

百年巨擘 王者归来

招商地产 (000024)

招商地产公布 15 年中报，实现营业收入 180 亿元，增长 12%；归属于母公司的净利润 21 亿元，增长 20%；EPS0.83 元。

效率再升级，去化待发力：公司上半年利润率有所下滑，而净利润增速大于营收增速的原因在于成本控制继续升级以及投资收益的贡献。公司 1-7 月实现签约销售金额 243 亿，同比增长 22%，下半年公司可售货值更为充裕，预计在 650 亿以上，继续看好公司布局的核心区域市场机会，维持全年销售金额 15% 增速判断。

养精蓄锐，期待优质资产注入：公司上半年新增土地储备 99 万平米，节奏有所放缓，区域继续强化一二线城市储备，更多采用合作方式获取项目，上半年拿地平均权益比重为 51%。资金方面，公司年初以来成功发行了两期合计 30 亿元的三年期中票，控股子公司招商置地成功发行票面年利率为 0.5% 的 2.9 亿美元的可换股债券，进一步夯实资金优势。

协同整合共迎王者归来：8 月 4 日公司公布招商局地产板块重组拟定方案：为招商局蛇口换股吸收合并本公司并向深圳证券交易所申请上市，符合我们此前的预期。随着招商局集团旗下前海、太子湾、蛇口网谷等资源的注入，一个千亿级的地产企业将由由此诞生，百年招商荣耀归来。今年招商局集团董事长李建红要求深入推进“三产一科创”，去年以来公司和招商银行、招商局资本、中外运等资源的合作都是集团内部产融结合的成果。产网融合方面，招商地产于 7 月份推出全国首家房地产移动互联网 5S 店，将传统的地产客户会会员服务从线下引至线上。通过平台搭建，公司在集团内部将银行、基金、证券、物流等优质资源打通，在外部则联合滴滴打车、咕咚运动、携程旅行网等开展合作，实现全方位的客户资源整合，为地产平台的快速发展建立强大基础。

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

	2014A	2015F	2016F	2017F
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	16.6	13.7	11.5

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 8 月 25 日

当前股价：31.96 元

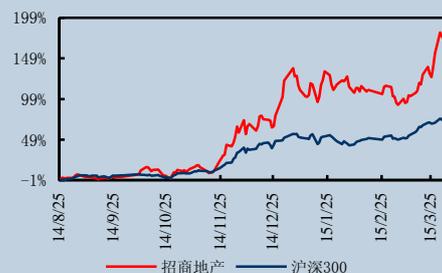
目标价格 6 个月：42 元

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
0/22.16	0/31.08	168.12/124.87
12 月最高/最低价 (元)		36.38/11.66
总股本 (万股)		257595.08
流通 A 股 (万股)		102641.64
总市值 (亿元)		823.27
流通市值 (亿元)		328.04
近 3 月日均成交量 (万)		0.00
主要股东		
招商局蛇口		40.38%

股价表现



相关研究报告

15.04.30 无与伦比的禀赋优势

15.03.10 长袖善舞 协力同行

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

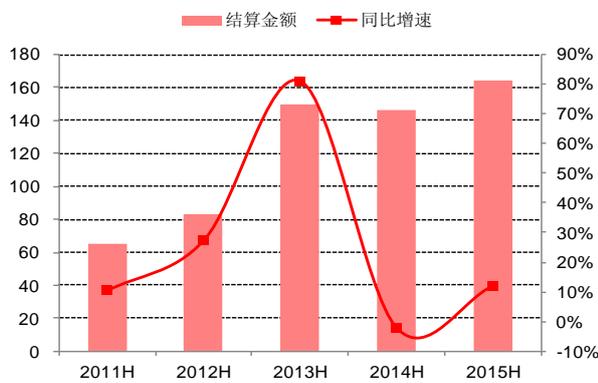


第一，效率再升级，去化待发力

公司二季度结算规模开始恢复，实现结转面积 133 万平米，结转收入 164 亿，同比分别增长 23% 和 12%，而由于本期结算低价项目较多，结算均价同比下降 9%，导致综合毛利率下降 2 个百分点。而净利润增速大于营收增速的原因在于：1、成本控制继续升级，销售管理费用率同比下降 0.4 个百分点；2、投资收益大幅增长。公司本期实现投资收益 4.9 亿，同比增长 244%，主要由于取得北京广盈公司按照公允价值重新计量获得增值。

