



平台连横 谋定而动

携手招商资本，产融结合彰显集团优势： 17 日招商地产和招商局资本签署战略合作协议。我们认为此次联手是公司在转型升级的过程中，嫁接集团优势，实现产融联合的一大举措。对于公司而言一方面能够充分利用招商资本这一融资平台强化资金优势，另一方面能够与招商资本上下联动，把握 REITS、产业园区、养老地产等领域的新机遇，践行公司业务转型升级总体架构。我们曾在报告中指出，随着 7 月份集团公司领导换届结束，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，而这次的产融合作进一步印证这一点。我们预计未来类似的平台内合作还将接踵而来，集团在工业地产、邮轮母港业务等方面的运营优势也有望对公司形成更为深入的外溢效应。

加快周转，三季度销售超预期： 公司上半年销售同比去年略有下滑，但三季度开始加大推货力度，同时货值结构调整也得以兑现，导致三季度尤其是 9 月份销售超预期，前三季度销售额达 313 亿，我们认为在公司积极去化、行业行政政策退出的背景下，以一二线城市为重心的招地有望冲击 500 亿的销售目标。

拿地积极，供货弹性十足： 公司前三季度新增储备约 500 万方，拿地额约 119 亿，和保万金相比都更为积极。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。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，且为公司明年销售弹性做出贡献，我们更认为 2015 年也许是招商地产规模真正发力的一年。

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，平台优势将能够进一步助推公司形成新的增长点，从货值储备以及结构来看，14 年有望冲击 500 亿的销售目标。在房地产融资如火如荼的市场环境下，我们预计招商地产多渠道融资的动力十足，也将为企业加速发展增添动力，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	8.13	7.05	5.64	4.45

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 10 月 20 日

当前股价：13.26 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
10.78/8.83	14.11/0.86	-11.96/-18.72
12 月最高/最低价 (元)		25.68/10.11
总股本 (万股)		257595.08
流通 A 股 (万股)		102605.44
总市值 (亿元)		341.57
流通市值 (亿元)		136.05
近 3 月日均成交量 (万)		3706.08
主要股东		
蛇口工业区		40.38%

股价表现



相关研究报告

14.08.19 整装备战下半年

14.04.18 加快扩张步伐

14.03.18 跨越新篇章
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



携手招商资本，产融结合彰显集团优势

即今年上半年招商地产与招商银行实现总对总合作之后，近期大招商平台内的资源整合又再进一步。17日招商地产和招商局资本签署战略合作协议。我们认为此次联手是公司在转型升级的过程中，嫁接集团优势，实现产融联合的一大举措。

招商局资本是招商局集团旗下专门从事另类投资与管理业务的公司，并由招商局集团董事长李建红亲自挂帅，目前管理着 4 支基金，规模近 200 亿元，重点投资领域包括房地产、基础设施、装备机械、金融服务等。我们认为两者在商业地产基金、产业园区建设、养老地产以及联合开发等方面的合作与探索，对于公司而言一方面能够充分利用招商资本这一融资平台强化资金优势，另一方面能够与招商资本上下联动，把握 REITS、产业园区、养老地产等领域的新机遇，践行公司“一个根基、两条新路、三片沃野”的业务转型升级总体架构。我们曾在报告中指出，随着 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，而这次的产融合作进一步印证这一点。我们预计未来类似的平台内合作还将接踵而来，集团在工业地产、邮轮母港业务等方面的运营优势也有望对公司形成更为深入的外溢效应。

表：合作模式

合作方向	合作模式
商业地产基金	招商局资本将指导协助招商地产在保留管理权的条件下进行五项商业资产的交易
产业园区	共同探索产业园区运营模式和平台，今后还会向招商局资本推荐对入园企业作股权投资，并选取适合的园区，由招商局资本和当地政府发起区域园区产业投资基金，直接对园区进行重资产投资
养老地产	加强养老健康地产的研究，探索和实践养老健康地产运作模式
联合开发	联合投资开发新的房地产项目

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

表：招商局资本演变

时间	子公司	内容
1987 年	中国科招商高技术公司	与原国防科工委和国家科委共同创办，目前是中国现存最早的股权投资企业
1993 年	招商局中国基金	成立招商局中国基金，投资项目分布于金融服务业、文化传媒、工业制造、能源以及资源等
1999 年	招商局科技集团	成立招商局科技集团，致力于高新技术领域风险投资、创业孵化和产业基地建设
2009 年	招商致远资本	招商证券设立直投子公司——招商致远资本
2011 年	中新建招商股权投资基金	与新疆生产建设兵团共同设立总规模 100 亿的中新建招商股权投资基金
2012 年	招商局资本	在深圳设立招商局资本，对集团基金业务进行整合，促进集团产融结合和基金业务的发展

