

证券研究报告

平安地产

**强烈推荐 (维持)**

证券分析师

**王琳** 投资咨询资格编号  
S1060513090001  
010-59730726  
WANGLIN170@pingan.com.cn

**杨侃** 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
0755-22621493  
YANGKAN034@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

招商地产 (000024)

销量增长平稳，2015 年货量充足

**事项：**招商地产公布 12 月销售简报，单月实现销售面积 88.7 万平米，销售金额 110.8 亿元。2014 年全年累计实现销售面积 364.3 万平米，销售金额 510.5 亿元。

**平安观点：**

■ **销量稳步增长，2015 年可售超 1100 亿。**公司 12 月实现销售金额 110.8 亿，环比分别增长 129%和 166.7%，略超市场预期，推盘量上升为单月销量创历史新高主因。2014 年全年累计实现销售额 510.5 亿元，同比增长 18.2%，超额完成 500 亿目标。受产品结构调整及部分项目适度以价换量影响，均价较 2013 年（15766 元/平）下降 11%至 14013 元/平。尽管 2014 年市场大环境相对平淡，公司全年整体去化率仍逆势上涨 2 个百分点至 60%，豪宅项目深圳双玺一期推出部分去化 90%以上。展望 2015 年，预计公司全年可售货值 1100 亿，其中新推 800 亿，刚需及改善户型占比达 70%以上，按 55%去化保守估计，可实现销量额 600 亿，同比增长 18%。

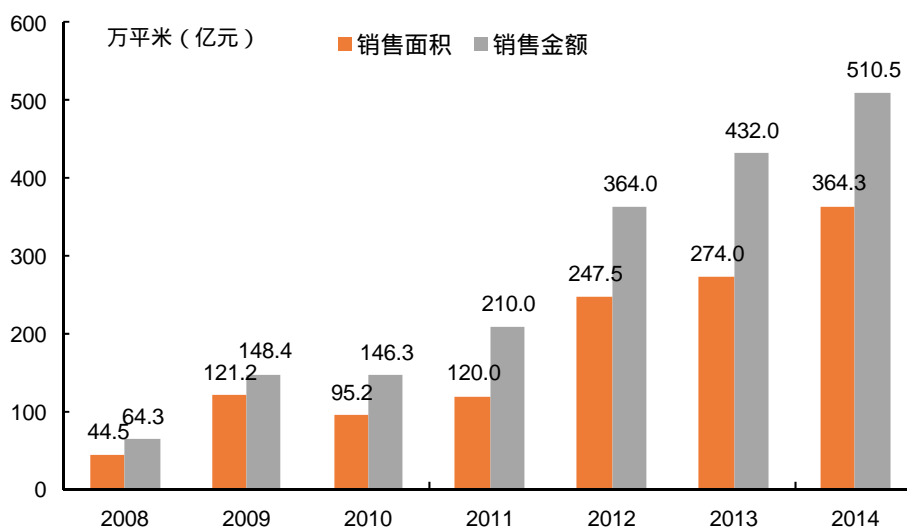
■ **土地投资仍属积极，新城市拓展加速。**受土地市场过热和销售偏淡影响，公司 3 季度亦有意识放缓拿地节奏，但全年来看，相比其它龙头房企公司土地投资仍属积极。2014 年累计新增建面 636.3 万平，同比下降 4.1%，降幅明显小于万科（-73%）和保利（-35%）。平均楼面价 5472 元/平米，较 2013 年均价上涨 25.7%。分区域来看，新进入常熟、日照、博鳌、西安、句容和沈阳 6 个城市，累计布局城市已达 30 个。公司土地储备目标为一线城市、二线、三四线城市占比分别为 35%、50%和 15%。随着近年来深圳储备地块逐步消耗，公司一线城市土地储备已相对不足，12 月相继在深圳、北京新增 3 宗地块，预计后续将逐步加大一线城市土地投资力度。

■ **中票及可转债发行降成本，自贸区扩容受益标的。**公司 12 月已完成 50 亿中票发行额度注册，参考万科（4.7%）和保利（4.8%）的发行利率和时间进度，预计首期中票发行有望在春节前完成，利率不会高于万科和保利水平。公司此前已申请发行 80 亿可转债（利率不高于 3%），若转债和中票均成功发行，将降低公司整体融资成本，改善公司资金状况。公司大股东蛇口工业区曾承诺“根据招商地产的开发计划和经营需要，蛇口工业区将持续注入土地等优质资产以支持招商地产的发展”。目前蛇口工业区在蛇口拥有 11 平方公里土地，随着前海蛇口片区纳入广东自贸区范围，公司将潜在受益。

