

## 招商地产 (000024.SZ)

## 城市拓展布局新一轮增长

## 核心观点:

- 业绩符合预期, 毛利率微降, 未来稳定

今年前三季度, 公司实现营业收入 235 亿元, 增长 45.4%, 净利润 36 亿元, 增长 49.1%, EPS2.1 元。毛利率微降至 48%, 较 12 年水平下降 2.5 个百分点, 目前公司已经在毛利率低点右侧, 预计未来毛利率将保持平稳。

- 推盘力度增加, 销售增长提速

今年前三季度, 公司实现合同销售金额 314 亿, 借助“金九”市场情绪恢复, 9 月份单月销售超过 50 亿。四季度货值总量 400 亿, 计划新推 130 亿, 144 平米以上大约占 40%。预计全年销售规模将超过 430 亿。

- 拿地力度加大, 布局新区域

公司 13 年以来拿地总金额 144 亿, 预计全年拿地金额 200 亿。从土地投资中, 我们看到了公司未来发展的规划, 继上半年新进入了大连、昆明和宁波之后, 又进入了杭州、南宁。公司锁定一线以及优质二线城市, 并逐步走向全国, 为迈向千亿规模奠定了良好的基础。

- 杠杆保持稳定, 融资助力发展

报告期末公司在手货币资金 221 亿, 净负债率降至 49%, 随着再融资活动展开, 公司未来发展将得到进一步保障。

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

公司的布局仍然集中在一二线城市, 我们认为公司将长期持续稳健增长: 外在看公司具有很强的资源优势, 内在看公司进一步疏通管理, 效率相应提升。短期看, 公司在销售去化方面会进一步加强。

- 风险提示

四季度市场情绪以及信贷情况或将影响公司销售。

## 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)	16.06	12.54	9.59	7.48	6.18
市净率(P/B)	2.04	1.78	1.50	1.25	1.04
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	24.24 元
前次评级	买入
报告日期	2013-10-24

## 相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

## 相关研究:

资源优势助力公司发展	2013-09-17
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

联系人: 金山 021-60750652

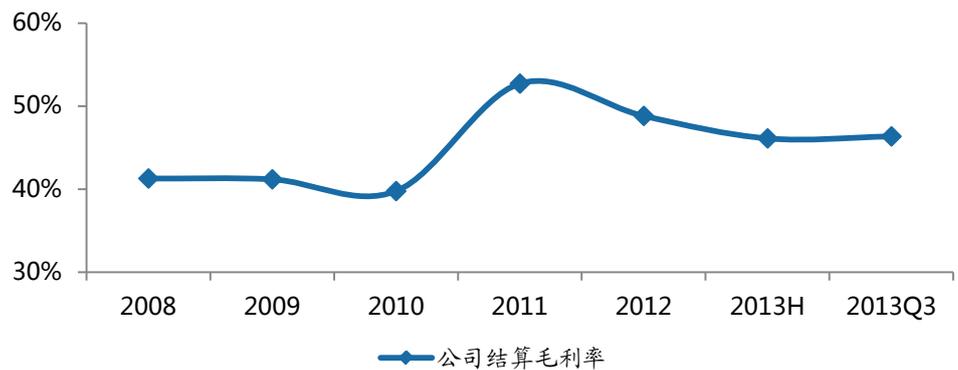
jinsan@gf.com.cn

## 业绩符合预期，销售增速回升

2013年前三季度，公司实现营业收入234.71亿元，同比增长45.4%，实现营业利润66.5亿元，同比增长50.5%，实现归属于上市公司股东的净利润36.05亿元，同比增长49.1%，每股收益2.10元。

