

业绩扰动消除、中高端市场逐步发力

招商地产(000024.SZ)

推荐 维持

核心观点:

1. 事件

2015年3月10日,招商地产发布年报,2014年实现营业收入433.85亿元,同比增33.21%,实现归属于上市公司股东净利润42.64亿元,EPS1.66元,同比增1.75%。ROE为14.68%,比去年减少2个百分点。同日发布2月简报,2月实现签约销售面积9.75万平方米,同比减21.56%,签约金额12.94亿元,同比减26.25%。

2. 我们的分析与判断

(一) 低毛利项目结算拖累净利率

公司2014年销售净利率12.7%,下滑幅度为4.21pc.,与销售毛利率下滑幅度相当。另外,公司销售费率从2013年的2.37%下降为2.05%,管理费率 and 财务费率微微下降。显然净利率下降主因是公司房地产板块毛利率下滑幅度较大。我们判断是公司在2013-2014H1销售的产品以刚性需求产品为主,降价销售导致毛利空间缩窄,拖累了净利率的表现。但从14年下半年开始,特别是四季度以来,改善型产品销售逐渐好转,往未来看改善型产品的溢价空间更为明确,公司毛利率有望见底回升。

(二) 当前销售处于改善的起点

今年1-2月公司销售额增速同比下滑有三个原因:第一,去年12月为完成销售目标,单月销售均价下滑明显,从1-11月的1.45万元每平方米回落到1.25万元每平方米,今年1月、2月显著回升;第二,今年春节月重点城市去化率指标健康,但销量整体表现平淡;第三,由于13年底信贷偏紧,较多确定的意向成交额直到14年才签约,而今年1月按揭放款顺畅,无结转的销售额贡献。3月份,公司新推盘100亿,二季度推盘250亿,销量处于改善的起点。

(三) 资金资源优势明显、受益多重利好

公司融资成本优势显著,控股股东持有的优异资源,公司可以通过外生资源实行规模增长。此外,公司还受益前海蛇口自贸区、一路一带概念、多元化地产、国企改革等多重利好。

3. 投资建议

预计公司2015-2017年实现EPS分别为1.94、2.30、2.81元,对应PE分别为12.2X、10.3X和8.4X,维持公司推荐评级。

4. 风险提示

下半年或面临政策风险,公司销售不达预期。

分析师

赵强

: 021-20252661

: zhaoqiang_yj@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130512050002

特此鸣谢

胡华如 0755-82837691

(huhuaru@chinastock.com.cn)

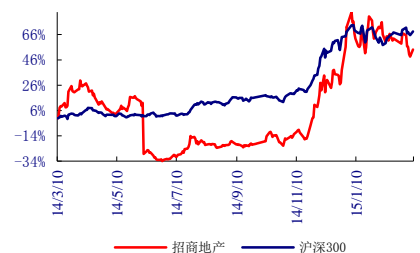
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2015-03-09

A股收盘价(元)	23.69
A股一年内最高价(元)	29.03
A股一年内最低价(元)	10.11
上证指数	3302.41
市净率	14.52
总股本(万股)	257595.08
实际流通A股(万股)	153534.79
限售的流通A股(万股)	104060.28
流通A股市值(亿元)	363.72

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

相关研究

毛利率持续下滑，明年或见底回升

公司 2014 年毛利率继续下滑，主要体现在珠三角地区结算比例较大，且结算毛利率下行 2 个百分点（如果按照扣除营业税金和附加前的数额则减少 4.76 个百分点）。我们认为，毛利率下行趋势恐怕还要持续一个年份。第一：公司三四线城市结算占比逐步提升、第二：14 年销售折扣力度较大。从市场情况来看，我们也能发现长三角地区的房价最先调整，珠三角地区有所滞后，公司近三年房地产业务结算毛利率的表现也印证了这一点。

但是，我们对于 15 年的市场并不悲观，随着改善型购房限制的逐步解除和差异化产品的竞争优势，公司在 15 年-16 年中高端产品销售可能超出预期，公司 16 年的毛利率可能会见底回升。

