

# 招商地产 (000024.SZ)

## 资源优势助力公司发展

### 核心观点:

#### ● 事件描述

9月16日,公司公告拟以定增方式向蛇口工业区购买其持有的海上世界住宅一期以及与其配套项目土地使用权,募集资金约49亿元;同时募集配套资金约16亿元。此次购买资产旨在解决同业竞争问题,做大做强主业。

#### ● 拟购买资产介绍

本次公司购买的资产主要是海上世界一期住宅项目,建面16万平米,另有两个配套商业项目。评估价格46.49亿元,楼面地价29054元/平米,由于地理位置优越,规划推出高层大户型产品。周边可比楼盘公寓在售均价60000元/平米,同区域深圳湾壹号超过90000元/平米。一期住宅项目预期17年开盘,根据规划,商业配套在住宅开盘之前完成建设,届时也将体现在项目售价中。项目的静态毛利率有保障,动态毛利率将会更高。

#### ● 公司当前情况介绍

截至8月底公司销售大约为260亿,9月份是公司的推盘高峰期,同时市场将迎来传统的金九旺季,9月首周合同销售金额约10亿。预计公司13年全年完成430亿销售。尽管此次在资本市场募集65亿将释放公司整体的融资空间,预计可以带动100亿资金用于新项目投资。

#### ● 预计公司13、14年EPS分别为2.53、3.24元,维持“买入”评级

今年是公司上市二十周年,提出“财富20年,深耕20城”活动主题也充分体现了公司在深圳以外市场的拓展和收获,比如近期进入杭州市场。长期看,公司资源优势明显,能力不断增强,组织平台建设与流程再造,提高了运营效率。我们认为公司在目前规模的基础上将实现进一步增长。

#### ● 风险提示

信贷风险影响市场整体需求,导致公司项目去化不及预期。

### 盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	15111	25297	32112	40792	49995
增长率(%)	9.64%	67.40%	26.94%	27.03%	22.56%
EBITDA(百万元)	4342.80	7114.32	7935.22	9908.83	11933.17
净利润(百万元)	2591.78	3318.27	4339.59	5563.47	6740.75
增长率(%)	28.85%	28.03%	30.78%	28.20%	21.16%
EPS(元/股)	1.51	1.93	2.53	3.24	3.93
市盈率(P/E)	18.69	14.59	11.16	8.70	7.18
市净率(P/B)	2.37	2.07	1.75	1.45	1.21
EV/EBITDA	8.87	8.01	6.05	3.89	2.33

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	28.20元
前次评级	买入
报告日期	2013-09-17

### 相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

### 相关研究:

管理提升为新一轮增长蓄力	2013-08-22
经营效率提高 去化率上升	2013-07-10
招商地产(000024.sz): 变革之路、增长之旅	2012-03-20

联系人: 金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

## 事件描述

2013年9月16日，公司公告拟以非公开发行A股股份的方式向蛇口工业区购买其持有的海上世界住宅一期以及与其配套的女娲广场土地使用权和文化艺术中心土地使用权，发行价格26.92元/股，发行数量1.81亿股，拟募集资金约48.65亿元；同时，拟采用询价方式向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行A股股票募集配套资金，总额不超过16.22亿元，发行价格24.23元/股，发行数量不超过0.67亿股。

表 1: 公司增发预案概述

对象	类型	发行量(亿股)	发行价(元/股)	募集资金(亿元)	募集资金用途
蛇口工业区	非公开发行	1.81	26.92	48.65	购买海上世界住宅一期、女娲广场和文化艺术中心土地使用权
不超过 10 名的特定对象	非公开发行	0.67	16.22	16.22	配套资金

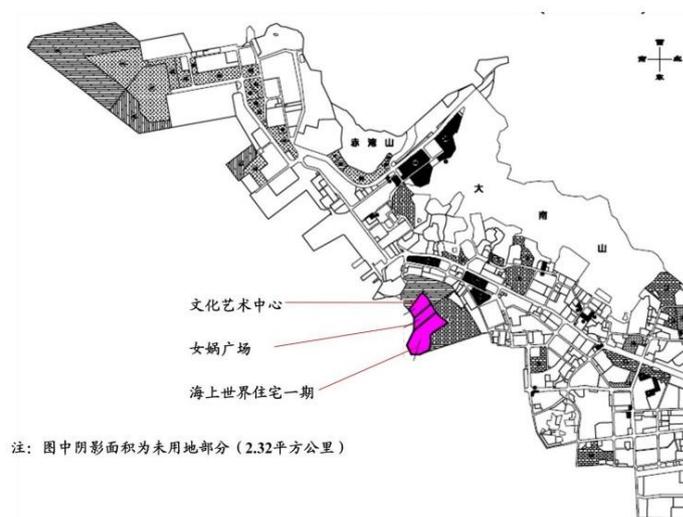
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司此次定向增发购买资产，旨在解决同业竞争问题，进一步做大做强公司主业，在经国土部和住建部等政府部门审批之后，应该可以相对较快地进入证监会的流程中。

