

招商地产 (000024.SZ)

资源重组，成果值得期待

核心观点：

● 业绩增长放缓，毛利率持续走低

15 年上半年，公司实现营业收入同比增长 12.01%；业绩同比增长 20.17%；实现每股净利润 0.83 元。房地产项目结转的毛利率同比下降 3%，主要是由于长三角地区结算收入占比大幅增加所致。此外北京臻园项目在报告期内实现并表，公允价值重新计量确认投资收益 4.33 亿元，增厚了公司业绩。整体来看，我们认为公司 15 年全年业绩增长将在 15% 左右。

● 销售增长平稳，部分城市存在去化压力

报告期内公司累计实现签约销售面积 156.66 万方，同比增加 29.60%；签约销售金额 205.60 亿元，同比增加 14.86%。截止到 7 月份，公司完成签约销售金额 243.03 亿元，完成全年签约销售金额目标的 41.4%。货值方面整体来看，预计全年总销售规模可以达到 550 亿左右。

● 土地投资力度显著降低

15 年上半年，公司坚持相对谨慎的土地投资态度，项目资源 98.83 万平方米，其中权益面积 50.31 万平方米，投资金额 45.34 亿元，占上半年销售金额的 22%，土地投资力度与过去几年相比出现了比较显著的下降。杠杆水平净资产负债率进一步上升，获得了 30 亿元的中长期债券融资。

● 预计公司 15、16 年 EPS 分别为 1.91、2.21 元，维持“买入”评级。

在大股东招商局集团的知道下，公司 4 月初停牌至今，重组大体方案已经确定，蛇口工业区的整体上市将会为公司未来的发展带来更多的资源，且对于深圳市未来以及前海自贸区的发展具备积极的意义。

● 风险提示

资产重组进程存在不确定性，地产销售及业绩发展受到行业影响。

盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	32,568	43,385	52,272	63,714	78,869
增长率(%)	28.74%	33.21%	20.48%	21.89%	23.79%
EBITDA(百万元)	7950.9	9736.8	10965.7	12926.3	15474.6
净利润(百万元)	4202.2	4263.6	4931.5	5684.4	6590.0
增长率(%)	26.64%	1.46%	15.66%	15.27%	15.93%
EPS(元/股)	1.63	1.66	1.91	2.21	2.56
市盈率(P/E)	19.40	19.12	16.53	14.34	12.37
市净率(P/B)	3.05	2.62	2.27	1.96	1.69
EV/EBITDA	4.69	6.77	3.53	5.06	4.75