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

表：招商局集团近期邮轮母港合作计划

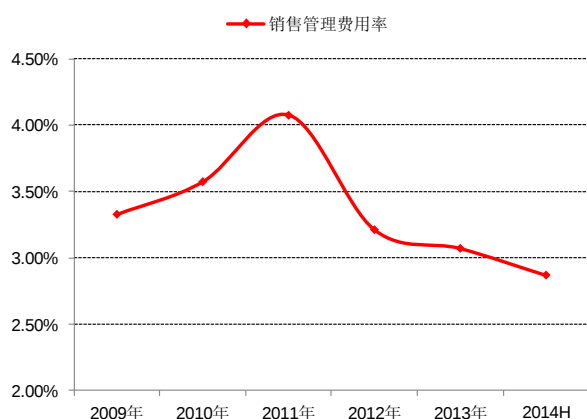
时间	城市	项目	规划
2013 年 8 月	青岛	集团与青岛港集团就青岛邮轮母港城项目签订战略合作框架协议	位于大青岛“黄岛，红岛，青岛”三城联动发展战略关键区域，投资规模千亿，总建筑面积约 50 万平方米
2013 年 11 月	厦门	集团与厦门市政府签署了《厦门湾同城化发展战略合作框架协议》和《关于厦门国际邮轮母港项目合作框架协议》	以东渡邮轮母港综合开发为切入点，实现船、港、城一体化发展，项目总占地面积 1200 亩，建筑面积 270 万平方米

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

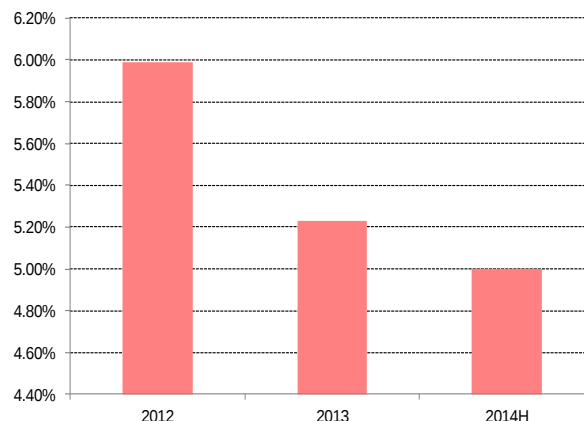
表：14 年招商地产受让集团资产情况

时间	项目/土地	规划用途	区域	总地面积	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	0.70	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


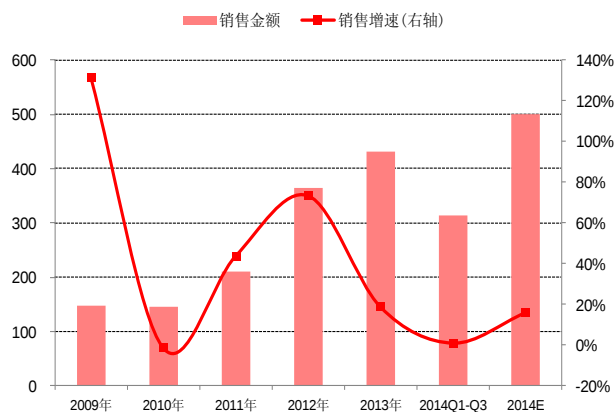
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：综合融资成本


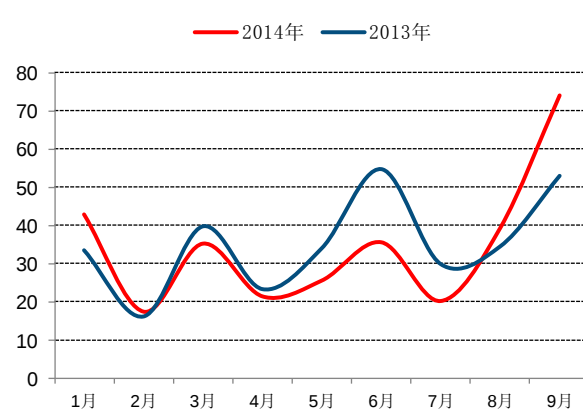
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