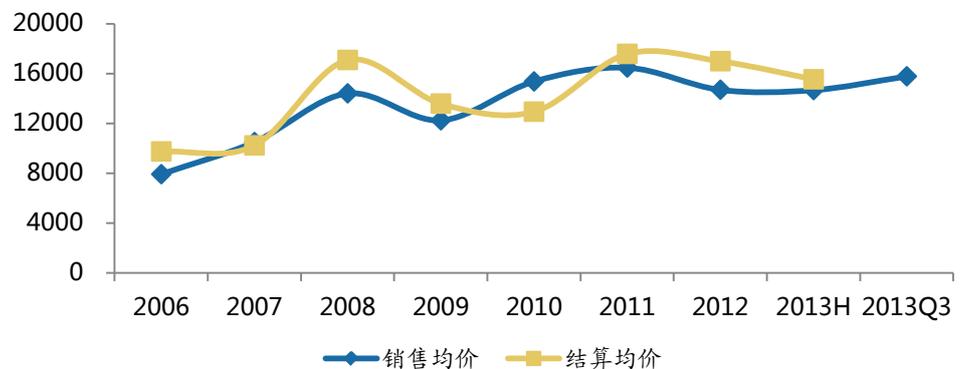
报告期内，公司结算毛利率微降至48%，较12年全年的水平下降2.5个百分点，与中期相比基本持平，在行业中仍属于较高水平。下降的原因主要有两方面，一是12年公司销售价格出现了10%左右的降幅，另一方面是由于结算项目土地成本较前期高。报告期内，新获取土地的成本较12年有所降低，而销售均价自三季度出现明显上升，目前阶段已经在公司毛利率低点右侧，13年全年毛利率水平预计与中期相当，未来公司毛利率将会保持平稳。

图1：公司结算毛利率



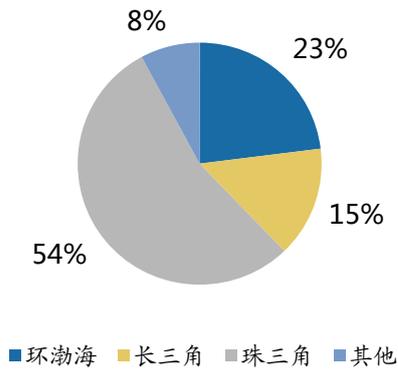
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：公司结算及销售均价（元/平方米）



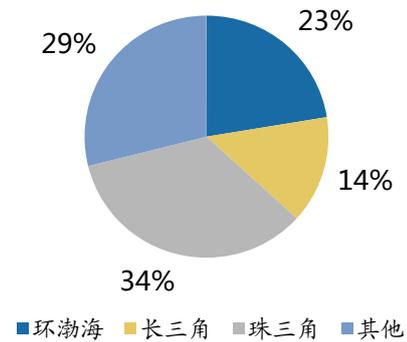
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3: 13年上半年结算项目的区域占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图4: 13年中期末预收账款区域分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

在毛利率微降的情况下, 营业利润增速快于营业收入增速, 原因有两点, 第一是本期转回了前期计提的存货跌价准备约1.82亿, 第二是本期公司不再对深圳招商华侨城拥有控制权, 根据会计准则, 剩余股权部分的公允价值与原账面投资成本的差额计入本期损益, 由此产生约3.4亿的投资收益。本期净利润增速快于营业利润的增速, 主要是因为本期结算的项目中, 少数股东权益占有有所减少, 从目前公司拿地情况来看, 未来少数股东权益占比出现提高的可能性不大。

表 1: 存货跌价损失冲回的项目情况

项目	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	地价 (亿元)	楼面价 (元/平米)	当前销售均价 (元/平米)
上海佘山珑原	13.1	10.48	17.16	16378	25184
南京招商珑原	4.85	14.54	18.6	12789	27058

