

招商地产 (000024.SZ)

扬帆起航

核心观点:

● 公司估值处于历史底部

1月17日,招商地产收盘价为17.08元/股。按照我们测算的2013年EPS,公司的预计市盈率约6.75X,是自1993年上市以来最低点,市净率(PB/LF)约1.10X,同样是最低点。如果用总市值/签约销售金额作为估值指标,目前也是处于2005年以来的底部。从NAV的角度来看,目前公司每股NAV约29.24元,较1月21日收盘价17.41元/股,折价幅度高达40%。

● 销售符合预期,土地投资落子二线城市

2013年公司实现签约销售金额约432亿,同比增18.7%,整体去化率达到六成。销售增长一方面是由于推盘力度逐季度加大,另一方面是推货户型结构改善。2013年获取土地总地价达221亿,建面约为537万平米。土地投资重点落子二线城市,先后进入大连、昆明、宁波、南宁、杭州和烟台。公司广泛布局二线城市,凸显推进全国布局的决心和信心。

● 海外融资平台完善, A股再融资扬帆起航

公司海外融资平台招商局置地2013年末发行本金为5亿美元美元的信用增强债券,期限为5年,票面利率为4.021%。公司财务稳健,成本低廉的海外资金将助力公司发展。大股东优质资源注入,利于做大做强公司主业。

● 预计公司13、14年EPS分别为2.53、3.24元,维持“买入”评级

公司的估值目前处于历史底部。经过管理平台再造后,公司销售规模在2012年成功突破300亿的瓶颈,2013年的增速达到19%。落子二线城市也将为2014年的销售规模发力奠定基础。海外融资平台搭建和A股再融资的推进,将进一步助力公司发展。

● 风险提示

再融资进度慢于预期。二线城市房地产市场波动影响公司销售。

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)	4343	7114	7935	9909	11933
净利润(百万元)	2592	3318	4340	5563	6741
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)	12.54	9.79	7.49	5.84	4.82
市净率(P/B)	1.59	1.39	1.17	0.98	0.81
EV/EBITDA	8.87	8.01	4.44	2.28	1.00

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

17.41元

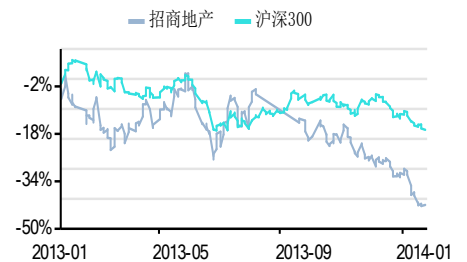
前次评级

买入

报告日期

2014-01-23

相对市场表现



分析师:

乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

相关研究:

万事俱备,期待进一步成长	2014-01-10
城市拓展布局新一轮增长	2013-10-24
资源优势助力公司发展	2013-09-17

联系人:

金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

公司估值处于历史底部

2014年1月17日，招商地产收盘价为17.08元/股。以该收盘价计算，并按照我们测算的2013年EPS，公司的预计市盈率约为6.75X，是自1993年上市以来的最低点，市净率（PB LF）为1.10X，同样是自上市以来的历史最低点。