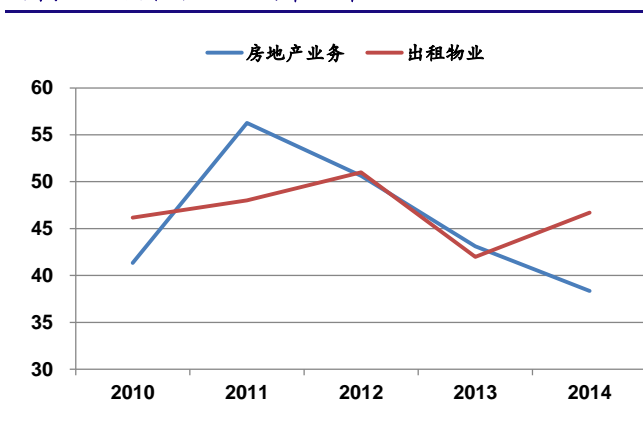
图表 1 公司主营业务构成分地区划分

分地区	2014 营收	2013 营收	2014 毛利率	2013 毛利率	2012 毛利率
渤海地区	618,373	953,823	34%	33%	33%
长三角地区	663,729	452,878	15%	13%	29%
珠三角地区	2,108,590	1,420,084	30%	32%	35%
其他地区	947,814	429,996	16%	17%	19%

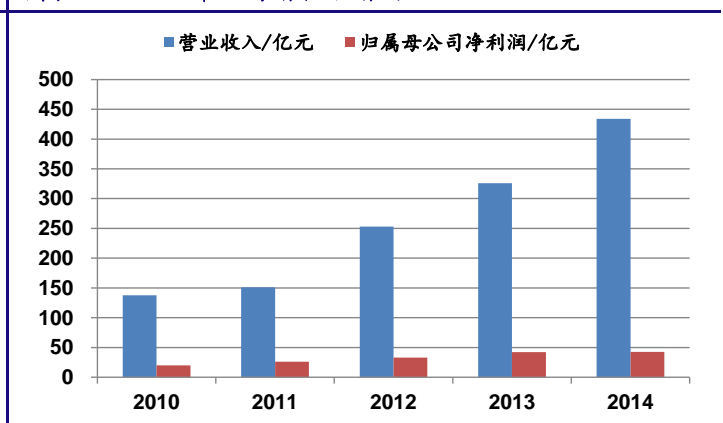
注：上表中毛利率以营业收入减去营业成本和营业税金及附加后的数额计算。

公司租赁业务尽管占比不高，但是在 14 年毛利率强势抬升近 5 个百分点，反映了公司持有性物业运营能力的显著提升，如果城市名片综合体项目如果能成功复制到其他区域，公司优异的持有性物业运营增值能力将能实现更大溢价。

图表 2 出租物业毛利率回升



图表 3 2014 年公司增收不增利



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

新推盘量将大幅增长

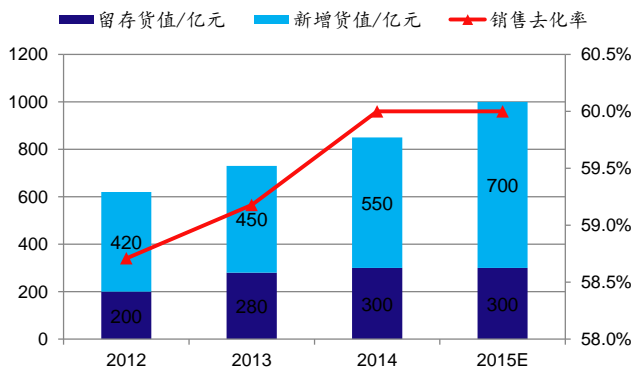
公司 2014 年销售 512 亿元，可售货值中 250 亿元为留存货值，550 为新增货值。而 2015 年，留存货值为 300 亿，新增货值 700 亿元，新增货值增速超过 27%。与 2014 年新增货值投放的不均衡性相比（2014 年 H1 新增货值 150 亿，下半年 400 亿），15 年全年新推盘更趋均衡，这会有效平滑销售在季度间的表现。