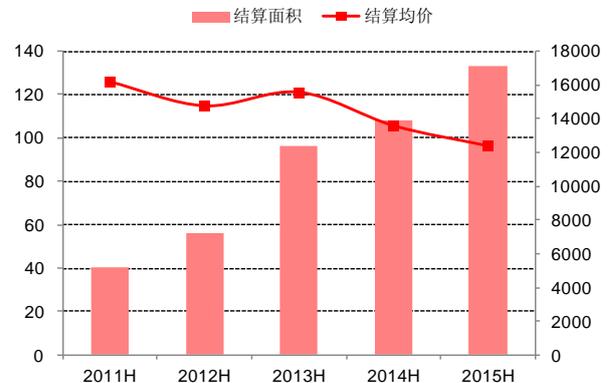
公司 1-7 月实现签约销售面积 176 万平米，签约销售金额 243 亿，分别同比增长 31% 和 22%，尤其二季度开始公司把握住深圳等主流城市的热度，加大供应实现快速去化，同比增速 63%，去化率约 55%。下半年公司可售货值相较上半年更为充裕，预计在 650 亿左右，其中 500 亿为新推，考虑到当前宽松格局延续，我们继续看好公司布局的核心区域市场机会，维持全年销售金额 15% 增速判断。

图：半年度结算金额和增速



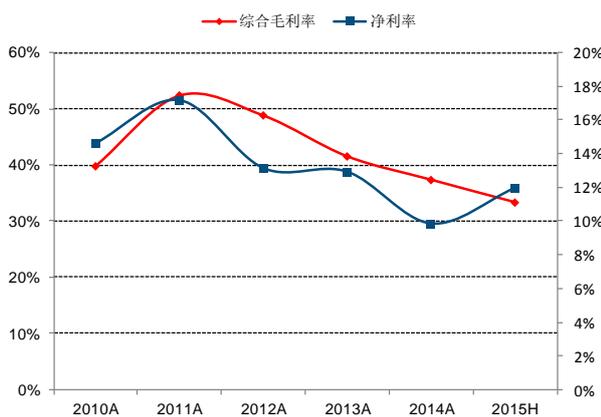
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：半年度结算面积和均价



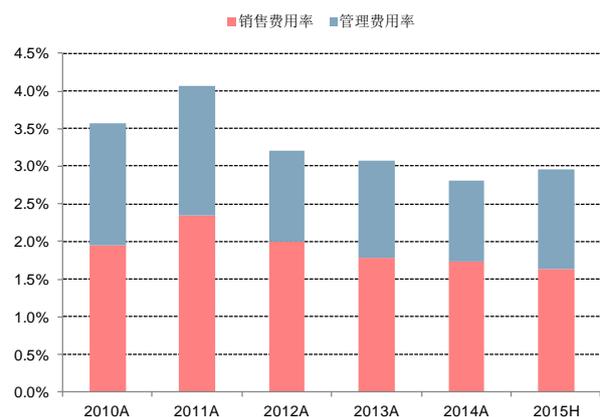
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

