

# 招商地产 (000024.SZ)

## 寻求发展, 空间广阔

### 核心观点:

#### ● 全年实现超预期增长

14 年累计实现签约销售面积 364.28 万平方米, 同比增加 32.92%; 签约销售金额 510.49 亿元, 同比增加 18.18%。全年总货值约 830 亿, 总货值去化率约 61%。上半年公司销售规模同比下降, 在全员上下的高效执行和有效的项目销售策略的配合下, 叠加市场环境的不断好转, 招商最终交出了一份理想的年终成绩, 符合我们下半年以来对公司的销售预期。

#### ● 投资力度加大, 集中核心城市资源

公司在 14 年加大了土地资源的获取力度, 根据公司披露的土地获取总规模为 753 万方, 获取土地资源总金额 329 亿元, 与占 14 年房地产销售规模的 65.4%, 与 13 年相比上升 7.5 个百分点。布局方面一线城市占比显著上升, 在北上广深均有斩获, 二线城市以及三线城市局部范围有所扩大, 新进入了沈阳等四个新城市, 一二线核心城市依旧是公司的主战场。

#### ● 预计公司 14、15 年 EPS 分别为 1.73、2.01 元, 维持“买入”评级。

在招商地产 30 周年的时候, 公司用实际行动完成了超预期的销售成绩, 展示出了极强的管控以及项目运作销售能力, 为今后两年的业绩增长打下了良好的基础。随着资本运作空间逐步加大, 体制以及管控方式愈发灵活, 以及集团倡导产业协作资源整合的背景下, 公司未来具备广阔的发展空间。“双引擎, 多平台”的发展模式, 将为公司今后的发展创造更多的可能性。展望 2015 年, 公司货值充足, 规模增长确定性强, 社会平均资金成本进入下降通道, 叠加区域政策刺激以及资本运作的预期, 具备投资价值。

#### ● 风险提示

利润水平存在下降风险, 项目结转规模存在一定的不确定性。

### 盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,297	32,568	39,178	44,957	53,450
增长率(%)	67.40%	28.74%	20.30%	14.75%	18.89%
EBITDA(百万元)	7114.3	7950.9	8864.4	10232.7	12369.4
净利润(百万元)	3318.3	4202.2	4465.5	5184.8	5987.4
增长率(%)	28.03%	26.64%	6.27%	16.11%	15.48%
EPS(元/股)	1.29	1.63	1.73	2.01	2.32
市盈率(P/E)	18.70	14.77	13.90	11.97	10.36
市净率(P/B)	2.65	2.32	1.99	1.71	1.46
EV/EBITDA	5.14	7.26	4.04	6.18	3.92

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

24.09 元

前次评级

买入

报告日期

2015-01-15

### 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:

再融资助力, 发展前景广阔	2014-10-29
岁寒至, 祥云起	2014-10-21
拉开大幕, 精彩上演	2014-10-10

联系人:

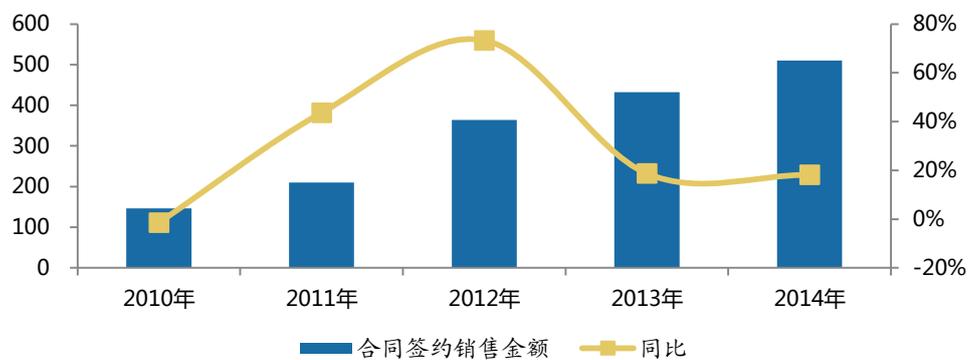
金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