## 拟购买资产介绍

本次公司购买的资产主要是海上世界一期住宅项目，规划建筑面积16万平米，另有两个配套项目，女娲广场是商业项目，建面1000平米，文化艺术中心是综合体项目，建面4.42万平米，其中地上部分2.88万平米，地下部分1.54万平米。

图1: 蛇口工业区总用地范围



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2: 拟购买资产情况

项目	土地面积 (万平方米)	计容建筑面积 (万平方米)	评估价 (亿元)	折合楼面价 (元/平方米)
海上世界住宅一期	7.73	16.00	46.49	29,054
女娲广场	2.42	0.10	0.12	12,050
艺术文化中心	2.62	2.88	2.04	7,100

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司前期已经获得大股东招商局拥有的海上世界二期住宅项目, 此次拟购买一期住宅项目是海上世界片区最后一部分住宅用地。一期项目的资产评估价格46.49亿元, 折合楼面地价29054元/平方米, 由于地理位置优越, 公司规划推出的是高层大户型产品。

静态地看, 周边可比楼盘例如公司项目伍兹公寓在售均价60000元/平方米, 同区域的深圳湾壹号在售均价则超过了90000元/平方米, 项目静态的利润率就已有保障。同时, 海上世界一期住宅项目预期2017年开盘, 一方面考虑深圳市房价的合理上涨水平, 另一方面根据公司规划, 女娲广场和文化艺术中心会在住宅开盘之前完成配套建设, 届时也将体现在项目售价中, 因此项目的动态毛利率将会更高。

图2: 海上世界位置图



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

表3: 伍兹公寓销售情况

月份	成交面积(平方米)	成交套数(套)	成交均价(元/平方米)	成交金额(元)
2013年4月	175	1	57,955	10,138,070
2013年3月	1,766	10	57,702	101,883,800
2013年2月	1,061	6	59,443	63,087,740
2013年1月	3,711	21	58,759	218,047,900
2012年12月	2,823	16	58,263	164,500,700
2012年11月	1,232	7	53,275	65,614,880
2012年10月	2,297	13	57,405	131,877,000
2012年9月	2,110	12	53,218	112,282,100

数据来源: 搜房网, 广发证券发展研究中心

表4: 深圳湾壹号销售情况

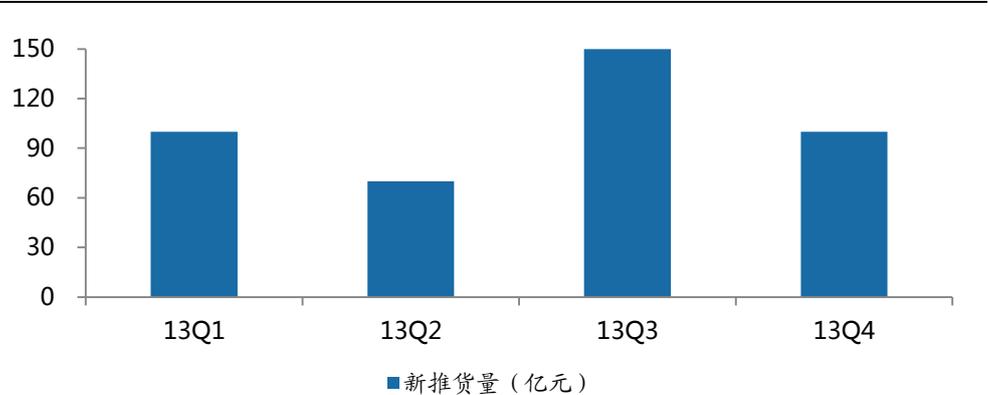
月份	成交面积(平方米)	成交套数(套)	成交均价(元/平方米)	成交金额(元)
2013年9月	865	2	93,069	80,467,260
2013年8月	3,027	7	89,122	269,740,500
2013年7月	4,759	11	89,272	424,886,800
2013年6月	3,457	8	95,679	330,756,900
2013年5月	1,303	3	79,353	103,362,800