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

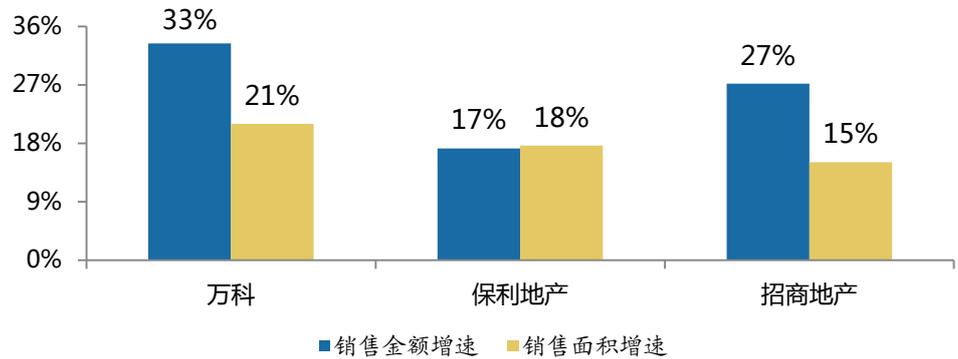
今年前三季度公司实现合同销售金额314亿, 借助“金九”市场情绪恢复, 公司9月份单月销售超过50亿, 十月国庆节后的一周销售额超过10亿。与同类型龙头房企相比, 公司前三季度销售规模增速回升, 同时销售均价也有一定的提高。

图5: 招商地产销售金额 (亿元) 及其增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

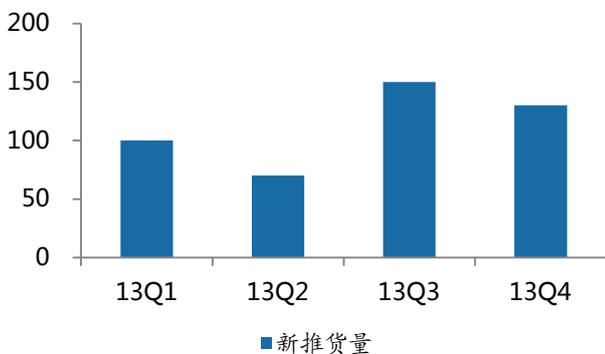
图6: 招商地产销售增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

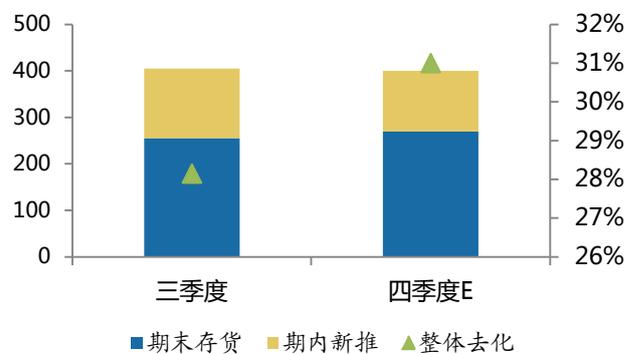
公司上半年加速存货去化取得了一定成效, 下半年公司将加大新盘推盘量, 并且提高了中小户型产品占比, 进一步提高了整体去化和销售水平。预计公司下半年可售总货值在535亿左右, 其中, 四季度货值总量400亿, 计划新推130亿, 144平方米以上大约占40%。随着需求端市场情绪的逐渐修复和对于信贷收紧的逐步消化, 预计公司四季度去化水平还将持续提高, 全年销售规模将超过430亿。

图7: 13年全年推货节奏 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 13年上下半年可售货值 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 拿地力度提升, 新城市加速布局,

正如我们在半年报点评中所提到的, 从三季度开始, 公司显著增加了土地投资的力度, 第三季度单季拿地金额86亿, 获取了建筑面积超过139万方的土地资源, 超过了上半年整体的拿地水平。13年以来截至目前, 公司拿地总金额144亿, 预计全年的拿地金额约在200亿。

从13年的土地投资中, 我们看到了公司未来发展的规划, 在新城市方面, 公司继上半年新进入了大连、昆明和宁波之后, 又斥资26亿大举进入了杭州市, 楼面价

均在12000元以上，长三角地区作为东部经济最发达区域，也是国内房价最高的区域，房地产市场始终处于供不应求的状态，公司擅长高端项目的开发，拥有足够的开发和营销经验，有能力可以在高成本的项目上实现获利。在未来中国的房地产市场上，有些区域和项目，将只有少数一流企业能够有实力运作，进入杭州市表明了公司对自己的开发和销售能力具备充足的信心。此外，公司还采取联合拿地的方式进入了南宁市，南宁近两年房地产规模成长平稳，房价处于上升通道，地产项目有一定的获利空间。新城市的进入，是公司未来新一轮规模增长的关键，凭借强大的平台优势和开发能力，公司锁定一线以及优质二线城市，加大业务半径和布局范围，逐步走向全国，为迈向千亿销售规模奠定了良好的基础。