## 全年实现超预期增长

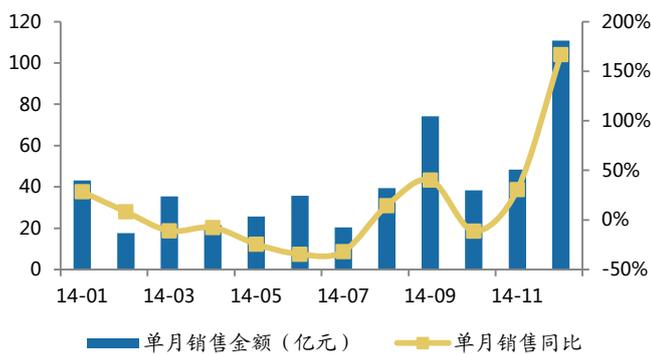
招商地产近日公布了14年12月份的销售数据，最后一个月，公司实现签约销售面积 88.71 万平方米，同比增加215.94%；签约销售金额 110.83 亿元，同比增加 166.72%，用优异的表现完成了2014年最后的冲刺。认购及推货方面，公司单月实现认购规模与签约销售基本相当，新推约80个亿，存货销售在本月贡献了较大的销售份额。央行诸多政策特别是在降息之后，市场情绪逐步转好，公司抓住了市场提供的机会，致力于提升新盘及存货去化水平，取得了单季度同比接近70%的同比增长。此外，考虑到项目利润水平及15年的货值储备，公司最后两个月在实际推盘节奏上有所放缓，如双玺花园等项目的大体量加推将会放在15年上半年进行。

图1：招商地产签约销售金额与同比增速



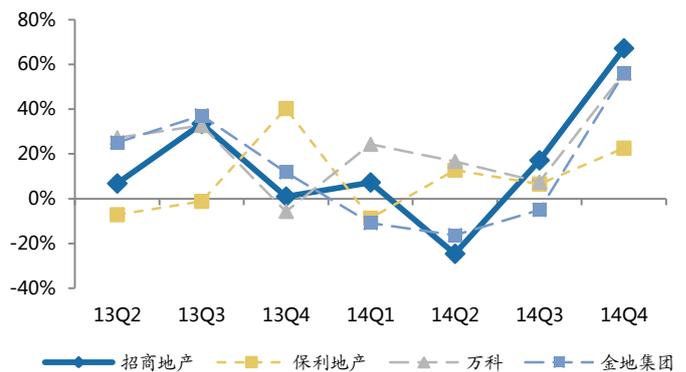
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：招商地产14年单月销售金额及同比增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：招保万金地销售同比（季度）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

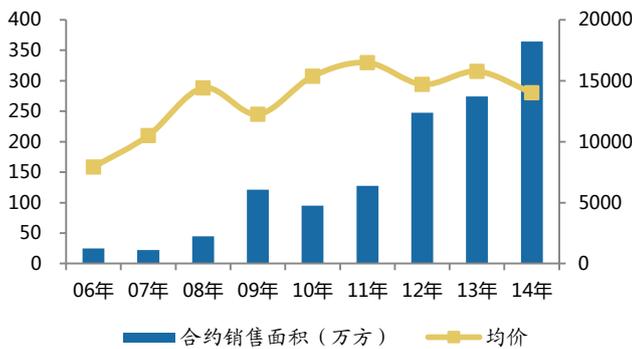
全年来看，公司累计实现签约销售面积364.28 万平方米，同比增加32.92%；签约销售金额510.49 亿元，同比增加18.18%。货值方面，公司上半年新推150亿，下半年新推约380亿左右，全年新推规模低于年初预期的600亿，约为530亿左右，加之

13年年底约300亿的存货规模，公司全年总货值约830亿，总货值去化率约61%。

14年对于公司是重要的一年，30周年纪念与新届班子都对规模的增长提出了要求，上半年受到推货规模的影响整体销售表现较差，市场对于公司全年表现存在较大的疑虑。下半年，公司领导对于全年的销售目标下达了明确的指示，在全员上下的高效执行和有效的销售策略的配合下，叠加市场环境在4季度出现了较明显的好转，公司最终交出了一份近20%增长的理想答卷，符合我们从下半年以来对公司的销售预期。

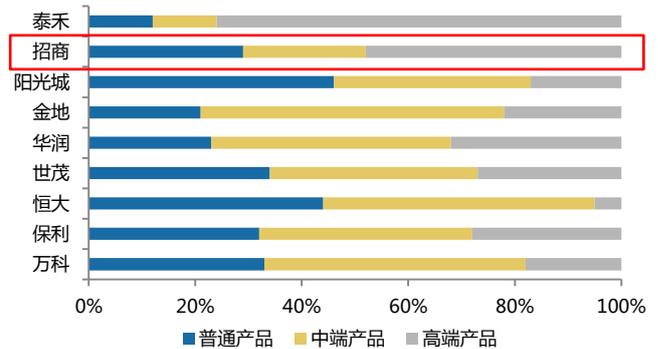
从具体的销售细节情况来看公司14年整体销售均价有所下降，主要原因是由于从8月份开始，公司对部分去化水平不理想的项目加大了促销力度，而在市场转好的情况下，考虑到存货的去化效率对于价格的上调幅度不大。而从结构来看，还是以中高端产品为主，在930政策之后，大户型的销售占比有所提升，也能从侧面反映出公司在努力提升前期大户型存货的去化效率。从城市分布来看，目前一线城市仍然是公司最主要的市场，三线城市贡献比例较低。

