

招商地产 (000024)

销售端逐步发力

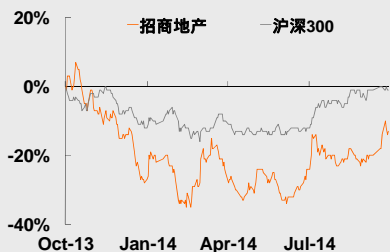
推荐 (维持)

现价: 13.29 元

主要数据

行业	平安地产
公司网址	www.cmpd.cn
大股东/持股	蛇口工业区/40.38%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/51.89%
总股本(百万股)	2,576
流通 A 股(百万股)	1,026
流通 B/H 股(百万股)	212
总市值 (亿元)	342.34
流通 A 股市值(亿元)	136.40
每股净资产(元)	10.76
资产负债率(%)	71.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

王琳 投资咨询资格编号
S1060513090001
010-59730726
WANGLIN170@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 公司公布三季报,前三季度实现营业收入 237.5 亿元,同比增长 1.2%,实现归属母公司净利润 22.4 亿元,同比下降 37.9%。对应 EPS0.87 元,业绩低于我们的预期。

平安观点:

- **毛利率延续下滑,多因素拖累业绩:** 随着公司二、三、四线城市项目占比增加,产品毛利率相对较低的区域收入结转比例上升,导致前三季度销售毛利率同比下降 13.4 个百分点。其中三季度单季毛利率仅为 28.2%,同比下降 18.7 个百分点。随着四季度部分高毛利率项目的结算,预计单季毛利率将有所回升。中期来看,近年来随着公司区域销售及产品结构的逐步变化加之全国范围内房价下行压力,预计毛利率仍将呈下降趋势。期内人民币贬值使汇兑损失大幅增加,财务费用同比增长 210%。同时公司对深圳招商华侨城控制权变更后长期股权投资采用公允价值计量,评估增值 -0.87 亿元,扣非后净利率同比下降 29.2%。
- **销售端逐步发力,四季度可售充足:** 公司 1-9 月实现销售面积 210.8 万平,同比增长 6.13%,销售金额 313.1 亿元,同比增长 0.91%,完成全年 500 亿目标的 62.6%,均价 14855 元/平米,较 2013 年均价 (15766 元/平) 下降 5.8 个百分点。尽管销售目标完成率较低,但在“快速跑量,适当利润”的方针下,公司三季度销量已开始发力,单季销售 134 亿元,环比分别上涨 61.5%和 17.1%,9 月单月签约金额更是创历史新高。公司 9 月末存货 336 亿,四季度预计新推 250 亿,四季度可售货值超过 550 亿,且 40%为 90-144 平改善型产品,受益 930 新政。按新推 50%去化,存货 20%去化估计,全年可实现销售额 505 亿,同比增长 17%。
- **投资力度下降,财务状况稳健:** 由于行业转淡,加上地价高位运行,公司二季度以后逐步放缓土地投资步伐,三季度更是未新增地块。由于拿地投资持续收缩,公司现金流状况逐步转好,三季度单季经营性净现金流更是由二季度的负 30 亿上升为 18.4 亿。期末公司在手现金对一年内到期的长短期债务覆盖比例由上半年末的 1.46 上升为 2.02。剔除预收账款后的资产负债率和净负债率分别仅为 43.0%和 34.8%,较上半年末持平和下降 4 个百分点。整体来看,公司财务状况依旧稳健。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,297	32,568	41303	54875	72581
YoY(%)	67.4	28.7	26.8	32.9	32.3
净利润(百万元)	3,318	4,202	5224	6474	7960
YoY(%)	28.0	26.6	24.3	23.9	23.0
毛利率(%)	48.8	41.5	41.0	41.1	40.8
净利率(%)	13.1	12.9	12.6	11.8	11.0
ROE(%)	14.2	15.7	16.4	17.1	17.6
EPS(摊薄/元)	1.29	1.63	2.03	2.51	3.09
P/E(倍)	10.3	8.1	6.6	5.3	4.3
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	0.91	0.76

- **盈利预测**: 预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 2.03、2.51 元, 对应 PE 分别为 6.6 倍和 5.3 倍。短期来看, 公司销售端逐步发力, 内部完成销售目标意愿强烈, 且受益 930 新政, 四季度销售有望再创新高; 中长期来看, 公司近年积极布局养老、医疗地产等新业务模式, 未来有望成为公司新一片发展蓝海。公司年内表现远弱于行业和其它龙头, 估值具有安全边际, 维持“推荐”评级。
- **风险提示**: 四季度销售不及预期的风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	122852	141439	169190	212294	
现金	24240	17392	16463	21774	
应收账款	77	167	207	263	
其他应收款	13684	16421	19705	23646	
预付账款	2816	2816	2816	2816	
存货	78477	101090	126445	160241	
其他流动资产	3558	3554	3554	3554	
非流动资产	11188	12206	13143	14098	
长期投资	1653	2149	2364	2600	
固定资产	2038	2717	3412	4080	
无形资产	542	542	542	542	
其他非流动资产	6954	6797	6825	6875	
资产总计	134040	153645	182333	226392	
流动负债	74835	88429	106021	136116	
短期借款	4250	3000	9107	9832	
应付账款	12011	11796	12976	14273	
其他流动负债	58574	73633	83938	112010	
非流动负债	20288	19785	22286	24785	
长期借款	17052	19552	22052	24552	
其他非流动负债	3236	233	234	233	
负债合计	95123	108213	128306	160901	
少数股东权益	12192	13647	16206	20195	
股本	1717	2576	2576	2576	
资本公积	8447	7588	7588	7588	
留存收益	16482	21621	27656	35132	
归属母公司股东权益	26726	31785	37820	45296	
负债和股东权益	134040	153645	182333	226392	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	496	-4207	-5714	4561	
净利润	5508	6679	9034	11949	
折旧摊销	142	244	323	406	
财务费用	614	687	738	757	
投资损失	-569	-53	-59	-65	
营运资金变动	-5716	-11446	-15681	-8411	
其他经营现金流	516	-317	-70	-75	
投资活动现金流	-747	-1153	-1148	-1233	
资本支出	324	830	949	1019	
长期投资	-34	496	215	236	
其他投资现金流	-457	173	17	22	
筹资活动现金流	6234	-1489	5933	1983	
短期借款	2145	-1250	6107	725	
长期借款	2674	2500	2500	2500	
普通股增加	0	859	0	0	
资本公积增加	60	-859	0	0	
其他筹资现金流	1355	-2739	-2674	-1242	
现金净增加额	6017	-6849	-929	5312	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	32568	41303	54875	72581	
营业成本	19045	24361	32339	42959	
营业税金及附加	4578	5455	7291	9644	
营业费用	771	1033	1317	1742	
管理费用	556	723	933	1234	
财务费用	614	687	738	757	
资产减值损失	-354	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	569	53	59	65	
营业利润	7927	9099	12316	16309	
营业外收入	69	69	69	69	
营业外支出	29	18	10	10	
利润总额	7967	9150	12375	16368	
所得税	2459	2470	3341	4419	
净利润	5508	6679	9034	11949	
少数股东损益	1306	1455	2560	3989	
归属母公司净利润	4202	5224	6474	7960	
EBITDA	8684	10029	13377	17472	
EPS (元)	1.63	2.03	2.51	3.09	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	28.7	26.8	32.9	32.3
营业利润 (%)	27.2	14.8	35.4	32.4
归属于母公司净利润 (%)	26.6	24.3	23.9	23.0
获利能力				
毛利率 (%)	41.5	41.0	41.1	40.8
净利率 (%)	12.9	12.6	11.8	11.0
ROE (%)	15.7	16.4	17.1	17.6
ROIC (%)	15.6	14.3	14.4	16.6
偿债能力				
资产负债率 (%)	71.0	70.4	70.4	71.1
净负债比率 (%)	8.7	27.9	38.3	28.4
流动比率	1.64	1.60	1.60	1.56
速动比率	0.59	0.46	0.40	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.29	0.33	0.36
应收账款周转率	243	282	244	257
应付账款周转率	1.60	2.05	2.61	3.15
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	1.63	2.03	2.51	3.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	-1.63	-2.22	1.77
每股净资产 (最新摊薄)	15.56	12.34	14.68	17.58
估值比率				
P/E	8.1	6.6	5.3	4.3
P/B	1.3	1.1	0.91	0.76
EV/EBITDA	5	5	3	3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	