表 2: 13 年以来拿地情况

地块名称	区域	建筑面积 (万平米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平米)	权益
杭政储出[2013]66号、杭政储出[2013]67号	浙江杭州	12.49	17.63	14113	100%
津东海(挂)2013-096号地块	天津	18.18	26.50	14576	100%
苏地 2013-G-70号地块	江苏苏州	16.20	8.70	5369	100%
杭州市江干区杭政储出[2013]52号地块	浙江杭州	7.21	8.80	12213	100%
南宁市青秀区 GC2013-047号地块	广西南宁	30.06	7.48	2490	联合
重庆市巴南区李家沱-鱼洞组团 B 标准分区 3 宗地块	重庆巴南区	38.77	10.90	2812	100%
佛山市南海区桂城街道 A27 街区 01 地块	广东佛山	16.22	6.10	3764	51%
宁波市湾头启动区 3#地块	浙江宁波	27.66	22.86	8265	100%
佛山市顺德区顺德新城德胜商务区 C02-2 号地块	广东佛山	22.73	13.20	5807	100%
苏地 2013-G-14 地块	江苏苏州	24.11	6.80	2820	100%
官塘桥路东 1 号、2 号地块	江苏镇江	14.28	1.59	1113	100%
KCGD2012-23-A11、KCGD2012-23-A15 号地块	云南昆明	31.58	8.72	2763	60%
大连市高新区编号为大高(2012)-22号、23号	辽宁大连	12.88	4.98	3869	---
<b>合计</b>		<b>272.37</b>	<b>144.28</b>		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9: 公司拿地金额(亿元)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 杠杆水平保持稳定，再融资助力公司发展

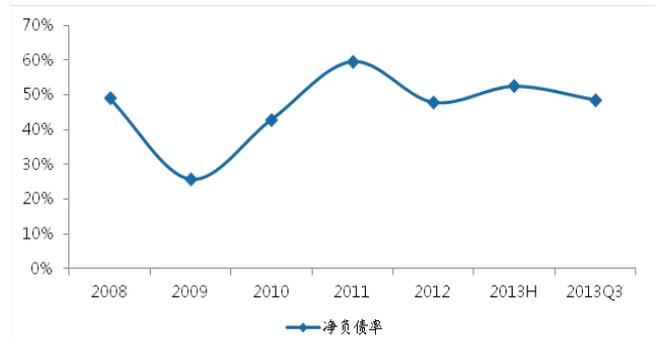
报告期末，公司在手货币资金221亿，短债加一年内到期的长债余额合计123亿，短期偿债压力较小，期末增加其他应付在内的净负债率49%，与中期相比有所降低，与12年底保持相当水平。我们认为，公司对于杠杆率的控制较为严格。公司一直以稳健经营著称，各方面的资源也比较丰富，融资成本较低。公司上半年通过了向东力控股注入资产的预案，进一步做大东力的平台有助于公司未来实现多渠道融资。

图10: 货币资金/(短债+一年内到期长债)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图11: 净负债率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表3: 拟注入东力实业的项目情况