图4：招商地产销售面积及均价



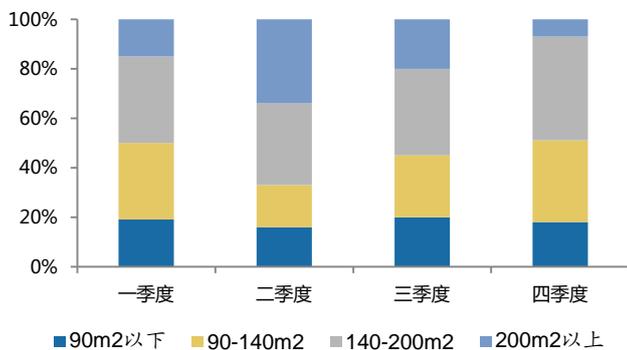
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：主要房企产品类型分布（招商以高端产品为主）



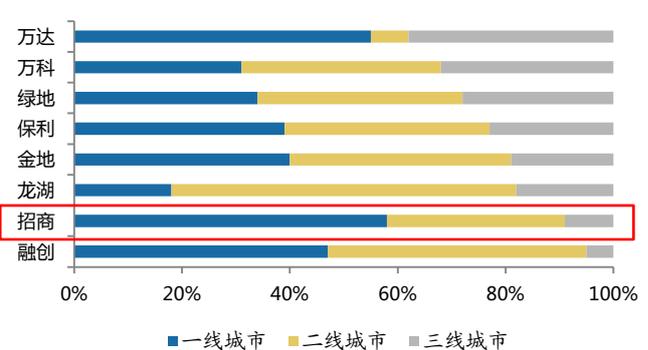
数据来源：中国指数研究院，广发证券发展研究中心

图6：招商地产各季度销售结构



数据来源：中国指数研究院，广发证券发展研究中心

图7：主要房企各线城市销售分布



数据来源：中国指数研究院，广发证券发展研究中心

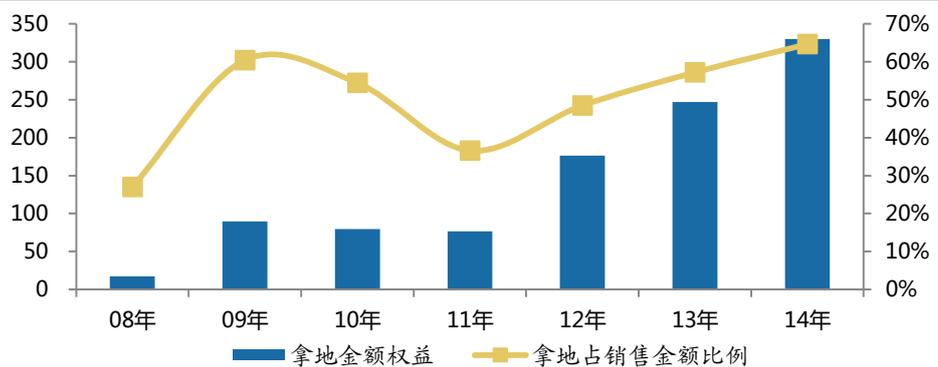
展望15年，公司将继续维持目前的增长态势，从存货与新推计划上来看，计划新推货值规模达到800亿，价值约300亿的存货，总货值将会超过1100亿，与今年相

比总货值提升比例为32.5%，在合理的去化水平假设的条件下，我们认为公司有望实现600亿的销售规模。产品结构方面，公司仍将会坚持目前的调整策略，加大刚需以及刚改项目的占比，保障稳定的去化以及回款效率，同时在新的政策环境下最大限度发挥自身在中高端项目开发上的优势，实现规模与利润的平衡发展。

