



长袖善舞 协力同行

招商地产公布 14 年年报，2014 年公司实现营业收入 434 亿元，同比增长 33.2%；归属于母公司的净利润达到 42.6 亿元，同比增长 1.8%；EPS1.66 元。拟每 10 股派发现金股利 3.20 元。

盈利质量如期下滑，货值充足再上新台阶：公司净利润增速低于营收增速主要在于结算毛利率出现较大幅下滑，在公司加速扩张、积极调整产品结构以加快周转的态势下，预计 15 年公司利润率优势继续淡化，但波动空间已经有限。14 年公司超额完成 500 亿目标，15 年预计滚存货值 300 亿，新推货值 700 亿，我们认为 15 年市场环境更加友善，流动性支持下去化水平将有所提升，预计全年销售金额 15%增速目标完成难度不大。

逆势加杠杆布局未来，资金优势进一步夯实：14 年公司新增储备 611 万方，拿地额约 300 亿，占销售额六成，扩张意愿较万科保利等同业更为积极。14 年末公司净负债率仍处业内低位，融资成本下降至 5.1%，三季度把握融资窗口启动中票发行计划和可转债预案，合计融资不超过 130 亿，公司正最大化发挥集团以及去年搭建成功的双融资平台所带来的优势，向千亿计划稳步迈进。

千亿之路——协同助力 激励护航：去年开始公司先后和招商局资本、招商银行、清华启迪、中外运等展开合作，实现大招商旗下资源的盘活和有效利用，在多领域协同效应下，我们认为 2015 年将是招商地产规模真正发力的一年！另外公司在 9 月推出股权激励方案，激励方案对象广泛，包含中高层干部，且行权条件对公司的盈利质量以及周转速度都提出了要求，3 年股票期权锁定期进一步强调了对公司长期发展利益的诉求。我们认为公司当前管理层架构落定，股权激励的适时推出将为公司团队锁定共同的价值导向，推动公司向更为明朗与坚定的方向行进。

投资评级与盈利预测：我们预计公司 15-16 年 EPS 分别为 1.93、2.33 元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	43,385	47,890	54,148	62,504
净利润(百万)	4,263.6	4,968.4	6,002.4	7,165.3
净利润增长率	1.5%	16.5%	20.8%	19.4%
EPS	1.66	1.93	2.33	2.78
P/E	14.3	12.3	10.2	8.5

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

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

发布日期：2015 年 3 月 10 日

当前股价：23.69 元

目标价格 6 个月：31.0 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
	-6.29/-13.65	20.74/11.40	138.29/77.81
12 月最高/最低价 (元)			29.03/10.11
总股本 (万股)			257595.08
流通 A 股 (万股)			102605.44
总市值 (亿元)			610.24
流通市值 (亿元)			243.07
近 3 月日均成交量 (万)			6618.94
主要股东			
招商局蛇口工业区有限公司			40.38%

