



# 再行融资 蓄势扩张

## 招商地产 (000024)

**再行 80 亿可转债，把握融资时间窗口：**招商地产今日公告发行可转债预案，发行总额不超过人民币 80 亿元，存续期限为 6 年，票面利率不超过每年 3.0%。对于公司而言，此次债券发行 3% 的融资成本极具优势，同时可转债因兼具债权与期权的双重特性，预计也更具市场吸引力。我们认为在当前流动性有所放宽、限购限贷逐渐放松的政策环境下，本次可转债发行可谓率先抓住了时间窗口。公司对于融资机遇的把握还体现在 9 月公告 50 亿中票发行计划，也是在央行表态商业银行在信贷上支持房企的合理融资需求，提出支持房企发行债务融资工具的时机之下。从三季报情况来看，公司目前净负债率已经处于业内低水平，长短债结构也十分合理，本次债券发行将进一步扩大公司资金优势。

**充沛资金为扩张蓄势，铺垫明年：**销售方面，前三季度销售额达 313 亿，四季度还有 250 亿新推货值，加上季度末 330 亿存量，即总可售货量接近 600 亿。我们认为在公司积极去化、行业行政政策退出的背景下，以一二线城市为重心的招地有望冲击 500 亿的销售目标。前三季度新增储备约 500 万方，拿地额约 120 亿，和保万金相比都更为积极。按照公司计划，四季度拿地额指标还有 130 亿左右，为公司明年销售弹性做出贡献，我们更认为 2015 年也许是招商地产规模真正发力的一年。激励方面也印证公司的成长诉求，5 月公司已经发布股权激励方案，向内部 149 位员工授予 1633.53 万购股期权，9 月已完成首期相关事宜。我们认为充沛的资金将为公司提速提供更大想象空间。

**投资评级与盈利预测：**从货值储备以及结构来看，14 年有望冲击 500 亿的销售目标。如若能够提升区域深耕能力，招商地产将会迎来快速发展的契机。在房地产融资如火如荼的市场环境下，我们预计招商地产多渠道融资的动力十足，也将为企业加速发展增添动力，预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.82、2.33 元，维持“买入”评级。

### 预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入(百万)	32,568	40,376	51,713	65,352
净利润(百万)	4,202.2	4,692.7	6,010.6	7,626.5
净利润增长率	26.6%	11.7%	28.1%	26.9%
EPS	2.45	1.82	2.33	2.96
P/E	7.6	6.8	5.3	4.2

维持

买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号：S1440512030001

刘璐

liulu@csc.com.cn

021-68821611

执业证书编号：S1440513090012

发布日期：2014 年 10 月 29 日

当前股价：12.46 元

目标价格 6 个月：17 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.38/2.80	-4.81/-14.75	-17.84/-27.45

12 月最高/最低价 (元) 25.68/10.11

总股本 (万股) 257595.08

流通 A 股 (万股) 102605.44

总市值 (亿元) 320.96

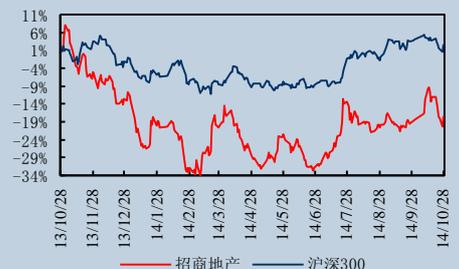
流通市值 (亿元) 127.85

近 3 月日均成交量 (万) 3432.00

主要股东

招商局蛇口工业区有限公司 40.38%

### 股价表现



### 相关研究报告

14.10.21 提速 转型

14.10.20 平台连横 谋定而动

整装备战下半年  
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



第一，再行 80 亿可转债，把握融资时间窗口

招商地产今日公告发行可转债预案，发行总额不超过人民币 80 亿元，存续期限为 6 年，票面利率不超过每年 3.0%，发行半年后即进入转股期，具体转股价格将视募集说明书公布日而定，所募资金主要投向深圳、珠海以及武汉五个项目的建设运作。