加快周转，三季度销售超预期

公司上半年销售同比去年略有下滑，也落后于半年销售目标。但三季度开始加大推货力度，同时货值结构调整也得以兑现，导致三季度尤其是 9 月份销售超预期，前三季度销售额达 313 亿，我们认为在公司积极去化、行业行政政策退出的背景下，以一二线城市为重心的招地有望冲击 500 亿的销售目标。

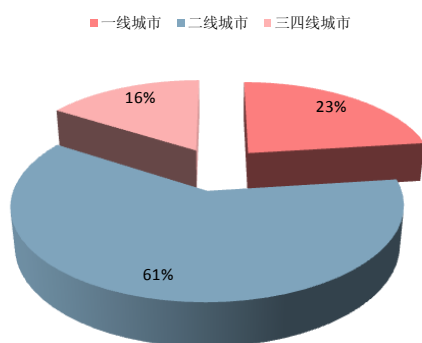
图：累计销售额与增速


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：单月销售额


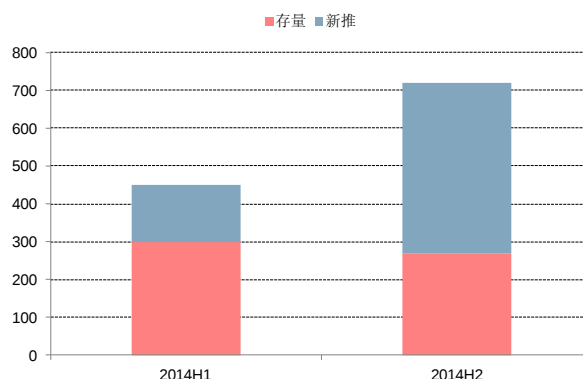
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：货值区域结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：14 年货值

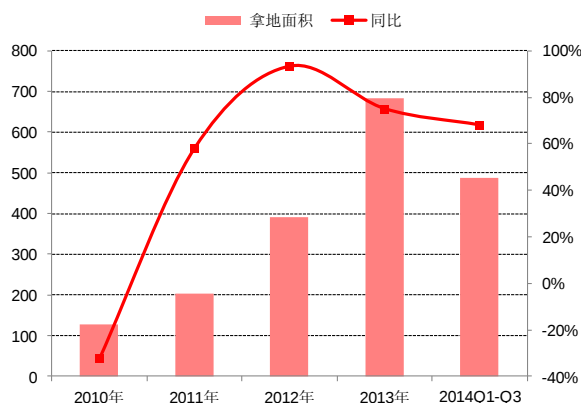


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

拿地积极，供货弹性十足

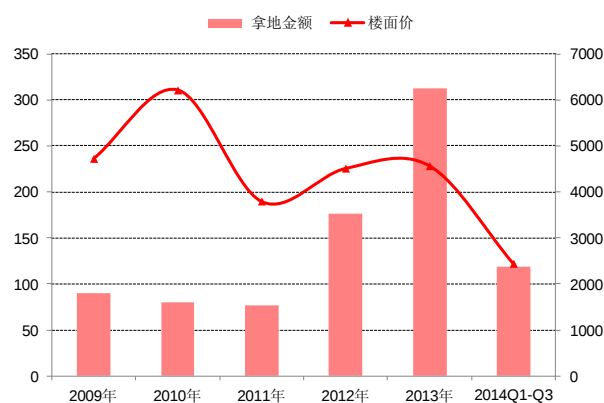
公司在扩储方面仍然延续 12 年来的迅猛势头，前三季度新增储备约 500 万方，拿地额约 119 亿，和保万金相比都更为积极。按照公司计划，四季度拿地额指标还有 130 亿左右。尽管扩张仍然在快车道，但整体而言成本控制得当，平均楼面价大幅下降。从供货弹性来看，一旦市场热度复苏，公司销售的加速提升将有保障，且为公司明年销售弹性做出贡献，我们更认为 2015 年也许是招商地产规模真正发力的一年。

图：拿地面积与同比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：拿地金额与楼面价



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

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 年有望冲击 500 亿的销售目标。如若能够提升区域深耕能力，招商地产将会迎来快速发展的契机。在房地产融资如火如荼的市场环境下，我们预计招商地产多渠道融资的动力十足，也将为企业加速发展增添动力，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