项目名称	项目公司	招商地产权益	建筑面积 (万平方米)	未售面积 (万平方米)	预收款 (亿元)	利润率 E
佛山鑫城依云水岸	佛山鑫城房地产有限公司	50%	65.6	11.0	21.1	25%
佛山依云上城	佛山信捷房地产有限公司	50%	36.1	14.3	10.8	19%
佛山依云曦城	佛山招商九龙仓房地产有限公司	50%	42.3	35.6	4.2	16%
佛山依云天汇	佛山依云房地产有限公司	50%	30.2	23.0	7.0	17%
广州番禺金山谷	广州招商房地产有限公司	100%	135.6	68.4	6.8	29%
南京紫金山一号	招商局地产(南京)有限公司	100%	21.4	8.1	3.6	18%
南京雍华府	南京招商瑞盛房地产有限公司	100%	18.3	15.5	0.0	2%
重庆长嘉汇	重庆招商置地开发有限公司	50%	188.7	147.5	6.5	15%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

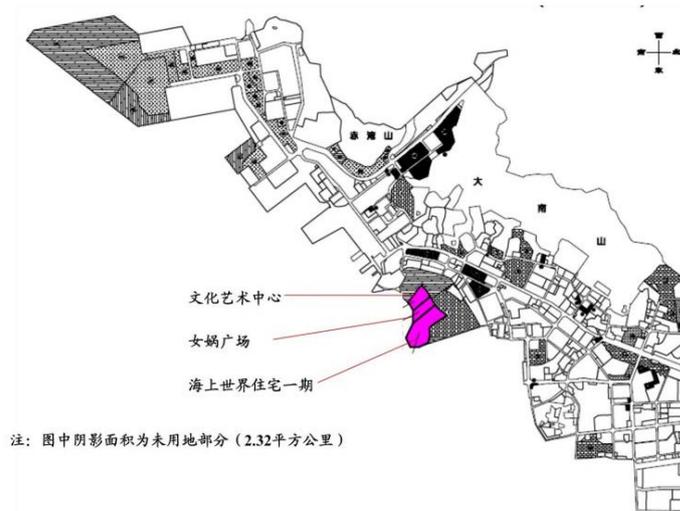
9月16日, 公司公告增发预案, 拟以非公开发行A股股份方式向蛇口工业区购买其持有的海上世界住宅一期以及与其配套的女娲广场和文化艺术中心的土地使用权, 发行价格26.92元/股, 拟募集资金约48.65亿元; 同时, 募集配套资金, 总额不超过16.22亿元, 发行价格24.23元/股。10月16日, 公司公告将调整方案, 不再收购女娲广场土地的使用权。10月23日, 应国资委要求, 公司再次调整增发预案, 上调募集配套资金的增发股票的发行价格, 由24.23元/股上调到26.93元/股, 对于股东而言有积极的意义。公司此次资本市场再融资, 大股东优质资源将进一步注入, 有利于解决同业竞争问题, 做大做强公司主业。

表 4: 公司增发预案及调整明细

对象	类型	发行量 (万股)	发行底价 (元/股)	募集资金 (万元)	募集资金用途
<b>2013年9月17日</b>					
蛇口工业区	非公开发行	18,072	26.92	486,495	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	6,693	24.23	162,165	配套资金
<b>2013年10月16日</b>					
蛇口工业区	非公开发行	18,027	26.92	485,290	购买海上世界住宅一期、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	6,676	24.23	161,763	配套资金
<b>2013年10月23日</b>					
蛇口工业区	非公开发行	18,027	26.92	485,290	购买海上世界住宅一期、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	6,009	26.92	161,763	配套资金

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 12: 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 5: 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
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

## 盈利预测与投资评级

公司近年来加强了组织平台建设与流程再造，产品标准化等方面也在加快推进，这些都有助于公司在一个新的规模平台上进一步实现稳健的增长。公司布局仍然集中在一二线城市，除了持续深耕已有城市外，进一步优化了全国布局。我们认为公司将长期持续稳健增长：外在看公司具有很强的资源优势，内在看公司进一步疏通管理，效率相应提升。短期看，公司在销售去化方面会进一步加强，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

四季度市场情绪以及信贷情况或将影响公司销售。

## 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>

## 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	16.1	12.5	9.6	7.5	6.2
P/B	2.0	1.8	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	8.9	8.0	5.2	3.2	1.8

## 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

## 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。