费用	394	614	477	425	496
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	8,417	9,952	12,348
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	8,417	9,952	12,348
所得税	1,922	2,459	2,233	2,606	3,233
净利润	4,278	5,508	6,184	7,346	9,115
少数股东损益	959	1,306	1,546	1,983	2,735
归属母公司净利润	3,318	4,202	4,638	5,363	6,381
EBITDA	7,114	7,951	9,165	10,551	13,103
EPS (元)	1.93	2.45	1.80	2.08	2.48

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	7,703	7,816	11,701
净利润	4,278	5,508	6,184	7,346	9,115
折旧摊销	205	332	428	363	481
营运资金变动	-3,046	-3,703	3,195	1,198	3,651
其它	3,662	-1,641	-2,104	-1,091	-1,546
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	-3,762	1,401	-787
银行借款	10,401	19,700	8,613	11,779	10,990
债券融资	-8,571	-12,915	-10,581	-8,561	-9,843
股权融资	511	1,611	0	0	0
其他	-2,226	-2,162	-1,794	-1,817	-1,934
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%	20.3%	14.8%	22.2%
营业利润增长	42.0%	27.2%	6.2%	18.2%	24.1%
归属母公司净利润增长	28.0%	26.6%	10.4%	15.6%	19.0%
获利能力(%)					
毛利率	48.8%	41.5%	36.2%	36.4%	36.3%
净利率	16.9%	16.9%	15.8%	16.3%	16.6%
ROE	14.2%	15.7%	14.8%	14.6%	14.8%
ROIC	14.0%	12.0%	14.7%	16.4%	20.0%
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0%	71.0%	70.6%	71.5%	71.7%
净负债比率	19.1%	16.4%	0.4%	-9.1%	-21.6%
流动比率	1.58	1.64	1.53	1.48	1.44
速动比率	0.45	0.56	0.50	0.49	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
应收账款周转率	199.46	272.58	318.97	199.88	157.55
存货周转率	0.21	0.25	0.30	0.29	0.30
每股指标(元)					
每股收益	1.93	2.45	1.80	2.08	2.48
每股经营现金流	2.97	0.29	2.99	3.03	4.54
每股净资产	13.62	15.56	12.18	14.26	16.73
估值比率					
P/E	6.5	5.1	7.0	6.0	5.1
P/B	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.1	7.3	3.9	2.6	1.5

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 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。
- 郭 镇: 分析师, 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。
- 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。

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。