## 投资力度加大，集中核心城市资源

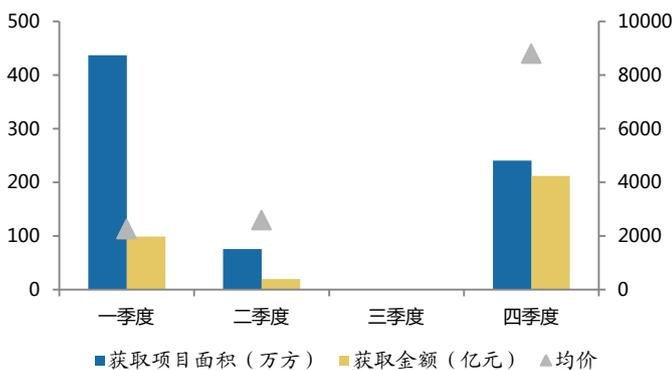
公司在14年加大了土地资源的获取力度，根据公司披露的土地获取总规模为753万方，获取土地资源总金额329亿元，与占14年房地产销售规模的65.4%，与13年相比上升7.5个百分点。全年公司获取项目平均权益水平为80.3%，与13年相比上升5个百分点，平均价格为4380元，较前一年增加约600元。从项目获取节奏上看，公司在一季度和四季度获取资源规模以及投资力度较大，二三季度由于整体市场相对疲弱以及回款的影响，投资相对审慎。通过分析区域分布，我们可以看出一线城市占比显著上升，在北上广深四地均有斩获，保障核心城市的项目储备；二线城市以及三线城市局部范围有所扩大，新进入了沈阳、西安两个二线城市，江苏句容和山东日照两个三线城市，并且获取了博鳌大灵湖项目。

图8：招商地产土地获取规模及占销售金额比例



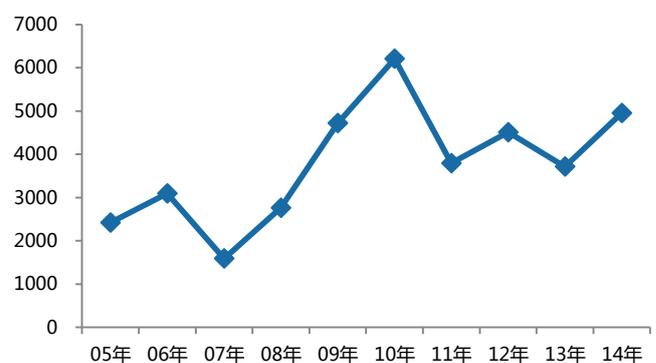
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：招商地产季度获取土地规模



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：招商地产土地成交均价



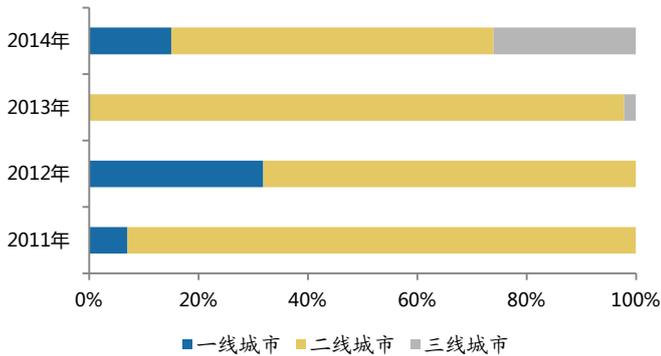
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

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	建筑面积	总地价	楼面价	权益	可比均价
			(万方)	(万方)	(亿元)			
北京亚林西西地块项目	住宅、限价	北京市	6.32	17.88	42.00	24153.20	24%	40000
北京亚林西东地块项目	住宅、限价	北京市	5.41	15.95	44.90	30210.47	26%	40000
重庆观音桥项目	商住	重庆市	2.17	7.61	3.54	4643.89	100%	7900
沈阳奥体项目	商业	辽宁沈阳	3.13	21.91	4.82	2201.33	51%	10000
深圳龙华新区项目	商业	深圳市	10.99	17.58	30.40	17294.04	50%	30000
南京 G74 项目	商住	江苏南京	12.48	25.96	8.60	3312.75	100%	9100
成都灯泡厂项目	商住	四川成都	8.12	41.96	18.14	4322.95	51%	8186
苏州科技城项目	住宅	江苏苏州	4.25	8.50	2.85	3354.21	100%	12000
<b>12 月份合计</b>			<b>52.86</b>	<b>157.34</b>	<b>155.25</b>	<b>9867</b>	<b>58%</b>	
苏州竹园路项目	住宅	江苏苏州	7.48	16.45	16.90	10272	100%	14000
上海宝山区杨行镇西城区项目	商住	上海市	9.05	22.62	26.10	11541	100%	25000
<b>11 月合计</b>			<b>16.52</b>	<b>39.07</b>	<b>43.00</b>	<b>11007</b>	<b>100%</b>	
西安依云曲江项目	商住	陕西西安	6.53	19.59	4.14	2115	100%	6500
漳州半山项目	商住	福建漳州	19.65	24.50	9.31	3800	51%	11000
<b>10 月合计</b>			<b>26.18</b>	<b>44.09</b>	<b>13.45</b>	<b>3052</b>	<b>73%</b>	
<b>14 年 7 月、8 月、9 月无新增项目</b>								
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
<b>6 月合计</b>			<b>5.52</b>	<b>12.14</b>	<b>1.04</b>	<b>859</b>	<b>70%</b>	
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
<b>5 月合计</b>			<b>11.98</b>	<b>18.13</b>	<b>2.32</b>	<b>1279</b>	<b>51%</b>	
西安市曲江新区项目	商住	山西西安	7.03	21.1	4.4	2085	100%	8000
南京市 G16 经五路项目	商住	江苏南京	5.79	24.45	11.89	4862	100%	15000
<b>4 月合计</b>			<b>12.83</b>	<b>45.55</b>	<b>16.29</b>	<b>3576</b>	<b>100%</b>	
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%	-
<b>3 月合计</b>			<b>181.27</b>	<b>135.37</b>	<b>15.35</b>	<b>3182</b>	<b>71%</b>	
广州番禺万博项目	商业	广州市番禺区	1.78	10.13	14.6	14407	87%	28000
武汉市硚口区项目	商住	湖北武汉	9.8	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	55.7	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	6250	100%	14000
<b>1 月合计</b>			<b>143.8</b>	<b>301.48</b>	<b>83.22</b>	<b>2760</b>	<b>94%</b>	
<b>本年累计</b>			<b>450.97</b>	<b>753.16</b>	<b>329.92</b>	<b>4380</b>	<b>80.3%</b>	