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

31.64 元

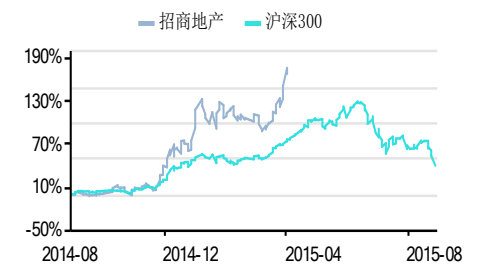
前次评级

买入

报告日期

2015-09-01

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：

保障有质量的高速成长 2015-03-10

寻求发展，空间广阔：展望 2015-01-15

2015 系列之五

再融资助力，发展前景广阔 2014-10-29

联系人：

金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

李飞 021-60750637

gflifei@gf.com.cn

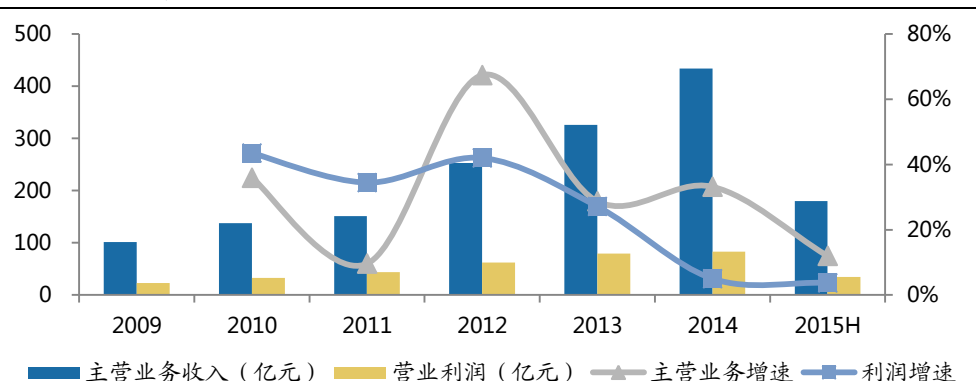
业绩增长放缓，毛利率持续走低

15年上半年，公司实现营业收入总额179.74亿元，同比14年上半年增长12.01%；营业利润34.69亿元，同比增长3.71%，归属于上市公司股东的净利润21.46亿元，同比增长20.17%；实现每股净利润0.83元。

公司上半年营业利润增速低于主营业务收入，主要是因为报告期内结转的房地产项目毛利率同比下降3%；另外，物业管理业务毛利水平也下降了3%。13年开始招商地产布局的三四线城市规模增加，项目利润水平低于深圳核心资源项目的表现，从结算分布来说，毛利率较低的长三角地区结算收入占比大幅增加，过去两年以来的整体利润率下降的趋势没有变化。费用率方面，15年上半年管理以及销售费用率略有提高，财务费用较去年同期增长近四成，主要原因是利息支出同比增加较多。

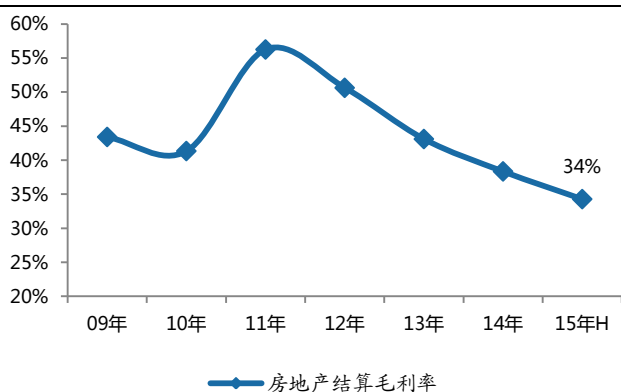
中报中值得关注的一点，公司于2015年5月1日取得对原联营企业北京广盈房地产开发有限公司控制权（北京臻园项目），购买日原持有股权按照公允价值重新计量确认投资收益4.33亿元，增厚了公司业绩。

图1：招商地产主营业务收入和利润增速



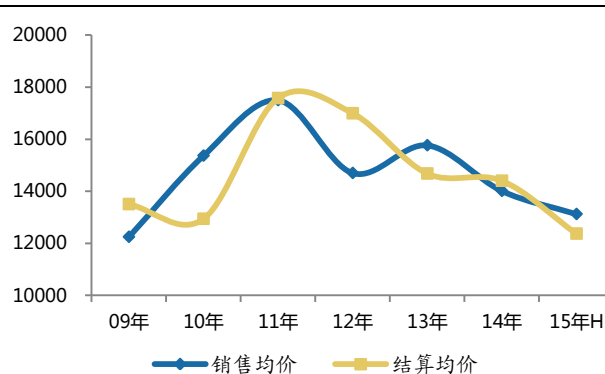
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图2：房地产开发销售业务结算毛利率变化



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图3：房地产销售与结算均价（元/平方米）



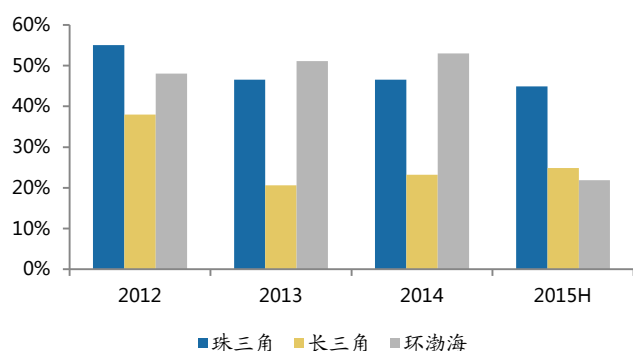
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

