招商地产（000024.SZ）

再融资助力，发展前景广阔

公司评级	买入
当前价格	12.46 元
前次评级	买入
报告日期	2014-10-29

相对市场表现

分析师： 乐加栋 S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn
分析师： 郭 镇 S0260514080003
021-6075-0637
guoz@gf.com.cn

相关研究：

岁寒至，祥云起	2014-10-21
拉开大幕，精彩上演	2014-10-10
风起势，云飞扬	2014-09-03

联系人： 金山 021-60750652
jinshan@gf.com.cn

核心观点：

- **龙头房企再融资第一家**

招商地产发布公告，公司计划发行可转债，本次计划发行总额不超过人民币 80 亿元，期限为六年，本次发行可转债的票面利率不超过 3.0%。本次计划是公司再融资的进一步尝试，通过发行可转换公司债券的方式，探索可行的股权融资方式。相信本次再融资计划相比较于之前的尝试，将更有可能打通龙头企业股权融资的渠道，加大主流地产企业的资本运作机会。

- **大招商，大协同**

招商地产作为招商局集团唯一的房地产上市平台，在整个集团发展过程中扮演了重要的角色。未来公司的发展将会建立在整个集团的平台的基础之上，背靠丰富的项目资源以及金融实业多业务领域的跨界合作，通过资本和产业的有效的互动，盘活存量资产和在手资源，进入成长的快车道。

- **做好主业，稳健前进**

前三季度公司销售业绩保持稳定，四季度总货值最低可达到 540 亿。公司年内目标 500 亿，我们认为目标完成基本可以确定，如果市场按照当前状况逐步复苏，整体销售水平有望达到 520 亿，与 13 年相比增长约 20%。

- **预计公司 14、15 年 EPS 分别为 1.73、2.01 元，维持“买入”评级。**

招商地产可转债方案的提出和发行意义重大。一方面，龙头地产公司未来的资本运作会加大，行业整合进一步加快，行业朝更健康的方向发展；另一方面，对于进一步盘活优质资产，发挥集团多业务领域优势意义重大，公司会得到更好的发展机遇和环境。

- **风险提示**

再融资进程低于预期。

盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	25,297	32,568	39,178	44,957	53,450
增长率(%)	67.40%	28.74%	20.30%	14.75%	18.89%
EBITDA(百万元)	7114.3	7950.9	8864.4	10232.7	12369.4
净利润(百万元)	3318.3	4202.2	4465.5	5184.8	5987.4
增长率(%)	28.03%	26.64%	6.27%	16.11%	15.48%
EPS（元/股）	1.29	1.63	1.73	2.01	2.32
市盈率（P/E）	6.45	5.09	7.19	6.19	5.36
市净率（P/B）	0.91	0.80	1.03	0.88	0.76
EV/EBITDA	5.14	7.26	4.04	2.67	1.52

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

龙头房企再融资第一家

招商地产发布公告，公司计划发行可转债，本次计划发行总额不超过人民币80亿元，期限为六年。本次发行可转债的票面利率不超过3.0%，可转债转股日期为发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。可转债向公司原A股股东优先配售，原股东有权放弃配售权。募集资金主要投向是公司目前操盘的包括深圳双玺花园一、二期在内的5个项目。

公司目前总股本为25.76亿，总市值321亿，大股东招商局蛇口工业区持股比例为40.38%。按照可转债的发行方案以及当前股价计算，若全部转股占当前总股本的24.2%，股价的提升将会降低当前股东的股权稀释比例。

表 1：招商地产可转债详细指标

指标	条件
发行额	80 亿元
面值	100 元
票面利率	不高于 3%
存续期限	6 年
转股期限	发行 6 个月后
转股价格	募集说明书公布日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价
全部转股数量（按当前 20 日股价计算）	6.24 亿股（占当前总股本的 24.2%）
回售条件	1. 自本次可转债第五个计息年度起，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转债持有人有权将全部或部分其持有的可转债按照 103 元回售给公司。 2. 证监会认定改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售权利。回售价格为 103 元。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2：公司募投项目详情