图1: 招商地产 PE TTM



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

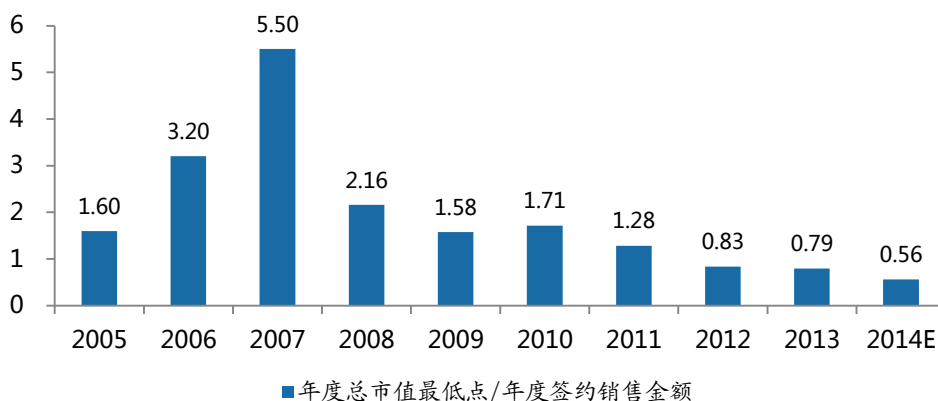
图2: 招商地产 PB LF



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

如果考虑房地产企业销售与结算的非同步性，用总市值/签约销售金额作为估值指标，我们也可以看到，目前招商地产的估值也是处于2005年以来的底部。

图3: 招商地产总市值/签约销售金额



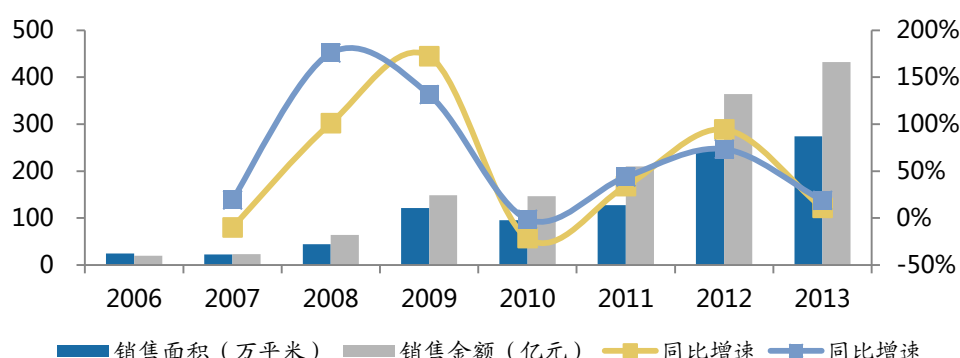
数据来源: 公司公告, Wind, 广发证券发展研究中心

从NAV的角度来看，目前公司每股NAV约为29.24元，较2014年1月21日的公司收盘价17.41元/股，折价幅度高达40%。

销售符合预期，土地投资落子二线城市

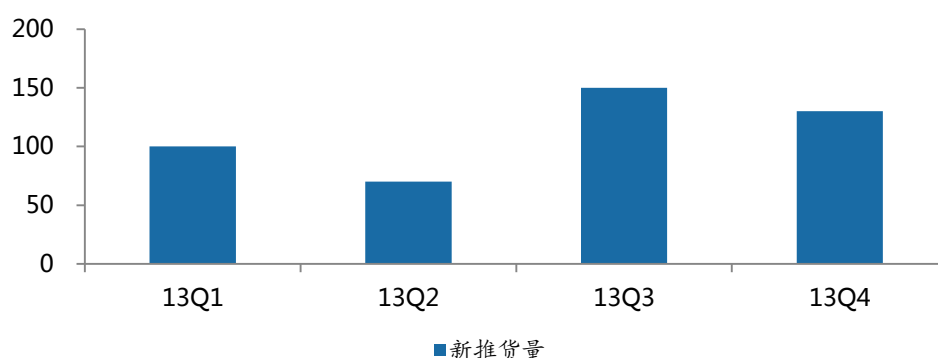
2013年，公司实现签约销售面积约274万平方米，同比增长10.7%，实现签约销售金额约432亿，同比增长18.7%。公司2013年全年可售货值约为735亿，整体去化率达到六成。公司销售实现近20%的增长，一方面是推盘力度逐季度加大，另一方面是公司推货的户型结构改善，144平米的占比下降到40%以内。

图4：招商地产销售面积与销售金额



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

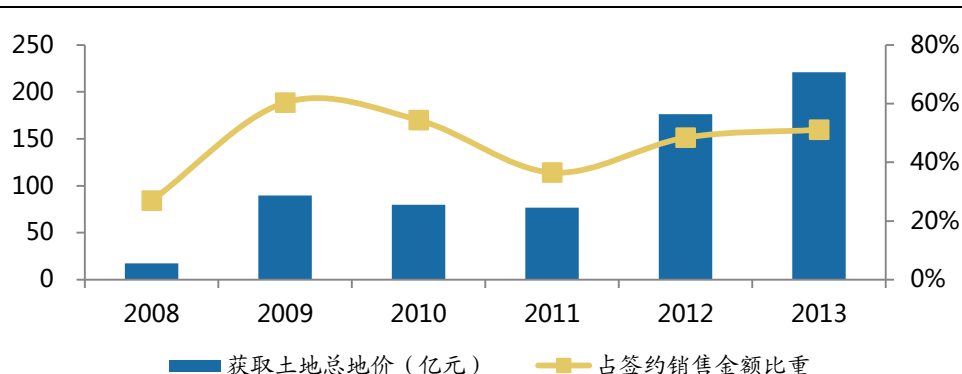
图5：2013年招商地产推盘节奏（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2013年，公司获取土地总地价达到221亿，占签约销售金额的51%，建面约为537万平方米。土地投资重点落子二线城市，2013年先后进入了大连、昆明、宁波、南宁、杭州和烟台等6个重点二线城市，在这6个城市的土地总投资额为83亿，占全年土地价款的37.5%。公司广泛布局二线城市，凸显推进全国布局的决心和信心。我们认为，重点二线城市的房地产市场深度在人口净流入的情况下仍然有较高保障。