股价表现



相关研究报告

14.12.05 同盟再扩 拓宇驰疆

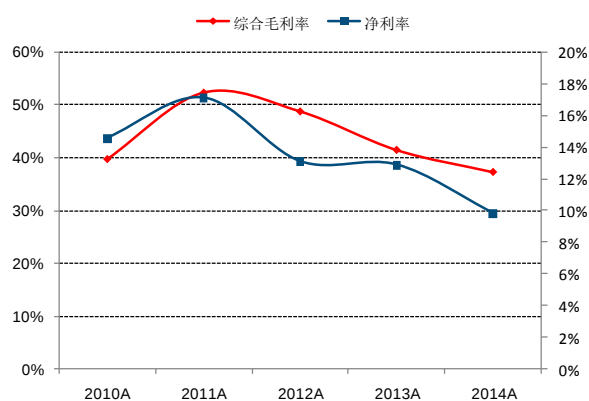
14.10.29 三季报点评：再行融资 蓄势扩张

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

第一，盈利质量如期下滑，货值充足再上新台阶

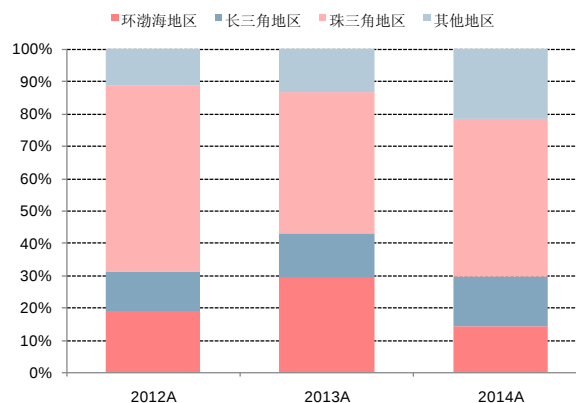
四季度公司如期加大结转力度，实现结转面积 282 万平米，同比增长 37%，助推结转收入同比增长 33%，同时公司成本控制能力进一步强化，销售管理费用率同比下降 0.3 个百分点，而净利润增速明显低于营收增速的原因依然在于盈利质量的下降，14 年公司综合毛利率 37.3%，同比下降 4.2 个百分点，为近年新低。如同我们过往反复提示，在公司加速扩张、积极调整产品结构以加快周转的态势下，高毛利地区以及产品类型占比下滑也是预期之内，14 年高毛利的珠三角以及环渤海占比缩减，而毛利较低的长三角以及中西部地区进一步提升，此外高收益的广州分公司并入港股平台招商置地也对业绩产生一定影响。展望 15 年，考虑到当前公司已售未结资源利润水平与 14 年相当，且 15 年市场回暖对项目价格改善，因此我们认为虽然扩张与结构调整还会继续淡化公司的利润率优势，但整体毛利波动空间已经有限。

图：结算毛利率和净利率



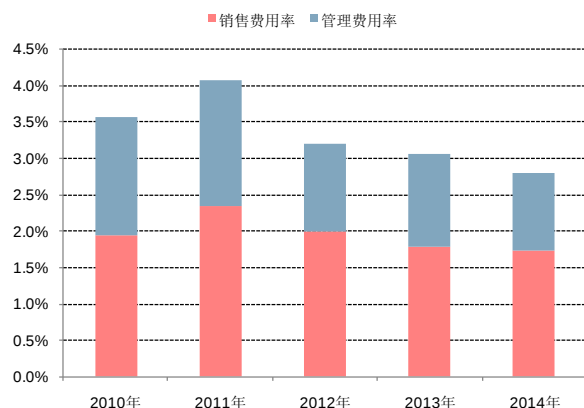
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：结算收入区域结构



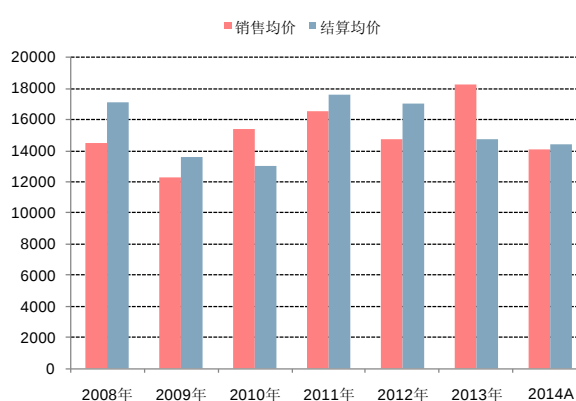
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：结算面积以及竣工面积



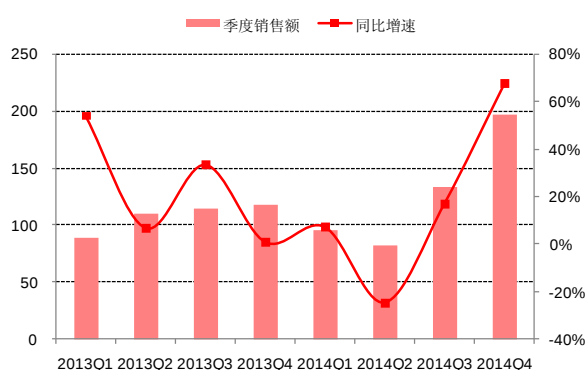
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：销售均价与结算均价