表 1: 臻园项目情况主要情况

被购买方名称	账面价值	公允价值	重新计量利得	存货规模	预收账款	预售比例	预计下批竣工时间
北京广盈房地 产开发有限公司	0.16 亿	4.49 亿	4.33 亿	35.6 亿	36.9 亿	77.08%	2016 年 2 月

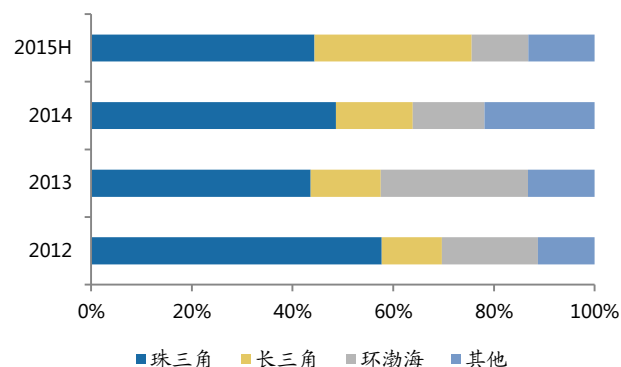
数据来源: 广发证券发展研究中心

图 4: 区域结算毛利率变化



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

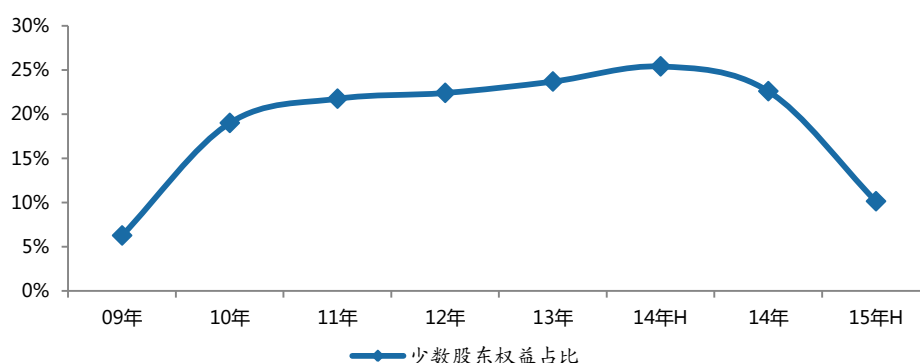
图 5: 区域结算收入占比



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

公司归属母公司净利润增速高于营业利润增速的主要原因在于少数股东结算占比在报告期内有所降低所致, 招商在过去几年获取项目平均权益比例始终维持在 80% 左右, 报告期少数股东权益占比是由于主要是由于当期结算项目结构所导致的。

图 6: 招商地产少数股东权益占比



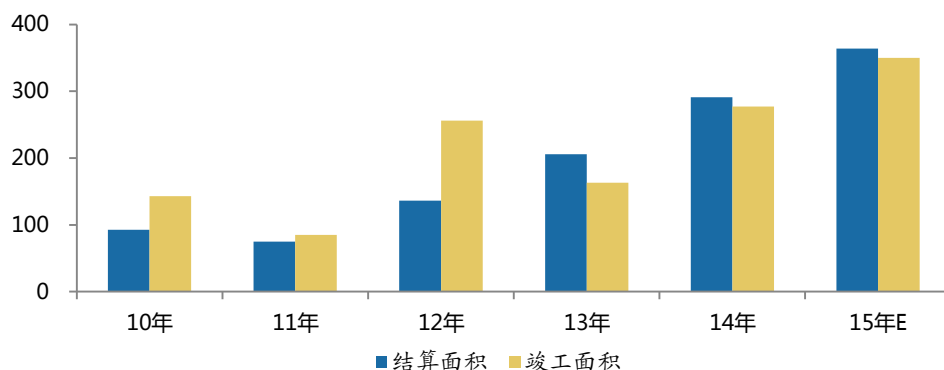
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

15 年全年业绩方面, 公司预计实现竣工面积 350 万方, 与 14 年全年竣工面积 277 万方相比同比上升 26.3%, 我们预计公司全年结算面积增长将在 20% 左右, 考虑到 14 年全年结算与销售均价基本持平, 预计 15 年房地产结算收入可以维持 20% 左右的增长。