图6：招商地产拿地力度



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表1：招商地产 2013 年拿地汇总（面积单位：万平米，地价单位：亿元，楼面价单位：元/平米）

时间	项目/土地	土地规划用途	区域	总地面积	建筑面积	总地价	楼面价	权益	溢价率
2013 年 12 月	佛山市南海区佛南网（挂）2013-063 号地块	城镇住宅用地	佛山	9.93	29.80	10.43	3500	50%	0%
2013 年 12 月	厦门市翔安区 2013XP10 地块	居住兼容商服	厦门	2.33	5.34	6.70	12547	50%	129%
2013 年 11 月	LQY08(252/211):2013-263 地块	城镇混合住宅用地	成都	11.54	69.25	6.92	1000	100%	43%
2013 年 11 月	渝北区两路组团 F 标准分区地块	居住用地、商业、商务用地	重庆	40.23	110.14	40.11	3641	50%	0%
2013 年 11 月	山东省烟台市地块	居住兼容商服	烟台	41.78	50.13	12.53	2500	100%	未知
2013 年 9 月	杭政储出[2013]66 号、杭政储出[2013]67 号	住宅（设配套公建）	杭州	4.16	12.49	17.63	14113	100%	32%
2013 年 9 月	津东海（挂）2013-096 号地块	城镇住宅及商服用地	天津	8.38	18.18	26.50	14576	100%	69%
2013 年 9 月	苏地 2013-G-70 号地块	城镇住宅用地	苏州	6.48	16.20	8.70	5369	100%	53%
2013 年 8 月	杭州市江干区杭政储出[2013]52 号地块	住宅（设配套公建）	杭州	3.02	7.21	8.80	12213	100%	33%
2013 年 8 月	南宁市青秀区 GC2013-047 号地块	城镇住宅、批发零售用地	南宁	8.59	30.06	7.48	2490	联合	未知
2013 年 7 月	重庆市巴南区李家沱-鱼洞组团 B 标准分区 3 宗地块	住宅、商业	重庆	20.29	38.77	10.90	2812	100%	24%
2013 年 7 月	佛山市南海区桂城街道 A27 街区 01 地块	商务金融	佛山	2.95	16.22	6.10	3764	51%	未知
2013 年 5 月	宁波市湾头启动区 3#地块	城镇住宅、批发零售、商务金融和文体娱乐混合用地	宁波	12.87	27.66	22.86	8265	100%	0%
2013 年 4 月	佛山市顺德区顺德新城德胜商务区 C02-2 号地块	城镇住宅用地兼容商服用地	佛山	7.10	22.73	13.20	5807	100%	103%
2013 年 3 月	苏地 2013-G-14 地块	城镇住宅用地	苏州	12.06	24.11	6.80	2820	100%	8%

2013年1月	官塘桥路东1号、2号地块	科教、商办(配套)及公共设施	镇江	8.93	14.28	1.59	1113	100%	0%
2013年1月	KCGD2012-23-A11、 KCGD2012-23-A15号地块	城镇住宅用地	昆明	19.39	31.58	8.72	2763	60%	未知
2013年1月	大连市高新区编号为大高(2012)-22号、23号	其他普通商品住房用地	大连	5.24	12.88	4.98	3869	联合	0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

海外融资平台完善，A股再融资扬帆起航

公司在2013年上半年通过了向东力控股注入资产的预案，即意图做大海外融资平台。完成后，东力实业更名为招商局置地，并于2013年12月5日，向投资者发行了本金为5亿美元美元的信用增强债券，信用增强方式为备用信用证，债券期限为5年，票面利率为4.021%，相对于国内融资成本相当有竞争力。公司的净负债率一直处于可控的位置，财务稳健，成本低廉的海外融资资金将进一步助力公司的发展。