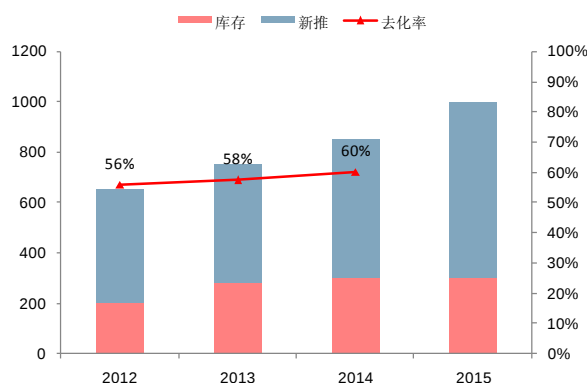


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

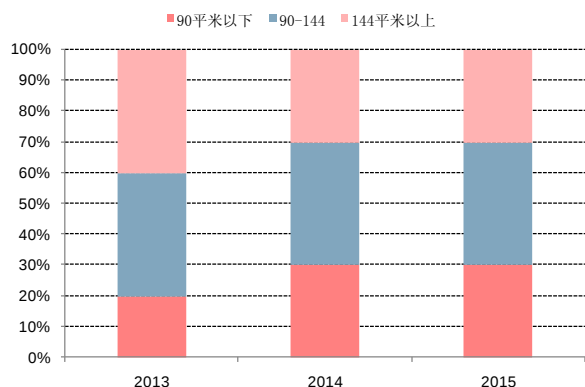
14 年累计实现签约销售面积 364 万平方米，签约销售金额 510 亿元，同比分别增加 33% 和 18%，圆满完成年初 500 亿任务，尤其在央行 930 政策的发布叠加降息等信号落地后，四季度公司实现 197 亿的历史季度新高，显示公司对于市场窗口期的良好把握能力。14 年公司总货值约 850 亿，六成去化率，15 年预计总货值 1000 亿，其中滚存 300 亿，新推 700 亿，产品中以双玺花园为代表的改善型产品货值有所加大，而一二线城市货值占比依然维持在 85% 以上，我们认为 15 年市场环境更加友善，流动性支持下去化水平将有所提升，预计全年销售金额 15% 增速目标完成难度不大。

图：季度销售金额与增速


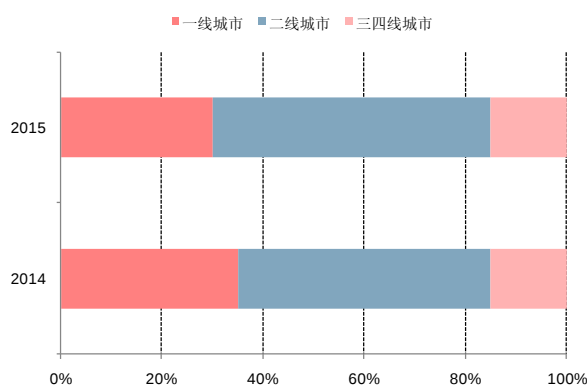
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：历年货值及去化率


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：货值面积结构


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：货值区域结构


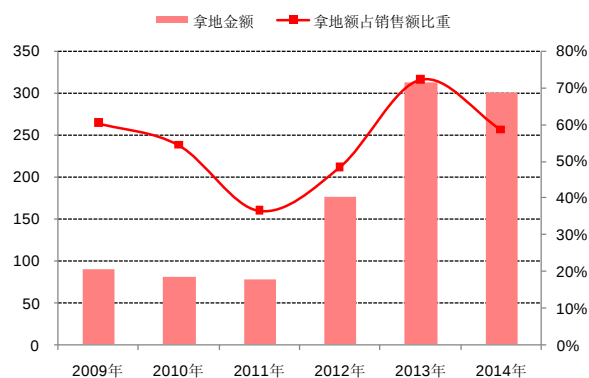
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

第二，逆势加杠杆布局未来，资金优势进一步夯实

14 年公司延续了 12 年来的扩张势头，共新增储备约 611 万方，拿地额约 300 亿，占到销售额比重约六成，拿地规模较 13 年略有下降，但在整体土地扩张意愿收缩的 2014 年，公司扩张意愿较万科保利等同业更为积极。从拿地策略来看，公司 2014 年继续加强了合作项目比重，非 100% 控股项目的占比从 13 年的 35% 提升至 67%，权益占比下降至 63%。从区域布局来看，公司进一步强化了深圳、上海一二线城市的布局，并新进入了西安和

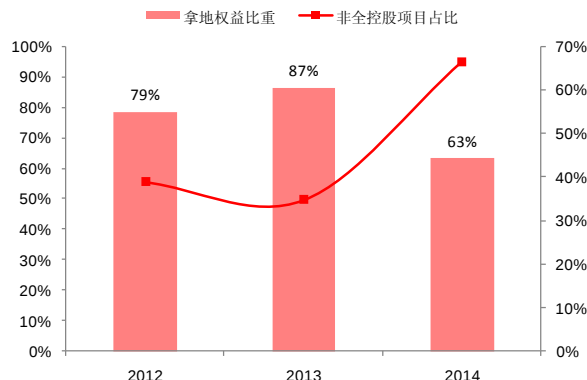
句容等潜力城市，土地质量的延续性得到保障。由于一线城市占比提升，公司新增土地储备楼面价 4806 元/平米，较 13 年略有提升。在土地储备大幅扩充的情况下，公司 15 年新开工计划也随之提升至 520 万平米，同比增长 24%，供货弹性十足，为 15 年销售提升打下基础。