截止到 15 年中期年末公司预收账款总额为 443.3 亿元, 与 14 年末相比上升 24.5%。预售账款结构来看, 与期初值相比, 期末值中长三角区域项目在预收账款中的占比显

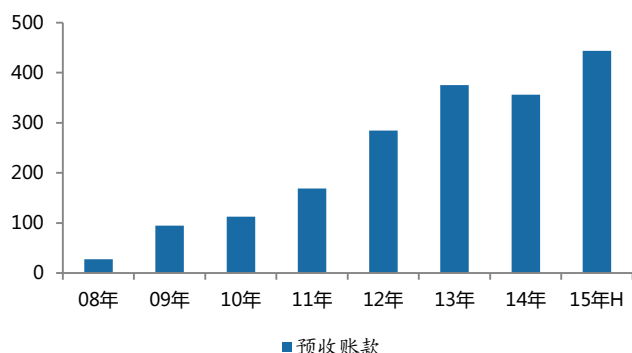
著降低，珠三角地区基本保持稳定，而环渤海区域的占比有所上升。我们认为公司15年整体毛利率与14年相比还将继续下降。整体来看，我们认为公司15年全年业绩增长将在15%左右。

图7：公司结算以及竣工面积（万方）



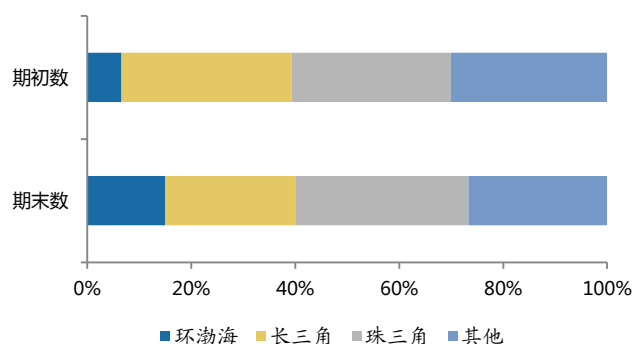
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图8：公司截至15年H预收账款规模（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图9：公司14年预收账款期初以及期末分布



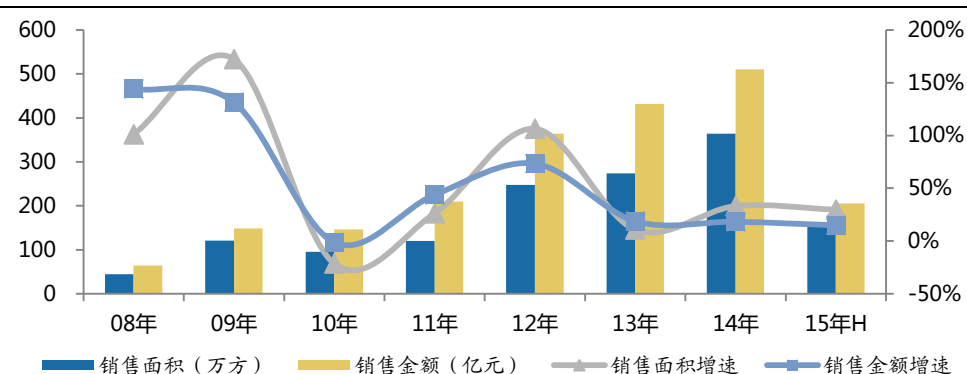
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

销售增长平稳，部分城市存在去化压力

报告期内公司累计实现签约销售面积156.66万方，同比增加29.60%；签约销售金额205.60亿元，同比增加14.86%。截止到7月份，公司完成签约销售金额243.03亿元，完成全年签约销售金额目标的41.4%。销售均价方面，公司上半年销售均价与14年全年相比小幅下降6.4%，月度销售均价走势震荡明显，但从季度销售均价走势上来看，依旧处于相对稳定的状态。