数据来源: 搜房网, 广发证券发展研究中心

## 公司当前情况介绍

2013年上半年公司实现合同销售金额200亿, 截至8月底公司销售大约为260亿, 9月是公司的推盘高峰期, 同时市场将迎来传统的金九旺季, 根据我们的估计, 公司9月首周合同销售金额超过10亿。预计公司13年全年完成430亿左右的销售。

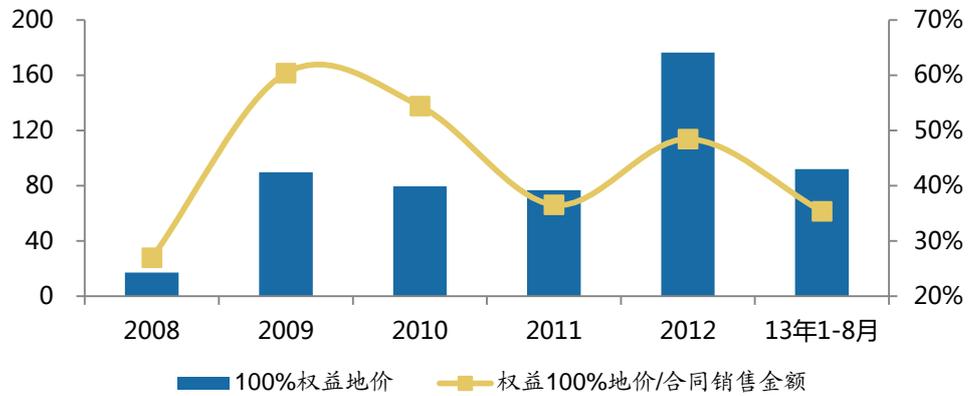
图3: 公司推货节奏



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司13年1-8月获取土地的总地价约为92亿，占同期合同销售金额的比重超过35%。我们认为，尽管此次在资本市场募集65亿的资金规模与公司体量相比不大，但将释放公司整体的融资空间，预计可以带动100亿资金用于新项目投资。

图4：公司土地投资力度



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

公司此次资本市场再融资，大股东优质资源将进一步注入，有利于解决同业竞争问题，做大做强公司主业。今年是公司上市二十周年，提出“财富20年，深耕20城”的活动主题也充分体现了公司在深圳以外市场的拓展和收获，比如近期进入杭州市场。长期看，公司资源优势明显，公司能力不断增强，组织平台建设与流程再造，提高了运营效率。我们认为，公司在目前规模的基础上将实现进一步增长。预计公司13、14年EPS分别为2.53、3.24元，维持“买入”评级。

## 风险提示

信贷风险影响市场整体需求，导致公司项目去化不及预期。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>73,943</b>	<b>103,072</b>	<b>126,143</b>	<b>156,373</b>	<b>194,208</b>
货币资金	14,484	18,239	23,970	34,200	45,750
应收及预付	6,265	8,360	9,361	10,772	12,614
存货	51,440	73,638	89,977	108,566	133,009
其他流动资产	1,754	2,835	2,835	2,835	2,835
<b>非流动资产</b>	<b>5,724</b>	<b>6,125</b>	<b>8,844</b>	<b>12,267</b>	<b>16,511</b>
长期股权投资	815	1,083	1,273	1,496	1,757
固定资产	436	435	457	484	513
在建工程	62	88	171	251	328
无形资产	252	409	409	409	409
其他长期资产	4,159	4,109	6,534	9,628	13,503
<b>资产总计</b>	<b>79,666</b>	<b>109,197</b>	<b>134,987</b>	<b>168,641</b>	<b>210,719</b>
<b>流动负债</b>	<b>39,681</b>	<b>65,249</b>	<b>84,057</b>	<b>109,717</b>	<b>142,146</b>
短期借款	2,873	2,105	3,664	3,486	3,608
应付及预收	30,019	51,506	71,822	97,306	129,446
其他流动负债	6,790	11,638	8,570	8,925	9,093
<b>非流动负债</b>	<b>15,708</b>	<b>14,509</b>	<b>15,892</b>	<b>16,707</b>	<b>17,601</b>
长期借款	15,621	14,378	15,561	16,121	16,696
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	87	131	331	586	904
<b>负债合计</b>	<b>55,390</b>	<b>79,758</b>	<b>99,948</b>	<b>126,423</b>	<b>159,747</b>
股本	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
资本公积	8,387	8,387	9,255	10,368	11,716
留存收益	10,226	13,201	16,673	21,123	26,516
归属母公司股东权	20,418	23,394	27,733	33,297	40,037
少数股东权益	3,859	6,046	7,306	8,921	10,934
<b>负债和股东权益</b>	<b>79,666</b>	<b>109,197</b>	<b>134,987</b>	<b>168,641</b>	<b>210,719</b>