图：拿地金额及占销售额比重



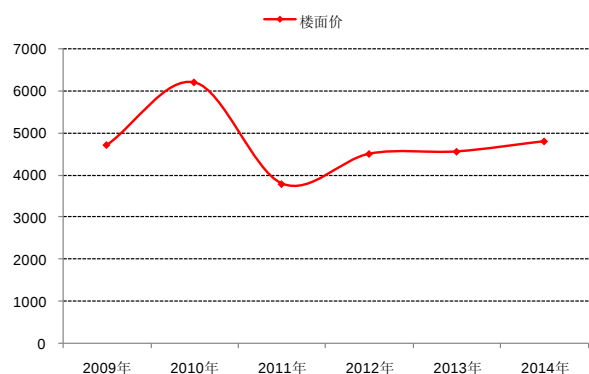
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：公司拿地权益比重计非全控股项目占比



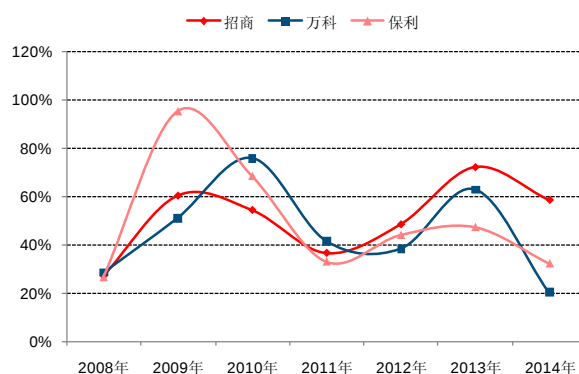
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：拿地平均楼面价



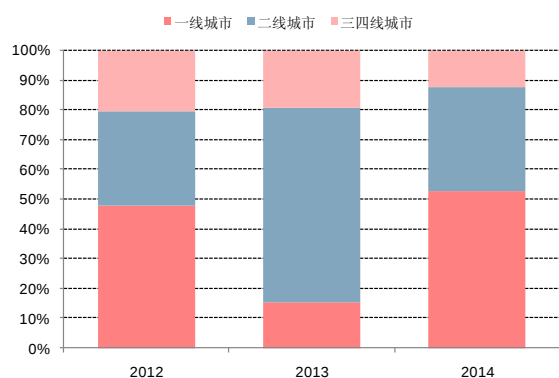
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：拿地额占销售额比重与万科保利比较



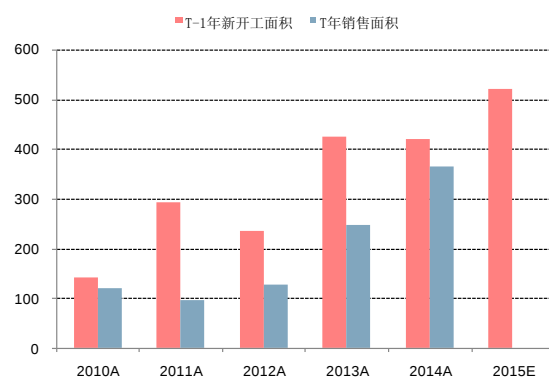
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：拿地区域结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：新开工面积及销售面积



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

基于平台优势，融资一直是公司的优势所在，14年末公司净负债率依然处于业内低水平，综合融资成本继续下降至5.1%，杠杆依然具有充足弹性。因此在流动性有所放宽、限购限贷逐渐放松的政策环境下，公司把握融资窗口，分别于9月和10月启动中票发行计划和可转债预案，合计融资不超过130亿，其中中票已经成功发行一期，而可转债上半年过会并发行的可能性较大，公司资金优势将进一步夯实。随着杠杆率的提升叠加低融资成本，公司正最大化发挥集团以及去年搭建成功的双融资平台所带来的优势，向千亿计划稳步迈进。