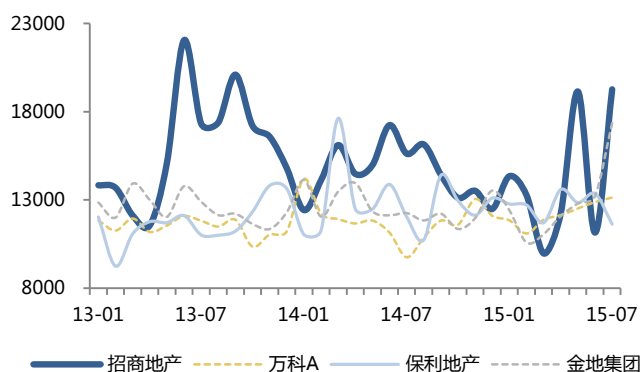
上半年公司整体销售维持了相对稳定的增长，从具体的项目来看，深圳双玺花园以及北京臻园等一线城市核心项目依旧是为公司贡献销售规模的主力，而三四线城市的项目在销售过程中整体反馈较核心城市差距较大。

图10: 招商地产销售面积、销售金额及同比增速



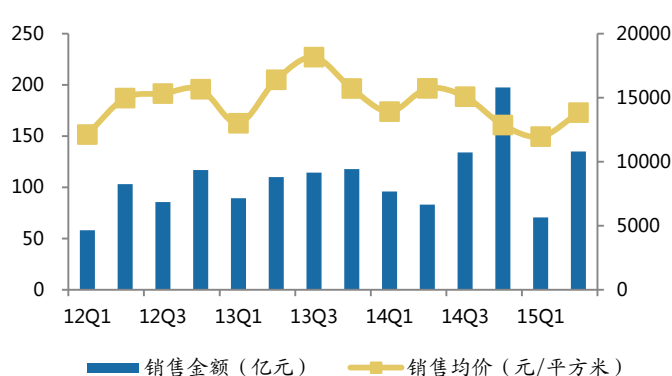
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图11: 主流房企月度销售均价变化



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

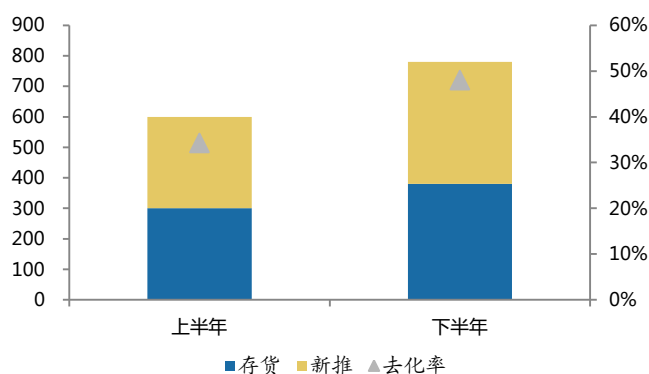
图12: 季度销售规模与销售均价



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

货值方面, 公司15年计划新推总规模为700亿, 上半年推货规模约300亿, 截止到8月份总推货规模约450亿, 截止到6月末公司在手存货规模约380亿。整体来看, 下半年可售总货值规模约为800亿, 在42%的整体销售去化率的假设下, 预计全年总销售规模可以达到550亿左右, 与14年相比同比增速在10%左右。

图13: 招商地产15年货值 (亿元) 及去化率



数据来源: 广发证券发展研究中心

图14: 招商地产新开工面积 (万方) 及增速



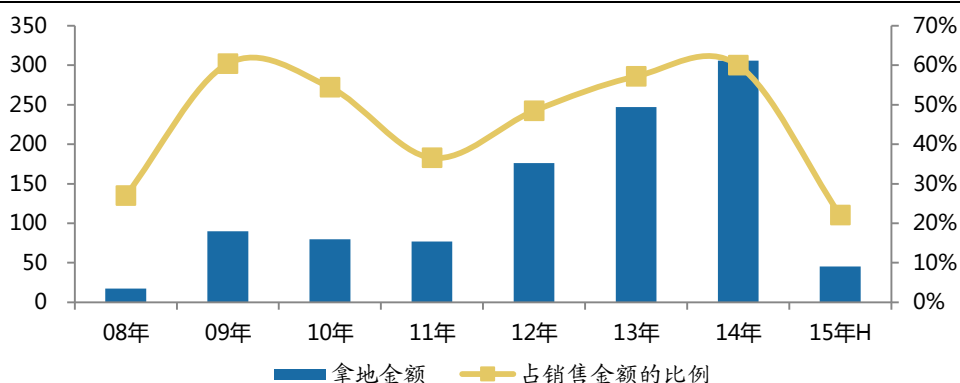
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