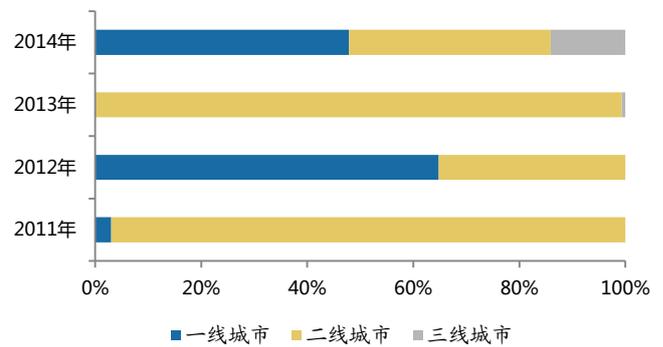
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图11: 公司获取项目分布 (按建筑面积)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 公司获取项目分布 (按金额)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

通过公司14年的土地投资我们可以看到, 未来一段时间公司项目储备将会保持在一个相对充足的状态, 主要深更区域以及核心市场项目销售具备可持续性, 15、16年货值有所保障。从发展布局思路上来看, 公司目前的主要市场仍为一二线核心城市, 后续具备继续深耕的空间, 此外三线城市的选择主要是以项目为导向的, 在区域选择上以经济较发达的山东、江苏以及福建为中心。

## 股权激励与资本运作

公司在14年推出了股权激励方案, 这对于未来两年的公司的业绩目标有较强的指示意义。方案涉及A股普通股2322.83万股, 占公司股本总额的0.951%, 激励对象达149人, 涉及激励对象覆盖面广泛。行权价格经13年分红后调整为11.24元。公司股权激励方案行权限制期为3年, 从16年业绩开始考核, 3年后开始每年生效数额为1/3, 分三批全部生效完成。而市场上地产公司普遍的行权限制期为1年, 保利地产的行权限制期为2年, 3年的限制期将使管理团队为公司的长期利益出发, 稳健经营, 有助于公司的平稳发展。

表 2: 招商地产股权激励时间安排

阶段	时间安排
授权日	自股东大会审议通过本计划之日起 30 日内, 按相关规定召开董事会对激励对象进行期权的授予
行权限制期	本计划下授予的股票期权, 自授予日起 36 个月内不得行权
第一批生效	自授予日起, 满三周年 (36 个月) 后, 本计划授予股票期权总数的 1/3 生效。
第二批生效	自授予日起, 满四周年 (48 个月) 后, 本计划授予股票期权总数的 1/3 生效。
第三批生效	自授予日起, 满五周年 (60 个月) 后, 本计划授予股票期权总数的 1/3 生效。

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 3: 招商地产股权激励生效条件

	扣非后 ROE	扣非后净利润	总资产周转率
第一批生效	本批生效时, 最近一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净资产收益率 (ROE) 不低于 13%, 且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时, 最近一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率不低于 15%, 且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时, 最近一个完整财年总资产周转率不低于 20%
第二批生效	本批生效时, 最近一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净资产收益率 (ROE) 不低于 13%, 且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时, 最近一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率不低于 15%, 且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时, 最近一个完整财年总资产周转率不低于 20%
第三批生效	本批生效时, 最近一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净资产收益率 (ROE) 不低于 13%, 且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时, 最近一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率不低于 15%, 且不低于对标企业同期 75 分位值	本批生效时, 最近一个完整财年总资产周转率不低于 20%