其中，可能超于市场预期的是 2015 年下半年重点城市中高端项目溢价的提升，货值有向上重估的可能性，公司有惜售（推盘放缓）的可能性。我们认为，3 月将是公司销售改善的起点。2015 年公司可售货值达到 1000 亿，按 60% 的去化率（还不考虑下半年可能的溢价因素）15 年销售额 600 亿（增长 17%，略高于计划目标 15%）。如考虑到下半年开发商在重点城市的惜售行为，价格产生溢价的可能性较大，公司销售增速在理论上还可以进一步提升。

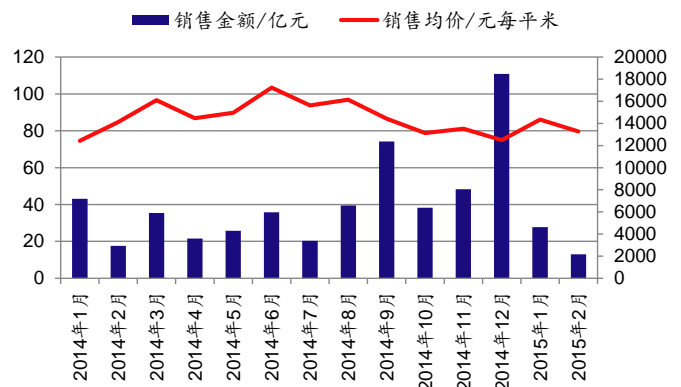
今年首月销售单价明显回升

在 2014 年 12 月，降息促使信贷宽松预期进一步加强，房地产新房市场情绪进一步攀升，公司加大推盘和营销力度（新推货值约 80 亿），当月实现销售金额 110.83 亿元，创公司单月销售金额之最。但销售均价从 2014 年 1-11 月的 1.45 万元每平方米回落到 12 月的 1.25 万元每平方米。在 2015 年 1 月，公司销售均价回升明显，为 1.43 万元每平方米。

图表 4 公司在 2015 年新增货值增速超过 27%



图表 5 2015 年 1 月销售均价明显回升



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

信贷改善因素不可忽视

2013 年四季度，重点城市房价上涨明显，购房需求积极入市，而与之相反的是 2013 年末银行对房地产信贷业务态度发生转变，对按揭购房贷款也开始谨慎，首先表现为审批流程的延长。这样导致了相当数量的意向销售金额未能在当年确认，从而造成 2014 年 1 月部分公司销售金额的高基数（招商地产在 2014 年 1 月实现销售金额 43.05 亿元，高于 14 年月均 42.54 亿，同比增长 28.42%，我们推测也有这样的因素存在）。而在 2015 年 9 月以来，按揭贷款利率优惠不断，从那时的利率上浮 5-10% 逐渐回归到 2015 年 1 月的 88 折，审批时间也大幅缩小，从而销售数据更真实地反映了市场状况。我们认为，这也是导致公司 1 月销售额同比下滑 34% 的因素之一。

利用资金成本优势进行积极扩张

一直以来，公司通过对资金的前瞻性安排和管理以及招商置地的一系列资本运作，综合资金成本相比同行优势显著。2012 年公司综合资金成本 5.99%，2013 年公司综合资金成本 5.23%。2014 年以来，随着国内资本市场融资限制的放开，公司通过发行中票、可转债等手段进一步

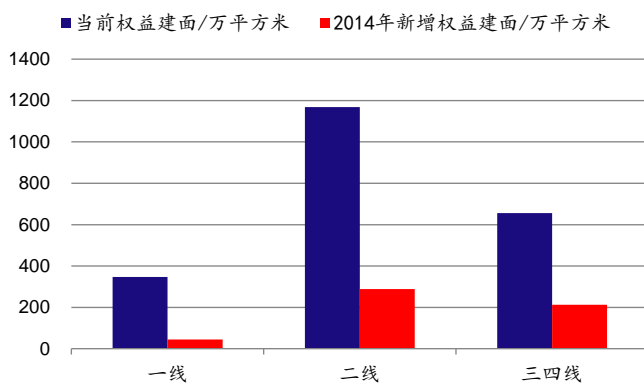
优化负债结构、降低综合资金成本，为公司的积极扩张打下坚实基础。

2013年12月11日，公司控股子公司招商局置地发布的5亿美元债券上市交易，期限5年，成本仅4.02%。2014年10月29日，公司发布可转债预案，计划发行80亿元可转债，期限为6年，成本不超过3%，2014年11月24日收到国资委同意发行的批复。2014年12月15日，公司收到中国银行间市场交易协会的通知，同意接受公司中票注册，金额50亿元。2015年2月4日公司成功发行第一期中票，金额10亿元，票面利率4.55%。我们认为，公司的综合资金成本还有进一步降低的空间。