新开工计划方面，公司计划实现新开工520万方，与14年相比增长25%，为公司15年以及今后的规模增长提供稳定的货值储备。

土地投资力度显著降低

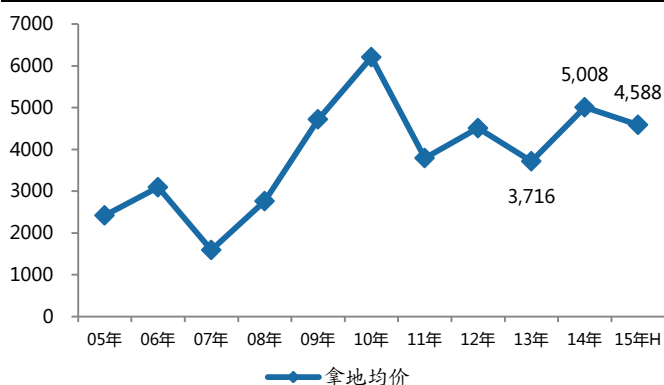
15年上半年，公司坚持相对谨慎的土地投资态度，重点补充战略重镇型城市的项目资源，报告期内在上海等城市补充项目资源98.83万平方米，其中权益面积50.31万平方米，投资金额45.34亿元，占上半年销售金额的22%，土地投资力度与过去几年相比出现了比较显著的下降。在7月份披露的经营公告中补充了句容项目，这是公司第一次进入了江苏省句容市。

图15: 招商地产拿地金额（亿元）及拿地金额/销售金额比例



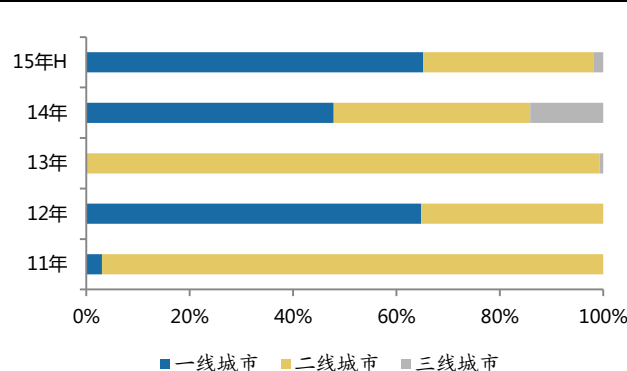
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图16: 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

图17: 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

表2: 招商地产15年上半年新增项目明细

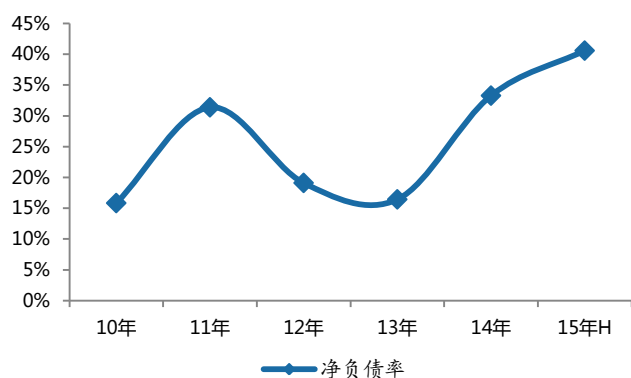
时间	项目	规划用途	区域	总地面积	建筑面积	总地价	楼面价	权益	可比均价
2015年3月	佛山市禅城区文华公园项目	商住	佛山	2.8	9.9	6.3	6307	50%	12000
2015年5月	成都大魔方项目	商住	成都	12.7	76.0	9.0	1181	51%	15000

2015年5月	上海大场项目	住宅	上海	5.9	12.9	30.1	23277	51%	51827
2015年6月	句容国际E城项目	商住	句容	7.0	14.1	0.9	623	70%	6500
合计				28.4	112.9	46.2		53%	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