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

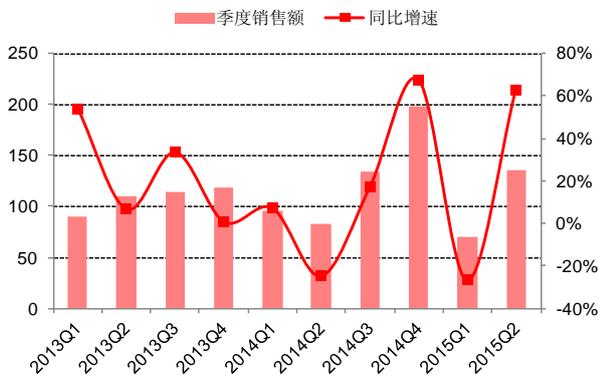
图：销售管理费用率



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

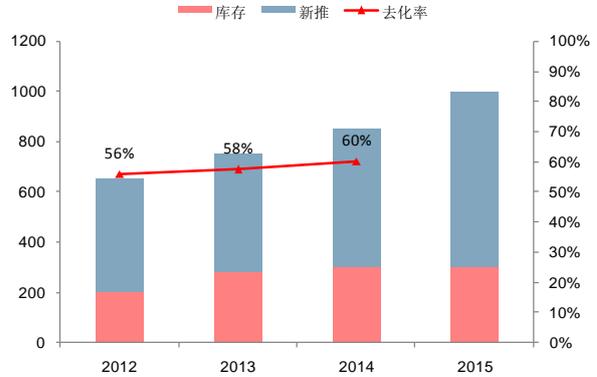


图：季度销售金额与增速



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



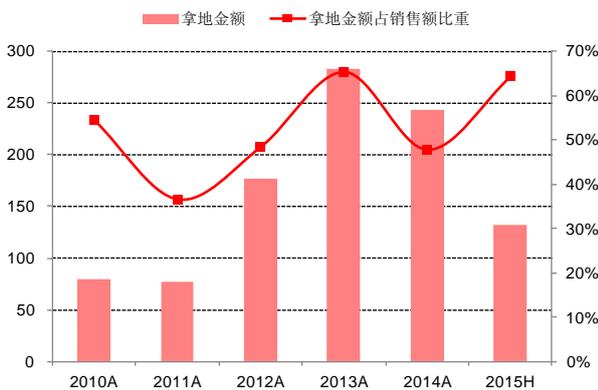
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

第二，养精蓄锐，期待优质资产注入

公司上半年新增 5 个项目，新增土地储备 98.93 万平米，相对于积极扩张的 2014 年，公司今年节奏有所放缓。从布局区域来看，公司更加精挑细选，继续强化北京、上海、成都等一二线城市，以及佛山等经济较发达三线城市，同时公司也更多采用合作方式获取项目，上半年拿地平均权益比重为 51%。随着招商局地产系统整合的启动，公司外部扩张已显得不再重要，随着招商局前海、蛇口等优质资产的注入，公司将成为拥有深圳自贸区核心资源，这也将是其他开发商难以望其项背的禀赋。

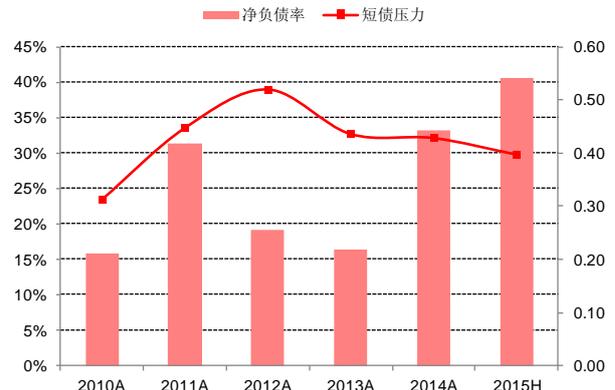
资金方面，公司净负债率略有抬升，但仍处于行业低位，公司年初以来分别以 4.55% 和 4.12% 的利率水平成功发行了两期合计 30 亿元的三年期中票，控股子公司招商置地成功发行票面年利率为 0.5% 的 2.9 亿美元的可换股债券，进一步夯实资金优势。