对于公司而言，此次债券发行 3% 的融资成本极具优势，甚至低于去年底公司通过港股平台而发行的美元债利率。同时可转债因兼具债权与期权的双重特性，预计也更具有市场吸引力。我们认为在当前流动性有所放宽、限购限贷逐渐放松的政策环境下，本次可转债发行可谓率先抓住了时间窗口。公司对于融资机遇的把握还体现在 9 月公告中票发行计划，融资额 50 亿，也是在央行表态商业银行在信贷上支持房企的合理融资需求，提出支持房企发行债务融资工具的时机之下。从三季报情况来看，公司目前净负债率已经处于业内低水平，长短债结构也十分合理，本次债券发行将进一步扩大公司资金优势。

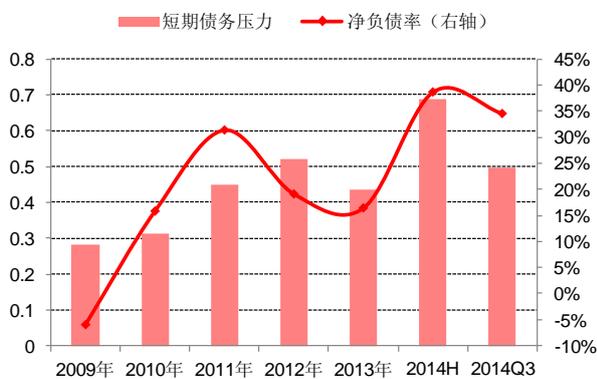
表：近期发债预案

公告时间	融资方式	金额	期限	利率
2014 年 10 月	可转换公司债	80 亿人民币	6 年	不超过 3%
2014 年 9 月	中期票据	50 亿人民币	3 年	-
2013 年 12 月	信用增强债券	5 亿美元	5 年	4.021%

表：拟投入项目一览

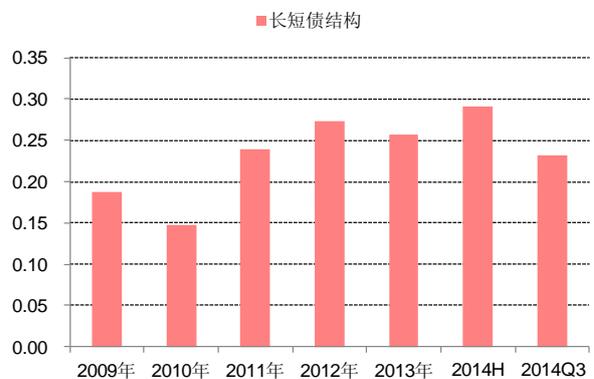
项目名称	总投资额	募集资金 拟投入额	项目位置	竣工时间	建筑面积 (万平)	预计销售额 (亿元)	预计投资净利率
深圳双玺花园一期	86.5	24	深圳海上世界片区	2017	22.26	124.12	24.12%
深圳双玺花园二期	59.49	28	深圳海上世界片区	2019	18.62	87.91	22.20%
珠海依云水岸	16.94	8	珠海市斗门区	2017	26.08	24.56	23.18%
深圳坪山花园城二期	15.83	3	深圳市坪山新区	2015	21.64	20.19	14.88%
武汉江湾国际	35.5	17	武汉市硚口区	2017	42.85	45.18	14.81%
合计	214.26	80	-	-	131.45	301.96	-

图：负债率



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

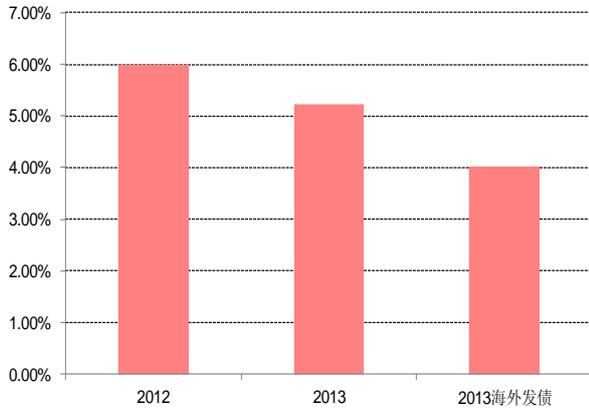
图：短债/长债



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

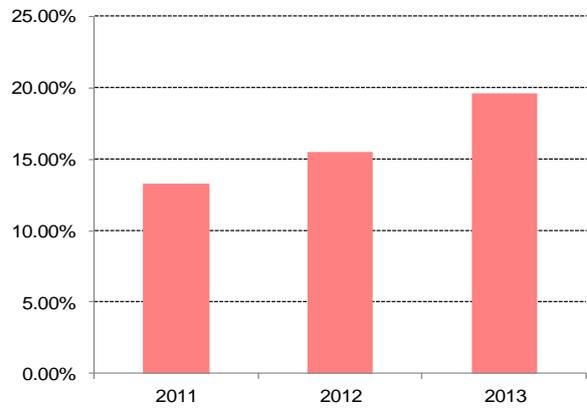


图：融资成本



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：分红占净利润的比率



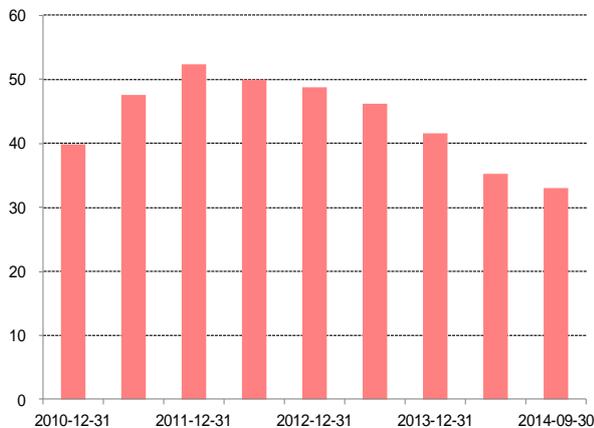
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

## 第二，充沛资金为扩张蓄势，铺垫明年

销售方面，前三季度销售额达 313 亿，四季度还有 250 亿新推货值，加上季度末 330 亿存量，即总可售货量接近 600 亿。我们认为在公司积极去化、行业行政政策退出的背景下，以一二线城市为重心的招地四季度有望完成 290 亿销售额，冲击 500 亿的销售目标。前三季度新增储备约 500 万方，拿地额约 120 亿，和保万金相比都更为积极。按照公司计划，四季度拿地额指标还有 130 亿左右。尽管扩张仍然在快车道，但整体而言成本控制得当，平均楼面价大幅下降。从供货弹性来看，一旦市场热度复苏，公司销售的加速提升将有保障，且为公司明年销售弹性做出贡献，我们更认为 2015 年也许是招商地产规模真正发力的一年。

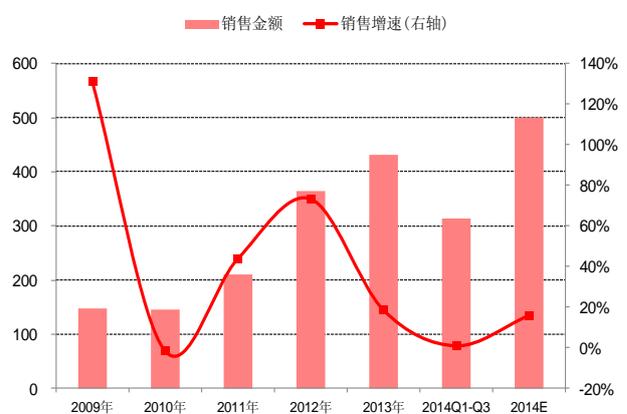
激励方面也印证公司的成长诉求，5 月公司已经发布股权激励方案，向内部 149 位员工授予 1633.53 万购股权，9 月已完成首期相关事宜。我们认为充沛的资金将为公司提速提供更大想象空间。

图：毛利率



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

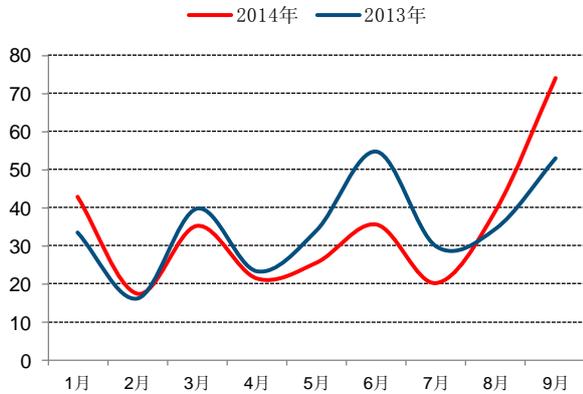
图：累计销售额与增速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

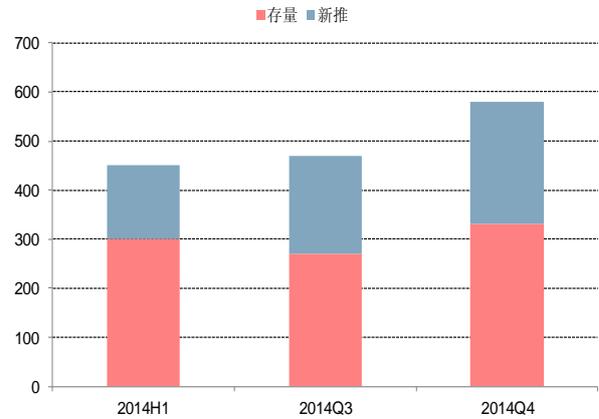


图： 单月销售额



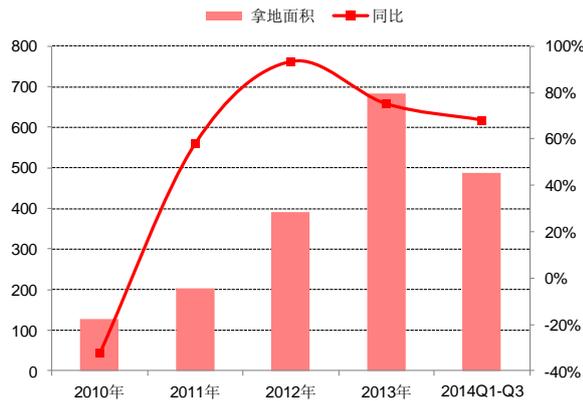
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图： 14 年货值



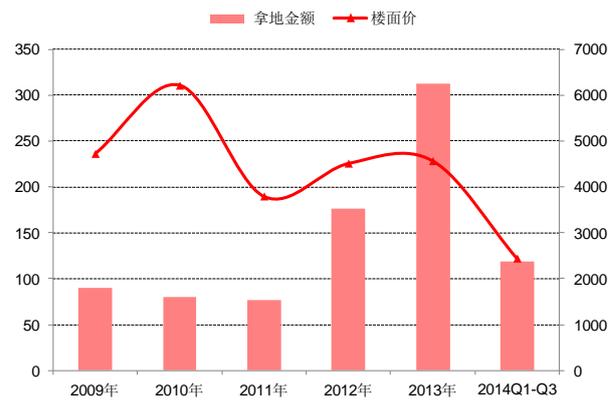
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图： 拿地面积与同比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图： 拿地金额与楼面价



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

### 第三，投资评级与盈利预测

优越的管控效率与融资优势说明公司具备进一步成长的能力，完善的产品线、智慧社区建设在成本与附加值上奠定优势，平台优势将能够进一步助推公司形成新的增长点，大股东与港股平台支持下的融资优势利于公司在 14 年愈演愈烈的分化行情下脱颖而出，从货值储备以及结构来看，14 年有望冲击 500 亿的销售目标。如若能够提升区域深耕能力，招商地产将会迎来快速发展的契机。在房地产融资如火如荼的市场环境下，我们预计招商地产多渠道融资的动力十足，也将为企业加速发展增添动力，预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.82、2.33 元，维持“买入”评级。



财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	32,568	40,376	51,713	65,352	货币资金	24,240	17,500	21,700	26,250
减:					预付账款	2,816	3,800	4,600	5,500
营业成本	19,045	25,905	33,205	41,763	存货	78,477	104,361	136,468	174,631
毛利率	41.5%	35.8%	35.8%	36.1%	其他流动资产	17,242	19,669	19,669	19,669
营业税金及附加	4,578	3,842	4,961	6,324	流动资产	122,852	145,499	182,730	226,493
营业费用	771	933	1,151	1,386	投资性房地产	5,662	8,162	11,262	15,012
营业费用率	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	递延所得税资产	770	824	878	922
管理费用	556	679	738	882	非流动资产	11,188	15,208	20,165	26,198
管理费用率	1.7%	1.7%	1.4%	1.3%	<b>资产总计</b>	<b>134,040</b>	<b>160,708</b>	<b>202,895</b>	<b>252,691</b>
财务费用	614	597	895	1,358	短期借款	4,250	9,713	20,851	29,916
财务费用率	1.9%	1.5%	1.7%	2.1%	应付账款	12,011	13,846	16,330	19,418
资产减值损失	-354	8	0	0	预收款项	37,518	48,518	60,218	71,318
<b>营业利润</b>	<b>7,927</b>	<b>8,414</b>	<b>10,766</b>	<b>13,642</b>	应交税费	1,464	1,483	1,794	2,640
营业利润率	24.3%	20.8%	20.8%	20.9%	其他流动负债	19,592	23,773	23,704	27,379
营业外收入	69	0	0	0	流动负债	74,835	97,333	122,897	150,671
营业外支出	29	0	0	0	长期负债	17,052	16,897	25,242	36,776
利润总额	<b>7,967</b>	<b>8,414</b>	<b>10,766</b>	<b>13,642</b>	递延所得税负债	109	321	585	903
所得税费用	2,459	2,157	2,751	3,473	非流动性负债	20,288	17,342	25,951	37,804
所得税率	30.9%	25.6%	25.6%	25.5%	负债合计	<b>95,123</b>	<b>114,675</b>	<b>148,848</b>	<b>188,475</b>
<b>净利润</b>	<b>5,508</b>	<b>6,257</b>	<b>8,014</b>	<b>10,169</b>	股本	2,576	2,576	2,576	2,576
少数股东损益	1,306	1,564	2,004	2,542	少数股东权益	12,192	13,756	15,759	18,302
<b>母公司股东的净利润</b>	<b>4,202</b>	<b>4,693</b>	<b>6,011</b>	<b>7,626</b>	<b>股东权益合计</b>	<b>38,917</b>	<b>46,033</b>	<b>54,047</b>	<b>64,216</b>
					<b>负债及权益总计</b>	<b>134,040</b>	<b>160,708</b>	<b>202,895</b>	<b>252,691</b>
现金流量表					<b>主要财务指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E	增长率(%)				
销售商品、提供劳务收入	42,525	51,276	63,289	76,302	营业收入	28.7%	24.0%	28.1%	26.4%
减:购买商品、接受劳务支出	31,780	51,883	64,719	78,593	营业利润	27.2%	6.1%	28.0%	26.7%
职工支出	1,462	1,700	2,108	2,550	净利润	26.6%	11.7%	28.1%	26.9%
税费支出	7,794	5,733	6,973	8,393	利润率(%)				
<b>经营现金流</b>	<b>496</b>	<b>-8,039</b>	<b>-10,510</b>	<b>-13,235</b>	毛利率	41.5%	35.8%	35.8%	36.1%
取得借款	19,700	17,066	36,636	52,565	EBIT Margin	24.5%	22.6%	22.8%	23.2%
发行债券	0	0	0	0	EBITDA Margin	23.7%	22.3%	22.5%	22.9%
偿还债务	12,915	10,581	17,221	28,291	回报率(%)				
<b>融资现金流</b>	<b>6,234</b>	<b>4,454</b>	<b>16,657</b>	<b>20,197</b>	ROE	20.6%	19.4%	20.9%	22.1%
现金及现金等价物净增加额	<b>6,017</b>	<b>-6,740</b>	<b>4,200</b>	<b>4,550</b>	ROA	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%



## 分析师介绍

**苏雪晶：**毕业于天津财经大学，从事房地产研究 6 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名。

**刘璐：**毕业于复旦大学，从事房地产研究 2 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622