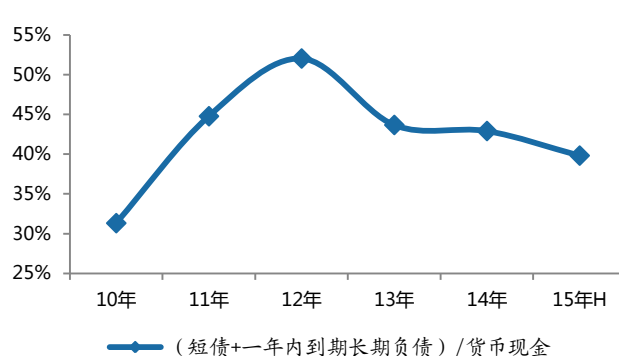
从杠杆水平来看，公司15年上半年净资产负债率进一步上升，由于公司股权融资以及可转债融资一直没有落实，而开工规模不断扩大，公司财务支出水平进一步提高，净负债率水平有14年底的33.3%上升至40.6%；短期偿债能力在15年上半年进一步加强，短期借款占货币现金的比例有所降低。15年上半年公司通过发行中期票据的方式，获得了30亿元的中长期债券融资，而14年所提出的可转债的计划在15年8月份正式宣告终止。低成本的债券融资降低了公司的财务成本压力，优化了公司的债券结构。

图18：招商地产净负债率水平



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图19：招商地产短期偿债压力



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表3：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%
2015年2月	15年第一期中期票据	5年	10亿	4.55%
2015年7月	15年第二期中期票据	3年	20亿	4.12%
2015年8月	可转债	撤回		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从15年4月5日开始停牌，计划重大资产重组事项，截止到目前公司已经公告了大致的重组方案，招商局集团正在积极推动本公司与招商局蛇口工业区控股股份有限公司，目前拟定的方案为招商局蛇口换股吸收合并招商地产并向深圳证券交易所申请上市，也就是招商地产的原大股东实现整体上市。

招商地产的大股东招商局蛇口工业控股股份有限公司，在深圳各个开发区均有大

量的土地储备，在其他招商局负责开发的港口及区域也有众多园区开发资产。预计在此次资产重组完成之后，对于公司未来的发展有重要的意义，在吸收大量的一线土地核心土地资源以及部分二线城市土地资源之后，公司未来在地产项目开发过程中，具备极强的业绩潜力。

盈利预测与投资评级

15年上半年招商地产在房地产业绩增长相对稳定，具体来看利润率的下降在报告期内由于投资收益以及少数股东权益的影响，利润规模同比实现增长。销售方面同样维持良好的增长状态，对外投资力度有所下降，但核心城市市场可以维持货值的稳定。从公司4月初停牌至今，重组大体方案已经确定，蛇口工业区的整体上市将会为公司未来的发展带来更多的资源，且对于深圳市未来以及前海自贸区的发展具备积极的意义。预计公司15、16年EPS分别为1.91、2.21元，维持“买入”评级。

风险提示

资产重组进程存在不确定性，地产销售及业绩发展受到行业影响。

资产负债表	单位: 百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	122,852	140,251	163,507	183,858	206,672
货币资金	24,240	22,983	38,400	46,080	55,040
应收及预付	16,581	12,634	13,744	15,226	17,356
存货	78,477	101,019	107,748	118,937	130,661
其他流动资产	3,554	3,615	3,615	3,615	3,615
非流动资产	11,188	11,442	15,330	19,905	25,260
长期股权投资	1,653	1,906	2,230	2,609	3,052
固定资产	2,038	1,846	1,938	2,054	2,177
在建工程	105	85	464	828	1,181
无形资产	960	918	918	918	918
其他长期资产	6,432	6,687	9,780	13,496	17,931
资产总计	134,040	151,692	178,837	203,763	231,932
流动负债	74,835	80,114	100,852	116,103	132,085
短期借款	4,250	3,887	6,682	6,472	7,318
应付及预收	60,693	66,528	83,041	97,716	112,394
其他流动负债	9,891	9,699	11,129	11,916	12,372
非流动负债	20,288	27,831	27,742	29,630	32,403
长期借款	17,052	24,667	27,289	28,810	31,144
应付债券	3,003	3,018	0	0	0
其他非流动负债	233	147	453	820	1,259
负债合计	95,123	107,946	128,594	145,733	164,487
股本	1,717	2,576	2,576	2,576	2,576
资本公积	8,447	8,530	9,516	10,653	11,971
留存收益	16,482	19,910	23,855	28,403	33,675
归属母公司股东权益	26,726	31,094	35,947	41,631	48,221
少数股东权益	12,192	12,652	14,296	16,399	19,223
负债和股东权益	134,040	151,692	178,837	203,763	231,932