表：近期发债预案

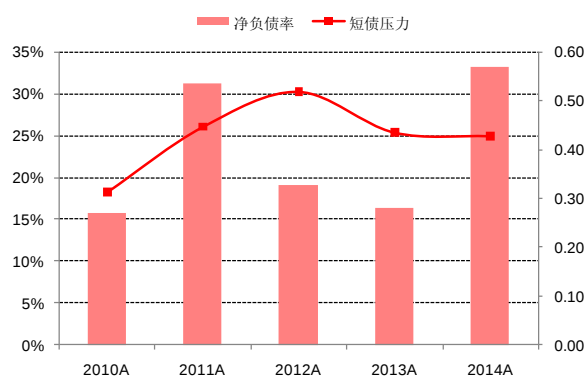
公告时间	融资方式	金额	期限	利率
2014年10月	可转换公司债	80亿人民币	6年	不超过3%
2014年9月	中期票据	50亿人民币	3年	-
2013年12月	信用增强债券	5亿美元	5年	4.021%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

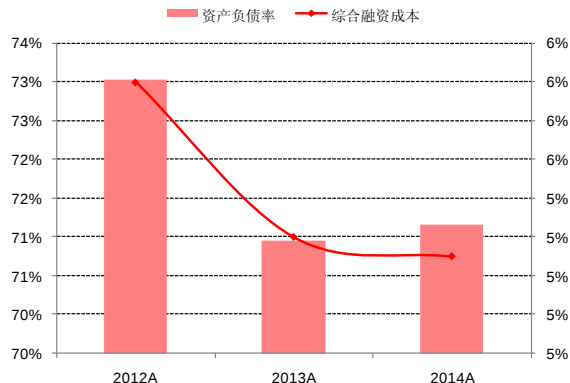
表：拟投入项目一览

项目名称	总投资额	募集资金 拟投入额	项目位置	竣工时间	建筑面积 (万平)	预计销售额 (亿元)	预计投资净利率
深圳双玺花园一期	86.5	24	深圳海上世界片区	2017	22.26	124.12	24.12%
深圳双玺花园二期	59.49	28	深圳海上世界片区	2019	18.62	87.91	22.20%
珠海依云水岸	16.94	8	珠海市斗门区	2017	26.08	24.56	23.18%
深圳坪山花园城二期	15.83	3	深圳市坪山新区	2015	21.64	20.19	14.88%
武汉江湾国际	35.5	17	武汉市硚口区	2017	42.85	45.18	14.81%
合计	214.26	80	-	-	131.45	301.96	-

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：净负债率及短债压力


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：资产负债率及融资成本


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

第三，千亿之路——协同助力 激励护航

我们去年就提出，招商地产此次千亿之路可能将是一段独舞，同时这段成长之路也将是其他房企不可复制的，依靠大招商的多元平台，公司在接下来的发展将建立在招商局集团的资源上。从去年开始，公司先后和招

商局资本、招商银行、清华启迪、中外运等展开合作，实现大招商旗下资源的盘活和有效利用，其中最为直接的是公司与招商银行实现总对总合作，今年在客源、贷款利率优惠方面预计有明显体现。

此外，公司去年在“千亿收入、百亿利润”发展目标的基础上，进一步提出了“一个根基、两条新路、三片沃野”的业务转型升级总体架构，其中“三片沃野”即 HIM 产业架构：健康地产、主题特色产业园与体验式综合体业务。其中健康地产产业主要通过推进高端医院、高端养老健康服务与地产开发相结合的商业模式落地，为公司注入新产品线，同时也可对存量物业实现转型；主题特色产业园区方面，公司将抓住城市更新升级以及新城成片开发的机会实现“蛇口模式”的有效复制。目前合作运营产业园已达 320 万方，在产融联合方面也可与集团旗下招商银行、招商证券等为园区内小微企业等展开多元化服务；体验式综合体业务方面，公司利用集团多年运营经验优势与全国布局，在工业地产、港口综合体等细分领域形成独特优势，在主流城市土地资源日益稀缺的背景下，邮轮码头将为公司输送优质土地储备，建立体验式文化休闲娱乐综合体产品线。在多领域协同效应下，我们认为 2015 年将是招商地产规模真正发力的一年！

图：公司战略布局



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：公司战略布局



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

在管理层换届完成后，公司在 9 月推出股权激励方案，共向公司 143 人授予 2322.83 万股股票期权，占公司股本总额的 0.901%，激励对象达 143 人，行权价格 11.24 元/股。此次股权激励方案对象广泛，包含中高层干部，且行权条件对公司的盈利质量以及周转速度都提出了要求，同时 3 年的股票期权锁定期进一步强调了对公司长期发展利益的诉求。在股权激励方案的基础上，公司计划进一步丰富非货币化激励机制的研究和探索，盘活、激活、用好存量人力资本，提高人均效能。我们认为公司当前管理层架构落定，股权激励的适时推出将为公司团队锁定共同的价值导向，推动公司向更为明朗与坚定的方向行进。