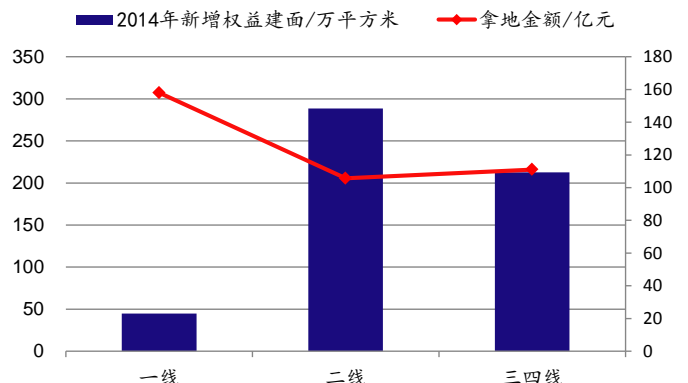
公司在2013年新增项目计容建面666万方，公司权益面积497万方，进入25个城市，新进入昆明、大连、宁波、南宁、杭州、烟台6个城市。在2014年，公司扩张之路依然积极，全年新增项目计容建面694万方，公司权益面积546万方，新进入沈阳、西安、常熟、句容、日照、琼海6个城市。截止到2015年1月底，公司已进入31个城市，权益土地储备面积约2171万平方米。

值得说明的是，公司2014年拿地总金额374.7亿元，一线城市占比就高达42%，公司的项目扩张并不盲目。其他城市中，公司在2014年重点补充了珠海、南京、苏州、武汉、成都等城市的项目储备，这些城市均属于流动性较强的区域，购房需求较为旺盛、购买力较为强劲。

图表6 公司当前和14年新增的项目储备情况



图表7 2014年新增权益面积和拿地金额



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

公司在2014年新增的土地储备及楼面价格情况如下表所示。

图表8 公司在2014年新增项目储备情况

时间	项目	占地面积(万方)	容积率	计容建面(万平米)	权益	总地价(亿元)	楼板价(元/平米)	权益建面(万方)
2014-12	苏州科技城项目	4.25	1.50	6.37	100%	2.85	4472	6.37
2014-12	成都灯泡厂项目	8.12	5.17	41.96	51%	18.14	4323	21.40
2014-12	南京G74项目	12.48	2.08	25.96	100%	8.60	3313	25.96
2014-12	深圳龙华新区项目	10.99	1.60	17.58	50%	30.40	17294	8.79
2014-12	沈阳奥体项目	3.13	7.00	21.91	51%	4.82	2201	11.17
2014-12	重庆观音桥项目	2.17	3.50	7.61	100%	3.54	4644	7.61
2014-12	北京亚林西东地块项目	5.41	2.95	15.95	26%	44.90	28154	4.15
2014-12	北京亚林西西地块项目	6.32	2.83	17.88	24%	42.00	23495	4.29