■ **盈利预测：**预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 1.86、2.32 元，对应 PE 分别为 13.5 倍和 10.8 倍。短期来看，公司中票及可转债发行有望降低公司整体融资成本，蛇口片区潜在土地储备丰富，直接受益自贸区扩容；中长期来看，公司近年积极布局养老、医疗、产业地产等新业务模式，未来有望成为公司新一片发展蓝海，维持“强烈推荐”评级。

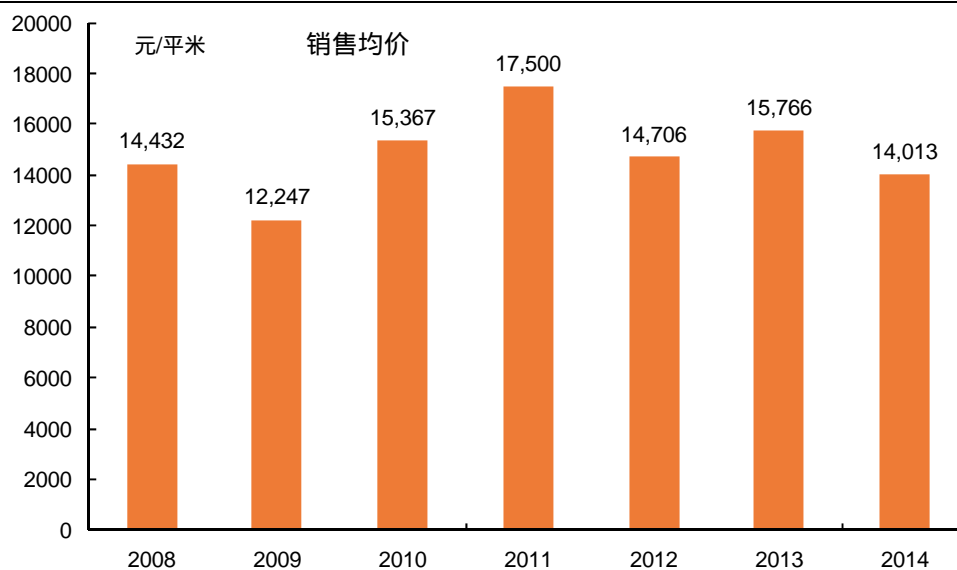
■ **风险提示：**销售不及预期的风险。

图表 1 公司历年销售走势



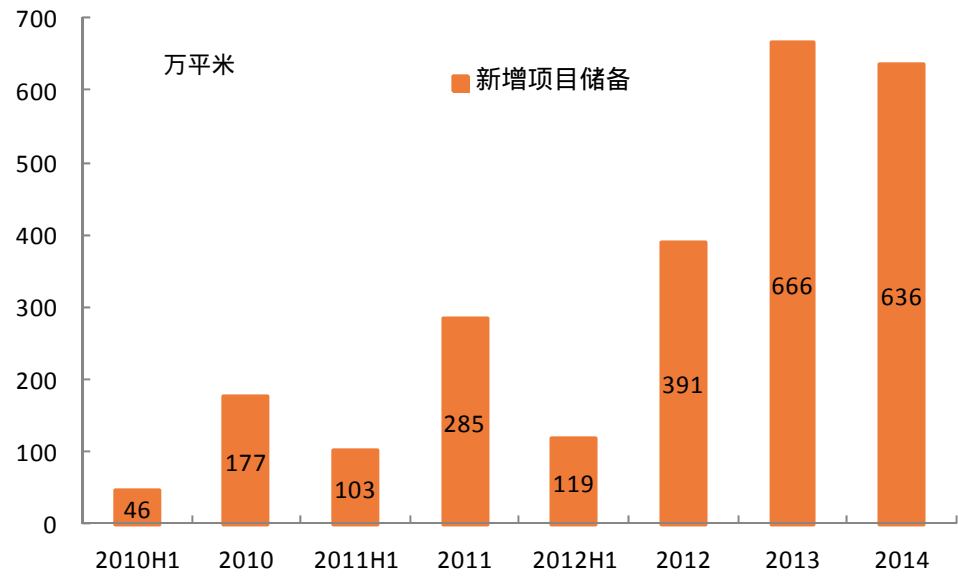
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 公司历年销售均价走势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 公司历年新增项目储备