表 2：招商局置地债券发行情况（2013 年 12 月）

发行公司	发行金额	期限	票面利率	信用增强方式	资金用途	评级
招商局置地	5 亿美元	5 年	4.021%	备用信用证	用作一般企业用途	穆迪(Moody's)初步"A2"评级

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：货币资金/（短债+一年内到期长债）

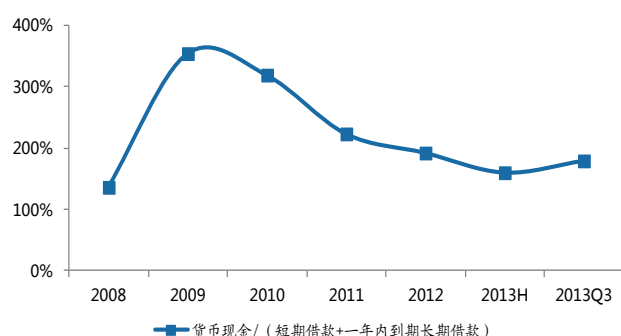
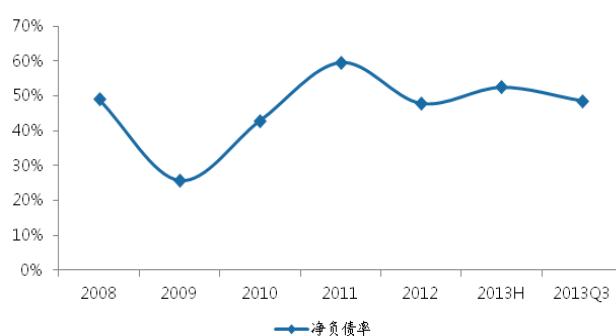


图8：净负债率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

A股再融资方面，公司三次调整预案，足见决心和诚意。最终方案为非公开发行价格为26.92元/股，增发募集资金48.53亿，配套募集资金16.18亿，用于购买大股东持有的海上世界住宅一期以及文化艺术中心土地使用权。大股东优质资源进一步注入，也是有利于解决同业竞争问题，做大做强公司主业。

表 3: 招商地产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
2013 年 9 月 17 日					
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
2013 年 10 月 16 日					
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
2013 年 10 月 23 日					
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

表 4: 招商地产拟购买大股东资产情况

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

公司的估值目前处于历史底部。公司经过管理平台再造后，销售规模在2012年成功突破300亿的瓶颈，2013年的增速达到19%。落子二线城市也将为公司2014年的销售规模发力奠定基础。海外融资平台搭建完毕和A股再融资的推进，进一步助力公司发展。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

再融资进度慢于预期。二线城市房地产市场波动影响公司销售。

资产负债表	单位: 百万元				
至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	73,943	103,072	126,143	156,373	194,208
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
非流动资产	5,724	6,125	8,844	12,267	16,511
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
资产总计	79,666	109,197	134,987	168,641	210,719
流动负债	39,681	65,249	84,057	109,717	142,146
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
非流动负债	15,708	14,509	15,892	16,707	17,601
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
负债合计	55,390	79,758	99,948	126,423	159,747
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
归属母公司股东权益	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
负债和股东权益	79,666	109,197	134,987	168,641	210,719

利润表	单位: 百万元				
至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	15,111	25,297	32,112	40,792	49,995
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
营业利润	4,390	6,234	7,539	9,641	11,761
营业外收入	109	25	0	0	0
营业外支出	6	60	0	0	0
利润总额	4,492	6,200	7,539	9,641	11,761
所得税	1,179	1,922	1,940	2,462	3,007
净利润	3,313	4,278	5,599	7,179	8,754
少数股东损益	721	959	1,260	1,615	2,013
归属母公司净利润	2,592	3,318	4,340	5,563	6,741
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
经营活动现金流	-2,112	5,099	7,941	11,358	12,595
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
投资活动现金流	-168	-645	-270	-283	-308
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
筹资活动现金流	7,061	114	-1,940	-845	-737
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
现金净增加额	4,745	4,559	5,731	10,230	11,550
期初现金余额	8,915	13,660	18,219	23,949	34,179
期末现金余额	13,660	18,219	23,949	34,179	45,729

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
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%
获利能力(%)					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E	12.5	9.8	7.5	5.8	4.8
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	8.9	8.0	4.4	2.3	1.0

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。
- 郭镇: 研究助理, 清华大学工学硕士, 两年房地产研究经验, 2013 年加入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn, 021-60750637。

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。