数据来源: 广发证券发展研究中心

资本运作方面, 公司在 13 年曾经发布了通过发行股票购买资产及募集配套资金的方案, 方案在推进过程中受到制度的限制未能如愿成行。之后公司在境内外债券市场积极探索, 分别在 13 年和 14 年由股东大会授权发行了 50 亿元 3 年期的中期票据以及在美国发行了 5 亿美元的美元债。本次计划是公司再融资的进一步尝试, 通过发行可转换公司债券的方式, 进一步置换低成本资金, 同时探索可行的股权融资方式, 有效降低公司的杠杆水平。

表 4: 近两年招商地产债务融资情况

日期	类型	期限	规模	成本
2013 年 12 月	信用增强债券	5 年	5 亿美元	4.02%
2014 年 9 月	中期票据	3 年	50 亿	-
2014 年 10 月	可转债	6 年	80 亿	不超过 3%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 5: 招商地产可转债详细指标

指标	条件
发行额	80 亿元
面值	100 元
票面利率	不高于 3%
存续期限	6 年
转股期限	发行 6 个月后
转股价格	募集说明书公布日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价
全部转股数量 (按当前 20 日股价计算)	6.24 亿股 (占当前总股本的 24.2%)
回售条件	自本次可转债第五个计息年度起, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%, 可转债持有人有权将全部或部分其持有的可转债按照 103 元回售给公司。 2. 证监会认定改变募集资金用途的, 可转债持有人享有一次回售权利。回售价格为 103 元。

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 6: 公司募投项目详情

项目名称	项目总投资额	募集资金拟投入金额	预计销售净利率 (%)
深圳双玺花园一期	86.50	24.00	16.81
深圳双玺花园二期	59.49	28.00	15.02
珠海依云水岸	16.94	8.00	15.99
深圳坪山花园城二期	15.83	3.00	11.66
武汉江湾国际	35.50	17.00	11.64
合计	214.26	80	

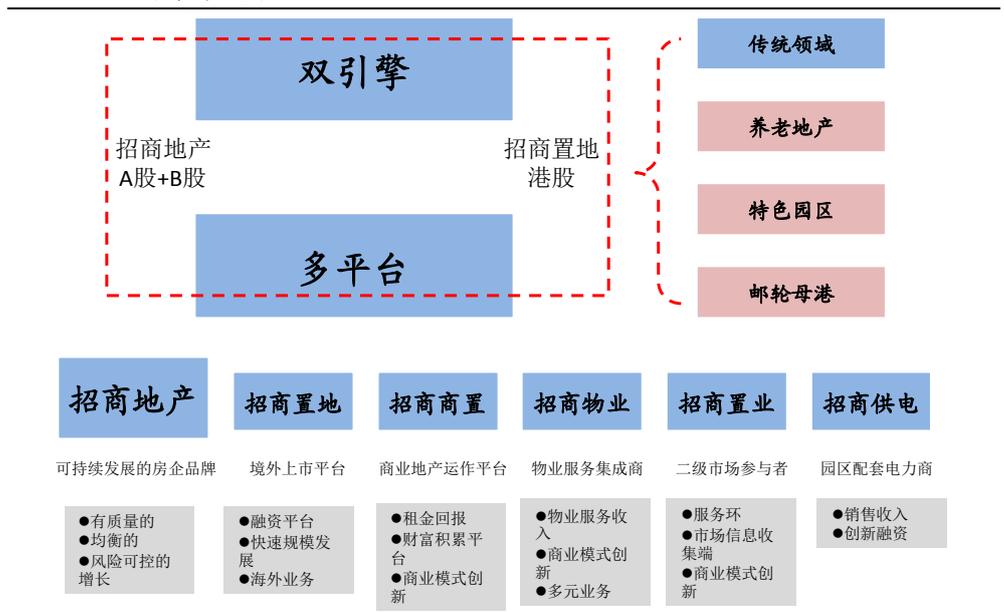
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 未来发展蓝图广阔

招商地产作为招商局集团唯一的房地产上市平台, 在整个集团发展过程中扮演了重要的角色。未来公司的发展将会建立在整个集团的平台的基础之上, 背靠丰富的项目资源以及金融实业多业务领域的跨界合作, 通过资本和产业的有效的互动, 实现产融结合, 盘活存量资产和在手资源, 进入成长的快车道。