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：公司净负债率和短债压力



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

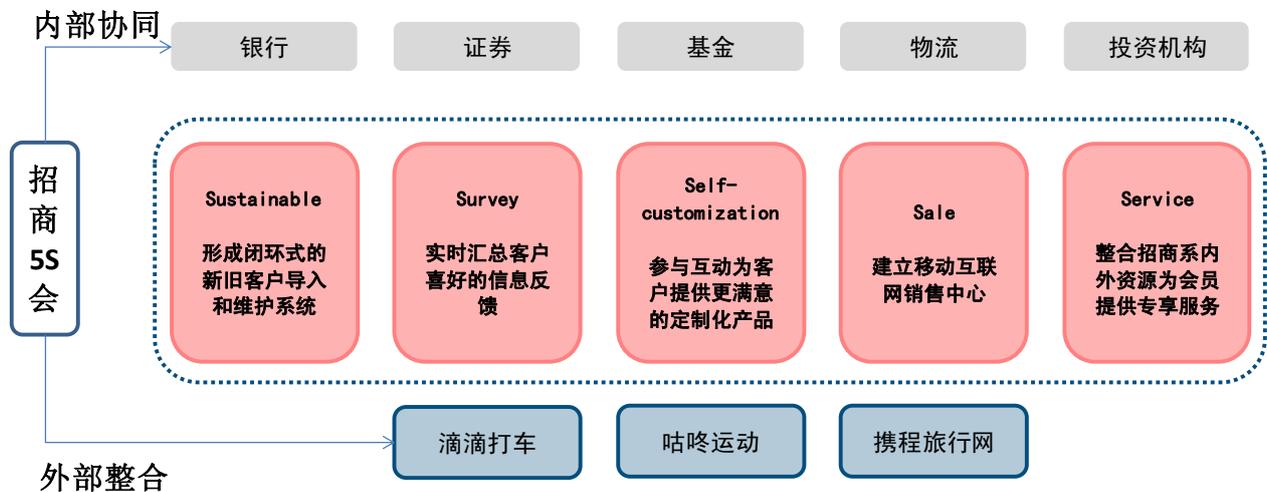
第三，协同整合共迎王者归来

8月4日公司公布招商局地产板块重组拟定方案：为招商局蛇口换股吸收合并本公司并向深圳证券交易所申请上市，这也意味着招商局集团核心资产将会新成立一个平台企业上市，吸收合并招商地产资产后，原招商地产退市，同时此前的可转债发行申请撤回，该方案符合我们此前的预期。我们去年就多次强调，招商地产此次千亿之路将是一段独舞，同时这段成长之路也将是其他房企不可复制的，随着招商局集团旗下前海、太子湾、蛇口网谷等资源的注入，一个千亿级的地产企业将由此诞生，百年招商荣耀归来。

同时招商局资源的整合不仅仅在资源注入，还在于全集团层面的协同效应，今年招商局集团董事长李建红在集团年中会议上进一步要求深入推进“三产一科创”（产融结合、产城联动、产网融合和科技创新）的重大项目，打造数字化、国际化和平台化的招商局。去年以来公司和招商银行、招商局资本、中外运等资源的合作都是集团内部产融结合的成果。

在产网融合方面，招商地产于7月份推出全国首家房地产移动互联网5S店，“5S”分别代表了Self-customization（自我定制，即参与互动为客户提供更满意的定制化产品）、Service（会员服务，即整合招商系内外资源为会员提供专享服务）、Sustainable（可持续，即形成闭环式的新旧客户导入和维护系统）、Sale（销售，即建立移动互联网销售中心）、Survey（反馈，即实时汇总客户喜好的信息反馈），将传统的地产客户会会员服务从线下引至线上，推行泛会员制，并结合了会员在“居住、感情、社交、生活、娱乐、置业”等方面的实际需求。通过平台搭建，公司在集团内部将银行、基金、证券、物流等优质资源打通，在外部则联合滴滴打车、咕咚运动、携程旅行网等开展合作，实现全方位的客户资源整合，为地产平台的快速发展建立强大基础。

图：公司产网融合进展



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，此次招商局集团地产整合凸显公司禀赋优势，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
					负债及权益总计	151,692	173,136	224,987	303,785
					主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
现金流量表					增长率(%)				
指标名称	2014	2015E	2016E	2017E	营业收入	33.2%	10.4%	13.1%	15.4%
销售商品、提供劳务收入	41,609	61,037	71,201	84,481	营业利润	4.8%	6.8%	20.7%	19.4%
减:购买商品、接受劳务支出	39,882	53,797	76,112	103,088	净利润	1.5%	16.5%	20.8%	19.4%
职工支出	1,787	2,029	2,374	2,825	利润率(%)				
税费支出	8,058	6,575	7,666	9,090	毛利率	37.3%	34.7%	35.9%	37.4%
经营现金流	-6,447	-1,364	-14,950	-30,522	EBIT Margin	20.3%	19.7%	20.8%	21.6%
取得借款	20,158	9,791	36,738	55,495	EBITDA Margin	20.2%	19.5%	20.5%	21.4%
发行债券	0	0	0	0	回报率(%)				
偿还债务	13,297	9,857	13,532	12,837	ROE	17.7%	19.0%	19.5%	19.8%
融资现金流	5,225	-2,448	19,978	37,024	ROA	3.6%	3.7%	3.5%	3.1%
现金及现金等价物净增加额	-1,288	-5,082	3,043	3,979					



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

彭砚莘 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

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

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

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

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@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，本公司不会仅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/或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

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

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