利润表	单位: 百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	32,568	43,385	52,272	63,714	78,869
营业成本	19,045	27,189	34,190	42,285	52,981
营业税金及附加	4,578	5,418	5,864	6,798	7,978
销售费用	771	888	1,095	1,378	1,811
管理费用	556	547	642	840	1,169
财务费用	614	819	985	1,219	1,424
资产减值损失	-354	541	30	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	569	325	191	223	261
营业利润	7,927	8,308	9,658	11,415	13,765
营业外收入	69	67	0	0	0
营业外支出	29	49	0	0	0
利润总额	7,967	8,326	9,658	11,415	13,765
所得税	2,459	2,816	3,082	3,628	4,351
净利润	5,508	5,510	6,575	7,787	9,414
少数股东损益	1,306	1,246	1,644	2,102	2,824
归属母公司净利润	4,202	4,264	4,931	5,684	6,590
EBITDA	7,951	9,737	10,966	12,926	15,475
EPS (元)					

现金流量表	单位: 百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	496	-6,447	11,982	9,632	9,611
净利润	5,508	5,510	6,575	7,787	9,414
折旧摊销	332	393	484	514	544
营运资金变动	-3,703	-12,800	8,673	2,004	824
其它	-1,641	450	-3,750	-673	-1,171
投资活动现金流	-747	-79	-836	-1,217	-1,281
资本支出	-324	-56	-665	-1,015	-1,042
投资变动	293	-23	-171	-202	-239
其他	-716	0	0	0	0
筹资活动现金流	6,234	5,225	4,270	-735	630
银行借款	19,700	20,158	16,704	16,179	18,296
债券融资	-12,915	-13,297	-9,857	-14,082	-14,658
股权融资	1,611	1,596	0	0	0
其他	-2,162	-3,232	-2,577	-2,832	-3,008
现金净增加额	6,017	-1,288	15,417	7,680	8,960
期初现金余额	18,219	24,236	22,948	38,364	46,044
期末现金余额	24,236	22,948	38,364	46,044	55,004

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.7%	33.2%	20.5%	21.9%	23.8%
营业利润增长	27.2%	4.8%	16.2%	18.2%	20.6%
归属母公司净利润增长	26.6%	1.5%	15.7%	15.3%	15.9%
获利能力(%)					
毛利率	41.5%	37.3%	34.6%	33.6%	32.8%
净利率	16.9%	12.7%	12.6%	12.2%	11.9%
ROE	15.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
ROIC	12.0%	11.0%	13.9%	15.8%	17.7%
偿债能力					
资产负债率(%)	71.0%	71.2%	71.9%	71.5%	70.9%
净负债比率	16.4%	33.3%	5.9%	-4.5%	-11.8%
流动比率	1.64	1.75	1.62	1.58	1.56
速动比率	0.56	0.44	0.51	0.51	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.30	0.32	0.33	0.36
应收账款周转率	272.58	597.69	460.32	276.95	204.23
存货周转率	0.25	0.30	0.33	0.37	0.42
每股指标(元)					
每股收益	2.45	1.66	1.91	2.21	2.56
每股经营现金流	0.29	-2.50	4.65	3.74	3.73
每股净资产	15.56	12.07	13.95	16.16	18.72
估值比率					
P/E	19.4	19.1	16.5	14.3	12.4
P/B	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA					

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, 七年房地产研究经验, 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, 三年房地产研究经验, 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, 两年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015 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。