方向上, 公司将坚持以地产开发为核心的业务模式, 在追求销售规模适度增长的同时进行布局优质资产的沉淀, 积累财富, 在2020年之前实现千亿收入百亿利润的中期发展目标, 同时完成可持续发展的长期计划。业务模式上, 在传统的住宅、商业开发之外, 也将针对健康养老地产、特色产业园区与邮轮母港城三大业务领域, 积极拓展, 积累经验, 使公司向更多元化的方向发展。

图 13: 公司未来发展规划



数据来源: 广发证券发展研究中心

资源上，大股东招商局蛇口工业区有限公司与实际控制人招商局集团有限公司，在深圳市积极产于城市更新项目，运作中的旧改土地储备约400万方，招商地产14年在深圳主要在建项目为招商山海花园、海上世界双玺花园、南海意库工厂等，未来有计划获取大股东包括太子湾以及前海等多个项目；而在其他城市，依托集团优势在城市旧区改造，港口资源升级，腾笼换鸟等规划，以港口地产推动邮轮码头的土地获取，积极构建全国性的邮轮码头网络。这些储备资源，都将在合适的实际成为集团地产上市平台进一步发展的重要保障。除了土地资源以外集团旗下的其他公司，将会积极和招商地产进行合作，多领域体现招商系协同作战的能力。

图14: 深圳太子湾邮轮母港



数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

图5: 厦门邮轮母港



数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

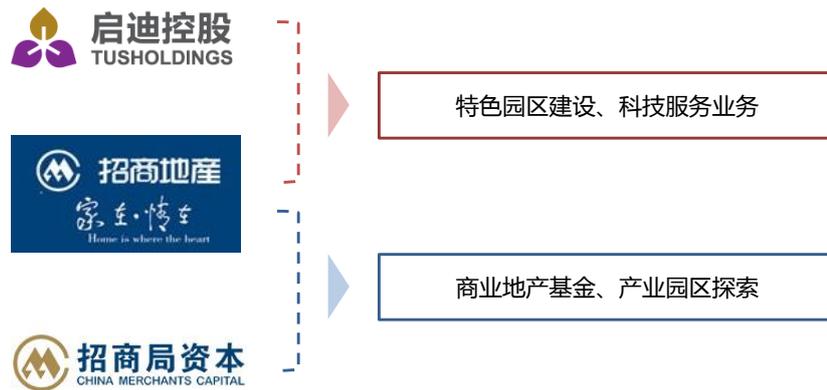
表 5: 公司目前深度参与的符合产业园区项目

园区名称	总建面 (万方)	产品开发模式	运营模式	功能配比(产业园区:住宅)
深圳蛇口网谷	42	研发及高科技科技园	持有型	100%商业
深圳南海意库	10	企业内脑型科技园		
深圳光明科技园	40	高科技产业园		
深圳 TCL 国际 E 城	44	综合性商务花园 (产业园+住宅)	租售结合型	8:2
广州金山谷创意产业园	34			3:7
广州清华科技园	84			6:4
青岛蓝湾网谷 (1、2 期)	60	宜商宜居商务花园	销售型	
镇江南山创意园 (1 期)	10	宜商宜居商务花园		

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

在产业协同以及新业务拓展上，公司近期动作频频，一方面发布公告同启迪控股签署全面合作框架协议，利用资源在科技新城、科技服务业领域展开部全面合作，重点推进在广州、深圳、惠州、香港等珠三角区域的科技新城项目合作，在特色产业园区建设上迈出了坚实的一步。另一方面，公司签约同为招商系的招商局资本，在央行政策鼓励房地产REITS试点的政策下，设立商业地产基金，向产融结合迈进。

图6: 近期公司合作计划意向图



数据来源: 公司公告及新闻, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

在招商地产30周年的时候, 公司用实际行动完成了超预期的销售成绩, 展示出了对于极强的管控以及项目运作销售能力, 为今后两年的业绩增长打下了良好的基础。在资本运作空间逐步加大, 体制以及管控方式愈发灵活, 以及集团产业协作资源整合的倡导下, 公司未来具备广阔的发展空间。“双引擎, 多平台”的发展模式, 将为公司今后的发展创造更多的可能性。展望2015年, 公司货值充足, 规模增长确定性强, 社会平均资金成本下降, 叠加区域政策刺激以及资本运作的预期, 具备投资价值。预计公司14、15年EPS分别为1.73、2.01元, 维持“买入”评级。