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	122852	143575	171805	218175	
现金	24240	18178	15193	19735	
应收账款	77	157	191	238	
其他应收款	13684	16421	19705	23646	
预付账款	2816	2816	2816	2816	
存货	78477	102449	130346	168185	
其他流动资产	3558	3554	3554	3554	
非流动资产	11188	12206	13143	14098	
长期投资	1653	2149	2364	2600	
固定资产	2038	2717	3412	4080	
无形资产	542	542	542	542	
其他非流动资产	6954	6797	6825	6875	
资产总计	134040	155781	184948	232273	
流动负债	74835	91053	109720	144051	
短期借款	4250	3000	5830	7749	
应付账款	12011	11796	12976	14273	
其他流动负债	58574	76257	90914	122029	
非流动负债	20288	19785	22286	24785	
长期借款	17052	19552	22052	24552	
其他非流动负债	3236	233	234	233	
负债合计	95123	110838	132005	168836	
少数股东权益	12192	13594	16011	19545	
股本	1717	2576	2576	2576	
资本公积	8447	7588	7588	7588	
留存收益	16482	21185	26767	33728	
归属母公司股东权益	26726	31349	36932	43892	
负债和股东权益	134040	155781	184948	232273	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	496	-3435	-4650	2363	
净利润	5508	6191	8402	10941	
折旧摊销	142	244	323	406	
财务费用	614	672	618	559	
投资损失	-569	-53	-59	-65	
营运资金变动	-5716	-10169	-13864	-9402	
其他经营现金流	516	-320	-71	-77	
投资活动现金流	-747	-1153	-1148	-1233	
资本支出	324	830	949	1019	
长期投资	-34	496	215	236	
其他投资现金流	-457	173	17	22	
筹资活动现金流	6234	-1474	2813	3412	
短期借款	2145	-1250	2830	1919	
长期借款	2674	2500	2500	2500	
普通股增加	0	859	0	0	
资本公积增加	60	-859	0	0	
其他筹资现金流	1355	-2724	-2517	-1008	
现金净增加额	6017	-6062	-2985	4542	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	32568	38751	50645	65783	
营业成本	19045	23012	29820	38949	
营业税金及附加	4578	5044	6737	8714	
营业费用	771	969	1215	1579	
管理费用	556	678	861	1118	
财务费用	614	672	618	559	
资产减值损失	-354	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	569	53	59	65	
营业利润	7927	8429	11451	14928	
营业外收入	69	69	69	69	
营业外支出	29	18	10	10	
利润总额	7967	8480	11510	14988	
所得税	2459	2290	3108	4047	
净利润	5508	6191	8402	10941	
少数股东损益	1306	1402	2417	3533	
归属母公司净利润	4202	4788	5985	7408	
EBITDA	8684	9345	12392	15893	
EPS (元)	1.63	1.86	2.32	2.88	

主要财务比率					
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入 (%)	28.7	19.0	30.7	29.9	
营业利润 (%)	27.2	6.3	35.9	30.4	
归属于母公司净利润 (%)	26.6	13.9	25.0	23.8	
获利能力					
毛利率 (%)	41.5	40.6	41.1	40.8	
净利率 (%)	12.9	12.6	11.8	12.9	
ROE (%)	15.7	15.3	16.2	16.9	
ROIC (%)	15.6	13.7	14.0	15.5	
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.0	71.1	71.4	72.7	
净负债比率 (%)	8.7	26.4	35.3	29.3	
流动比率	1.64	1.58	1.57	1.51	
速动比率	0.59	0.45	0.38	0.35	
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.30	0.32	
应收账款周转率	243	276	242	255	
应付账款周转率	1.60	1.93	2.41	2.86	
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.63	1.86	2.32	2.88	
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.19	-1.33	-1.81	0.92	
每股净资产 (最新摊薄)	10.38	12.17	14.34	17.04	
估值比率					
P/E	15.34	13.47	10.77	8.70	
P/B	2.41	2.06	1.75	1.47	
EV/EBITDA	9	8	6	5	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	