表：招商地产股权激励方案

	第一批	第二批	第三批	备注
扣非 ROE	不低于 13%	不低于 13%	不低于 13%	不低于对标企业同期 75 分位值
近三年扣非净利润复合增长率	不低于 15%	不低于 15%	不低于 15%	不低于对标企业同期 75 分位值
总资产周转率	不低于 20%	不低于 20%	不低于 20%	

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

第四，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愈演愈烈的分化行情下脱颖而出。我们预计公司 15-16 年 EPS 分别为 1.93、2.33 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	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	43,385	47,890	54,148	62,504	货币资金	22,983	17,901	20,944	24,924
减:					预付账款	3,619	4,350	6,830	8,400
营业成本	27,189	31,268	34,705	39,142	存货	101,019	123,727	164,343	230,612
毛利率	37.3%	34.7%	35.9%	37.4%	其他流动资产	12,561	14,129	14,129	14,129
营业税金及附加	5,418	5,611	6,373	7,709	流动资产	140,251	160,295	206,574	278,558
营业费用	888	1,046	1,221	1,448	投资性房地产	5,447	8,431	11,921	16,075
营业费用率	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%	递延所得税资产	1,240	1,349	1,466	1,604
管理费用	547	623	726	860	非流动资产	11,442	16,087	21,659	28,471
管理费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	资产总计	151,692	176,381	228,232	307,030
财务费用	819	576	563	769	短期借款	3,887	4,895	5,511	8,324
财务费用率	1.9%	1.2%	1.0%	1.2%	应付账款	15,213	17,190	19,571	22,595
资产减值损失	541	0	0	0	预收款项	35,599	48,866	66,059	88,202
营业利润	8,308	8,874	10,711	12,786	应交税费	3,134	3,933	4,757	5,886
营业利润率	19.2%	18.5%	19.8%	20.5%	其他流动负债	22,281	27,965	26,655	35,023
营业外收入	67	0	0	0	流动负债	80,114	102,849	122,553	160,030
营业外支出	49	0	0	0	长期负债	24,667	20,926	44,827	76,303
利润总额	8,326	8,874	10,711	12,786	递延所得税负债	36	289	586	939
所得税费用	2,816	2,293	2,761	3,295	非流动性负债	27,831	21,326	45,524	77,353
所得税率	33.8%	25.8%	25.8%	25.8%	负债合计	107,946	124,176	168,076	237,383
净利润	5,510	6,581	7,950	9,490	股本	2,576	2,576	2,576	2,576
少数股东损益	1,246	1,612	1,948	2,325	少数股东权益	12,652	14,265	16,212	18,538
母公司股东的净利润	4,264	4,968	6,002	7,165	股东权益合计	43,747	48,961	56,911	66,401
现金流量表					负债及权益总计	151,692	173,136	224,987	303,785
指标名称	2014	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
销售商品、提供劳务收入	41,609	61,037	71,201	84,481	增长率 (%)				
减: 购买商品、接受劳务支出	39,882	53,797	76,112	103,088	营业收入	33.2%	10.4%	13.1%	15.4%
职工支出	1,787	2,029	2,374	2,825	营业利润	4.8%	6.8%	20.7%	19.4%
税费支出	8,058	6,575	7,666	9,090	净利润	1.5%	16.5%	20.8%	19.4%
经营现金流	-6,447	-1,364	-14,950	-30,522	利润率 (%)				
取得借款	20,158	9,791	36,738	55,495	毛利率	37.3%	34.7%	35.9%	37.4%
发行债券	0	0	0	0	EBIT Margin	20.3%	19.7%	20.8%	21.6%
偿还债务	13,297	9,857	13,532	12,837	EBITDA Margin	20.2%	19.5%	20.5%	21.4%
融资现金流	5,225	-2,448	19,978	37,024	回报率 (%)				
现金及现金等价物净增加额	-1,288	-5,082	3,043	3,979	ROE	17.7%	19.0%	19.5%	19.8%
					ROA	3.6%	3.7%	3.5%	3.1%



分析师介绍

苏雪晶：毕业于天津财经大学，从事房地产研究 8 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，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，3 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

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

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@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