2014-11	苏州竹园路项目	7.48	1.60	11.96	100%	16.90	14125	11.96
2014-11	上海宝山区杨行镇西城区项目	9.05	2.50	22.62	100%	26.10	11541	22.62
2014-10	漳州半山项目	6.99	1.04	7.27	51%	2.86	3934	3.71
	漳州半山项目	2.76	1.25	3.45	51%	1.59	4602	1.76
	漳州半山项目	6.82	1.10	7.50	51%	3.09	4120	3.82
	漳州半山项目	3.08	1.25	3.85	51%	1.77	4597	1.96
2014-10	西安依云曲江项目	0.71	2.75	1.94	100%	0.45	2300	1.94
	西安依云曲江项目	5.83	2.75	16.02	100%	3.70	2310	16.02
2014-06	句容市宝华镇宝四路项目	5.52	1.60	8.83	70%	1.04	1181	6.18
2014-05	青岛市海德花园二期项目	2.26	2.00	4.53	51%	0.56	1243	2.31
	青岛市海德花园二期项目	9.71	1.40	13.60	51%	1.76	1291	6.94
2014-04	西安市曲江新区项目	7.03	2.75	19.34	100%	4.40	2275	19.34
2014-04	南京市 G16 经五路项目	5.79	4.22	24.45	100%	11.89	4862	24.45
2014-03	珠海市黄杨河滨项目	7.94	1.75	13.90	100%	5.96	4286	13.90
2014-03	南京市 G09 学十二路项目	3.75	2.25	8.45	49%	3.05	3611	4.14
2014-03	南京市 G14 经七路项目	11.09	1.44	15.97	49%	5.78	3620	7.82
2014-03	天津依水郡项目（依云郡二期）	3.76	1.80	6.78	77%	0.56	833	5.22
2014-03	博鳌大灵湖项目	145.83	0.40	58.33	60%	44.80	7680	35.00
2014-01	常熟市虞山尚湖项目	9.34	1.15	10.74	100%	7.00	6522	10.74
2014-01	日照市尚城花园项目	33.76	1.33	44.73	100%	15.41	3446	44.73
2014-01	烟台市牟平项目	51.09	1.42	72.55	100%	7.76	1069	72.55
2014-01	哈尔滨群力项目	38.03	3.10	117.88	85%	24.07	2042	100.20
2014-01	武汉市硚口区项目	9.80	3.47	34.01	100%	14.38	4228	34.01
2014-01	广州番禺万博项目	1.78	5.70	10.13	49%	14.60	14407	4.97
	合计	442.06	-	694.03	-	374.73	-	546.02

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

股票期权激励计划

2014年9月16日公司股东大会审议通过了股票期权激励计划，确立了2014年9月18日（首次授予计划的授予日）向143名对象授予2322.83万股股票期权，行权价格为11.24元，来源为定向发行的股票。2014年12月12日公司完成股票期权激励计划的首次授予登记工作。公司发行的股票期权在3年之后分批次生效，生效条件的考核指标有扣非后的ROE水平（绝对数不低于13%，相对数不低于对标企业同期75分位值）、扣除非经常性损益的净利润（三年复合增速不低于15%，相对数不低于对标企业同期75分位值）和总资产周转率（绝对数不低于20%）。

我们认为，股票期权激励计划的推出有助于强化管理层和股东方的共同利益，促使公司的管理效率和经营效益进一步提升。受益于控股股东的资源、综合资金成本优势、国企改革的预期，招商地产具备内生逆周期成长和外延式资产扩张的能力，预计公司制定的千亿收入百亿利润目标终会实现。我们预计公司在15-17年的EPS分别为1.94、2.30、2.81元，对应PE分别为12.2X、10.3X和8.4X，维持公司推荐评级。

风险提示

下半年或面临政策风险，公司销售不达预期。

财务预测：

利润表		单位:百万元			
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	43385.06	49979.59	58426.14	70052.94	
营业成本	27189.24	31737.04	36516.34	44056.20	
营业税金及附加	5417.55	6497.35	7595.40	9106.88	
营业费用	887.76	1022.70	1195.54	1433.45	
管理费用	547.19	630.36	736.89	883.53	
财务费用	819.20	705.52	1576.93	1667.63	
资产减值损失	540.76	622.96	642.69	714.54	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	325.04	300.64	399.94	343.71	
营业利润	8308.41	9064.31	10562.30	12534.42	
营业外收入	66.81	53.69	63.30	61.27	
营业外支出	49.17	46.11	41.58	45.62	
利润总额	8326.04	9071.89	10584.03	12550.07	
所得税	2816.19	2893.59	3407.44	4096.10	
净利润	5509.85	6178.30	7176.59	8453.97	
少数股东损益	1246.21	1170.54	1240.97	1219.24	
归属母公司净利润	4263.64	5007.76	5935.61	7234.72	
EBITDA	10068.64	10186.58	12621.38	14772.94	
EPS (摊薄)	1.66	1.94	2.30	2.81	

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

赵强，研究员行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn