

证券研究报告—动态报告

房地产

房地产开发 II

招商地产 (000024)

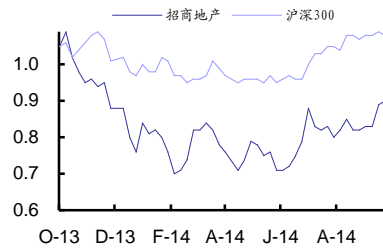
推荐

2014 年三季度报点评

(维持评级)

2014 年 10 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	2,576/1,026
总市值/流通 (百万元)	34,234/13,640
上证综指/深圳成指	2,357/8,204
12 个月最高/最低元)	16.64/9.87

相关研究报告:

- 《招商地产-000024-重大事件快评:集团优势资源货币化平台,维持推荐评级》——2014-10-20
- 《招商地产-000024-2013 年中报点评:销售增长好,扩张步伐稳健》——2013-08-22
- 《招商地产-000024-重大事件快评:打造境外平台,助力千亿目标》——2013-04-25
- 《招商地产-000024-2012 年年报点评:2013 年计划相对保守,但经营值得期待》——2013-03-20
- 《招商地产-000024-2012 年三季度报点评:求快战略见成效,销售实现高速增长》——2012-10-18

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

联系人: 朱宏磊

电话: 0755-82130513
E-MAIL: zhuhl@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

上扶内聚,增长可期

● 收入增长 1%, EPS 0.87 元

前三季度实现营业收入 237.5 亿元,同比小幅增长 1.2%;实现归属母公司股东净利润 22.4 亿元,同比下降 37.9%。EPS 为 0.87 元。净利润下滑的主要原因是项目竣工时间分布的不均衡,毛利率高的项目暂未结转,期内结转项目的总体毛利率水平同比较低。

● 扩张稳健,销售回升,全年销售目标完成无虞

期内公司坚持以销定投、稳健扩张的策略:上半年拿地 15 宗,增加权益面积 342 万方;下半年来仅与招商局合作以收购项目公司的方式取得沈阳 1 宗宅地,总建面 22 万方。1-9 月累计销售金额 313 亿,同比增加 1%。下半年以来销售增速明显回升,9 月销售金额同比大增 40%,实现累计同比转正。销售企稳回升一方面是因为下半年推货量的显著增加,另一方面新项目的去化情况也有明显改善。四季度计划新推盘 250 亿,销售超 200 亿,全年目标完成无虞。

● 资债结构优,业绩锁定性强

扣除预收账款后的资产负债率 43%,为阶段新低。净负债率 27%,较去年同期上升 7 个百分点,仍属行业较低水平。期内货币资金同比持平,对短期借款和一年内到期非流动负债覆盖率升至 2 倍,短期偿债能力优。期末预收款达 422 亿,对 2014 年业绩保障倍数达 106%,锁定性强。

● 资本运作连连,进取动力十足

公司近期已完成股权激励首批股票期权的授予,管理层与股东利益高度捆绑,有利于中长期稳定发展;与招商局资本签订合作协议,将在设立商业地产基金、产业园区探索、联合开发地产项目等方面展开合作,沈阳项目即是一例。随着行业整体环境的宽松,未来不排除重启再融资的可能。公司将更加注重利用资本市场盘活自身及集团的优势资源,增长空间巨大。

● 上扶内聚,增长可期,维持“推荐”评级

成为招商局“优势资源货币化平台”,意味着未来五年在龙头地产股中,公司资源禀赋持续改善的概率最大。同时,股东和管理层利益的高度捆绑有利于中长期发展。预计 14-16 年 EPS 分别为 1.80/2.16/2.80 元,对应 PE 为 7.4/6.2/4.7x。RNAVPS19.3 元, P/NAV0.7, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,297	25,297	36,802	44,162	56,527
(+/-%)	67.4%	67.4%	13.0%	20.0%	28.0%
净利润(百万元)	3,318	3,318	4,646	5,558	7,208
(+/-%)	28.0%	28.0%	10.6%	19.6%	29.7%
摊薄每股收益(元)	1.29	1.93	1.80	2.16	2.80
EBITMargin	26.1%	27.3%	24.0%	24.1%	24.3%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.2%	15.0%	15.4%	16.9%
市盈率(PE)	10.3	12.0	7.4	6.2	4.7
EV/EBITDA	16.7	16.8	15.2	14.5	12.9
市净率(PB)	1.5	1.70	1.1	0.9	0.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	24240	25991	29230	33171
应收款项	13765	15628	18754	23230
存货净额	78477	88304	106424	128288
其他流动资产	6366	6624	7508	8479
流动资产合计	122852	136557	161921	193176
固定资产	2143	2246	2328	2268
无形资产及其他	542	521	499	477
投资性房地产	6849	6849	6849	6849
长期股权投资	1653	1753	1853	1953
资产总计	134040	147927	173450	204724
短期借款及交易性金融负债	10581	10362	10000	9500
应付款项	12038	13445	16574	21195
其他流动负债	52216	58297	73352	91590
流动负债合计	74835	82104	99926	122285
长期借款及应付债券	20055	21055	22055	22255
其他长期负债	233	273	303	323
长期负债合计	20288	21328	22358	22578
负债合计	95123	103432	122284	144863
少数股东权益	12192	13495	15054	17116
股东权益	26726	31000	36113	42744
负债和股东权益总计	134040	147927	173450	204724

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.93	1.80	2.16	2.80
每股红利	1.26	0.14	0.17	0.22
每股净资产	15.56	12.03	14.02	16.59
ROIC	9%	9%	10%	12%
ROE	16%	15%	15%	17%
毛利率	42%	42%	42%	42%
EBIT Margin	23%	24%	24%	24%
EBITDA Margin	24%	25%	25%	25%
收入增长	29%	13%	20%	28%
净利润增长率	27%	11%	20%	30%
资产负债率	80%	79%	79%	79%
息率	9%	2%	2%	3%
P/E	5.4	7.4	6.2	4.7
P/B	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	14.8	15.2	14.5	12.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	32568	36802	44162	56527
营业成本	19045	21529	25791	32955
营业税金及附加	4578	5171	6227	7942
销售费用	771	865	1038	1328
管理费用	556	390	485	576
财务费用	614	856	886	809
投资收益	569	570	570	620
资产减值及公允价值变动	354	230	220	100
其他收入	0	0	0	0
营业利润	7927	8791	10525	13637
营业外净收支	40	40	40	40
利润总额	7967	8831	10565	13677
所得税费用	2459	2738	3275	4226
少数股东损益	1306	1448	1732	2242
归属于母公司净利润	4202	4646	5558	7208

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	4202	4646	5558	7208
资产减值准备	(642)	(35)	(18)	9
折旧摊销	332	194	199	202
公允价值变动损失	(354)	(230)	(220)	(100)
财务费用	614	856	886	809
营运资本变动	(8172)	(4456)	(3934)	(4423)
其它	1276	1338	1577	2054
经营活动现金流	(3357)	1457	3161	4950
资本开支	(1424)	(10)	(20)	(30)
其它投资现金流	13	(6)	4	(2)
投资活动现金流	(1981)	(116)	(116)	(132)
权益性融资	1611	0	0	0
负债净变化	2674	1000	1000	200
支付股利、利息	(2162)	(372)	(445)	(577)
其它融资现金流	8704	(219)	(362)	(500)
融资活动现金流	11339	409	193	(877)
现金净变动	6001	1750	3239	3941
货币资金的期初余额	18239	24240	25991	29230
货币资金的期末余额	24240	25991	29230	33171
企业自由现金流	(3996)	1833	3573	5233
权益自由现金流	7382	2023	3600	4374

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机

构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
		倪婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226