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>15,111</b>	<b>25,297</b>	<b>32,112</b>	<b>40,792</b>	<b>49,995</b>
营业成本	7,194	12,945	17,528	22,528	27,994
营业税金及附加	2,909	4,273	5,215	6,477	7,730
销售费用	493	729	1,014	1,220	1,439
管理费用	363	439	511	707	951
财务费用	-169	394	413	346	270
资产减值损失	3	288	0	1	1
公允价值变动收益	18	2	0	0	0
投资净收益	53	6	108	127	150
<b>营业利润</b>	<b>4,390</b>	<b>6,234</b>	<b>7,539</b>	<b>9,641</b>	<b>11,761</b>
营业外收入	109	25	0	0	0
营业外支出	6	60	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4,492</b>	<b>6,200</b>	<b>7,539</b>	<b>9,641</b>	<b>11,761</b>
所得税	1,179	1,922	1,940	2,462	3,007
<b>净利润</b>	<b>3,313</b>	<b>4,278</b>	<b>5,599</b>	<b>7,179</b>	<b>8,754</b>
少数股东损益	721	959	1,260	1,615	2,013
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,592</b>	<b>3,318</b>	<b>4,340</b>	<b>5,563</b>	<b>6,741</b>
EBITDA	4,343	7,114	7,935	9,909	11,933
EPS (元)	1.51	1.93	2.53	3.24	3.93

**现金流量表**

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,112</b>	<b>5,099</b>	<b>7,941</b>	<b>11,358</b>	<b>12,595</b>
净利润	3,313	4,278	5,599	7,179	8,754
折旧摊销	190	205	91	48	51
营运资金变动	-7,760	-3,046	2,975	5,484	5,855
其它	2,144	3,662	-726	-1,353	-2,066
<b>投资活动现金流</b>	<b>-168</b>	<b>-645</b>	<b>-270</b>	<b>-283</b>	<b>-308</b>
资本支出	-69	-68	-166	-160	-163
投资变动	93	-251	-104	-122	-144
其他	-192	-326	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,061</b>	<b>114</b>	<b>-1,940</b>	<b>-845</b>	<b>-737</b>
银行借款	12,207	10,401	9,161	8,714	9,019
债券融资	-3,852	-8,571	-9,486	-7,978	-8,154
股权融资	63	511	0	0	0
其他	-1,357	-2,226	-1,615	-1,581	-1,603
<b>现金净增加额</b>	<b>4,745</b>	<b>4,559</b>	<b>5,731</b>	<b>10,230</b>	<b>11,550</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>8,915</b>	<b>13,660</b>	<b>18,219</b>	<b>23,949</b>	<b>34,179</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>13,660</b>	<b>18,219</b>	<b>23,949</b>	<b>34,179</b>	<b>45,729</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	9.6%	67.4%	26.9%	27.0%	22.6%
营业利润增长	34.5%	42.0%	20.9%	27.9%	22.0%
归属母公司净利润增长	28.9%	28.0%	30.8%	28.2%	21.2%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	52.4%	48.8%	45.4%	44.8%	44.0%
净利率	21.9%	16.9%	17.4%	17.6%	17.5%
ROE	12.7%	14.2%	15.6%	16.7%	16.8%
ROIC	9.9%	14.0%	17.4%	23.5%	30.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	69.5%	73.0%	74.0%	75.0%	75.8%
净负债比率	31.4%	19.1%	-1.2%	-23.5%	-40.4%
流动比率	1.86	1.58	1.50	1.43	1.37
速动比率	0.57	0.45	0.42	0.42	0.40
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.22	0.27	0.26	0.27	0.26
应收账款周转率	155.66	199.46	153.57	129.18	111.08
存货周转率	0.16	0.21	0.21	0.23	0.23
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.51	1.93	2.53	3.24	3.93
每股经营现金流	-1.23	2.97	4.62	6.61	7.33
每股净资产	11.89	13.62	16.15	19.39	23.31
<b>估值比率</b>					
P/E	18.7	14.6	11.2	8.7	7.2
P/B	2.4	2.1	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	8.9	8.0	6.0	3.9	2.3

## 广发房地产行业研究小组

乐加栋： 分析师，复旦大学经济学硕士，五年房地产研究经验，2013年进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，2013年进入广发证券发展研究中心。联系方式：jinshan@gf.com.cn，021-60750604。

## 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。