## 风险提示

利润水平存在下降风险, 项目结转规模存在一定的不确定性。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>103,072</b>	<b>122,852</b>	<b>138,248</b>	<b>164,638</b>	<b>194,209</b>
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	89,957	105,973	123,346
其他流动资产	2,835	3,554	3,554	3,554	3,554
<b>非流动资产</b>	<b>6,125</b>	<b>11,188</b>	<b>14,559</b>	<b>18,453</b>	<b>23,013</b>
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	8,994	12,018	15,654
<b>资产总计</b>	<b>109,197</b>	<b>134,040</b>	<b>152,807</b>	<b>183,090</b>	<b>217,222</b>
<b>流动负债</b>	<b>65,249</b>	<b>74,835</b>	<b>90,387</b>	<b>111,381</b>	<b>135,775</b>
短期借款	2,105	4,250	3,445	4,712	4,396
应付及预收	51,506	60,693	78,266	97,977	122,107
其他流动负债	11,638	9,891	8,676	8,692	9,272
<b>非流动负债</b>	<b>14,509</b>	<b>20,288</b>	<b>17,549</b>	<b>19,736</b>	<b>20,920</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>79,758</b>	<b>95,123</b>	<b>107,936</b>	<b>131,117</b>	<b>156,695</b>
股本	1,717	1,717	2,576	2,576	2,576
资本公积	8,387	8,447	8,481	9,518	10,716
留存收益	13,201	16,482	20,055	24,202	28,992
归属母公司股东权	23,394	26,726	31,191	36,376	42,363
少数股东权益	6,046	12,192	13,680	15,598	18,164
<b>负债和股东权益</b>	<b>109,197</b>	<b>134,040</b>	<b>152,807</b>	<b>183,090</b>	<b>217,222</b>

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>25,297</b>	<b>32,568</b>	<b>39,178</b>	<b>44,957</b>	<b>53,450</b>
营业成本	12,945	19,045	25,501	29,131	34,561
营业税金及附加	4,273	4,578	3,673	4,234	5,083
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
<b>营业利润</b>	<b>6,234</b>	<b>7,927</b>	<b>8,117</b>	<b>9,633</b>	<b>11,614</b>
营业外收入	25	69	0	0	0
营业外支出	60	29	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6,200</b>	<b>7,967</b>	<b>8,117</b>	<b>9,633</b>	<b>11,614</b>
所得税	1,922	2,459	2,163	2,531	3,061
<b>净利润</b>	<b>4,278</b>	<b>5,508</b>	<b>5,954</b>	<b>7,102</b>	<b>8,553</b>
少数股东损益	959	1,306	1,488	1,918	2,566
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,318</b>	<b>4,202</b>	<b>4,465</b>	<b>5,185</b>	<b>5,987</b>
EBITDA	7,114	7,951	8,864	10,233	12,369
EPS (元)	1.29	1.63	1.73	2.01	2.32

**现金流量表**

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,099</b>	<b>496</b>	<b>7,703</b>	<b>7,816</b>	<b>11,701</b>
净利润	4,278	5,508	5,954	7,102	8,553
折旧摊销	205	332	428	363	481
营运资金变动	-3,046	-3,703	3,435	1,453	4,238
其它	3,662	-1,641	-2,115	-1,102	-1,571
<b>投资活动现金流</b>	<b>-645</b>	<b>-747</b>	<b>-2,681</b>	<b>-1,087</b>	<b>-1,234</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>114</b>	<b>6,234</b>	<b>-3,762</b>	<b>1,401</b>	<b>-787</b>
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
<b>现金净增加额</b>	<b>4,559</b>	<b>6,017</b>	<b>1,260</b>	<b>8,130</b>	<b>9,680</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>13,660</b>	<b>18,219</b>	<b>24,236</b>	<b>25,495</b>	<b>33,625</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>18,219</b>	<b>24,236</b>	<b>25,495</b>	<b>33,625</b>	<b>43,305</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	67.4%	28.7%	20.3%	14.8%	18.9%
营业利润增长	42.0%	27.2%	2.4%	18.7%	20.6%
归属母公司净利润增长	28.0%	26.6%	6.3%	16.1%	15.5%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	48.8%	41.5%	34.9%	35.2%	35.3%
净利率	16.9%	16.9%	15.2%	15.8%	16.0%
ROE	14.2%	15.7%	14.3%	14.3%	14.1%
ROIC	14.0%	12.0%	14.3%	16.0%	19.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	73.0%	71.0%	70.6%	71.6%	72.1%
净负债比率	19.1%	16.4%	0.4%	-9.1%	-21.9%
流动比率	1.58	1.64	1.53	1.48	1.43
速动比率	0.45	0.56	0.50	0.49	0.49
<b>营运能力</b>					
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	153.25
存货周转率	0.21	0.25	0.30	0.30	0.30
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.93	2.45	1.73	2.01	2.32
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	12.11	14.12	16.45
<b>估值比率</b>					
P/E	18.7	14.8	13.9	12.0	10.4
P/B	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.1	7.3	4.0	6.2	3.9

## 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。