项目名称	项目总投资额	募集资金拟投入金额	预计销售净利率（%）
深圳双玺花园一期	86.50	24.00	16.81
深圳双玺花园二期	59.49	28.00	15.02
珠海依云水岸	16.94	8.00	15.99
深圳坪山花园城二期	15.83	3.00	11.66
武汉江湾国际	35.50	17.00	11.64
合计	**214.26**	**80**	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司在13年曾经发布了通过发行股票购买资产及募集配套资金的方案，方案在推进过程中受到制度的限制未能如愿成行。之后公司在境内外债券市场积极探索，分别在13年和14年由股东大会授权发行了50亿元3年期的中期票据以及在美国发行了5亿美元的美元债。本次计划是公司再融资的进一步尝试，通过发行可转换公司债券的

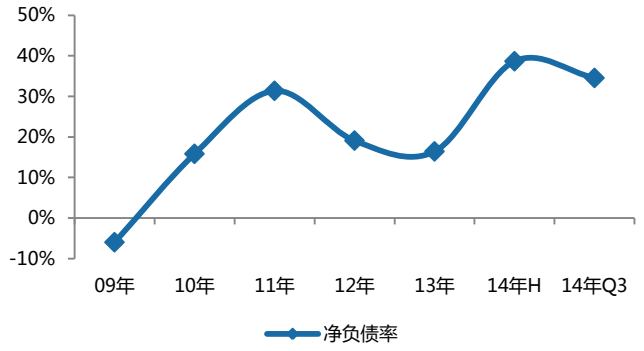
方式，进一步置换低成本资金，同时探索可行的股权融资方式，有效降低公司的杠杆水平。

表3：近两年招商地产债务融资情况

日期	类型	期限	规模	成本
2013 年 12 月	信用增强债券	5 年	5 亿美元	4.02%
2014 年 9 月	中期票据	3 年	50 亿	-
2014 年 10 月	可转债	6 年	80 亿	不超过 3%

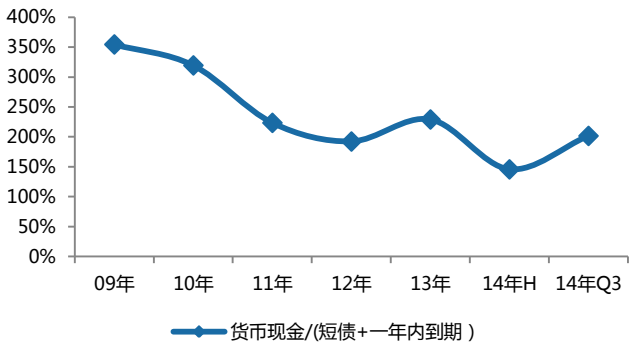
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图1：招商地产净负债率水平



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：招商地产在手货币资金短债覆盖率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2013年下半年开始，内地上市房企再融资进程重启，这对于上市企业而言具备重要的意义，通过股权融资的方式补充资本金，可以有效降低公司整体的杠杆水平，维持长期稳定的发展。但由于受到审查过程的限制，龙头房企的在相关审核的过程中往往会受到项目数量较多所带来的问题限制，无法进行股权融资，对于主流房企而言形成了困扰。保利地产以及万科，近两年更多的是通过海外融资平台等方式进行债权融资。

目前招商地产作为龙头房企第一家尝试通过可转换公司债发发行进行再融资的企业，通过之前的尝试已经积累了一定的经验，在项目审核和排查过程中，积极差缺补漏，完善所运营项目的相关手续。相信本次再融资计划相比较于之前的尝试，将更有可能打通龙头企业股权融资的渠道，预计未来龙头房企的资本运作力度，将会加大。

表4：保利地产及万科近两年融资情况

	日期	类型	期限	规模	成本
保利地产	2014 年 10 月	债务融资工具	-	150 亿	-
	2014 年 4 月	固息债券	5 年	5 亿美元	5.25%
	2013 年 8 月	固息债券	5 年	5 亿美元	4.50%
万科	2014 年 6 月	定息债券	5 年	4 亿美元	4.50%

	2013 年 12 月	定息债券	3 年	10 亿	4.05%
	2013 年 12 月	定息债券	5 年	10 亿	4.50%
	2013 年 11 月	定息债券	4 年	1.4 亿新元	3.28%
	2013 年 3 月	定息债券	5 年	8 亿美元	2.63%

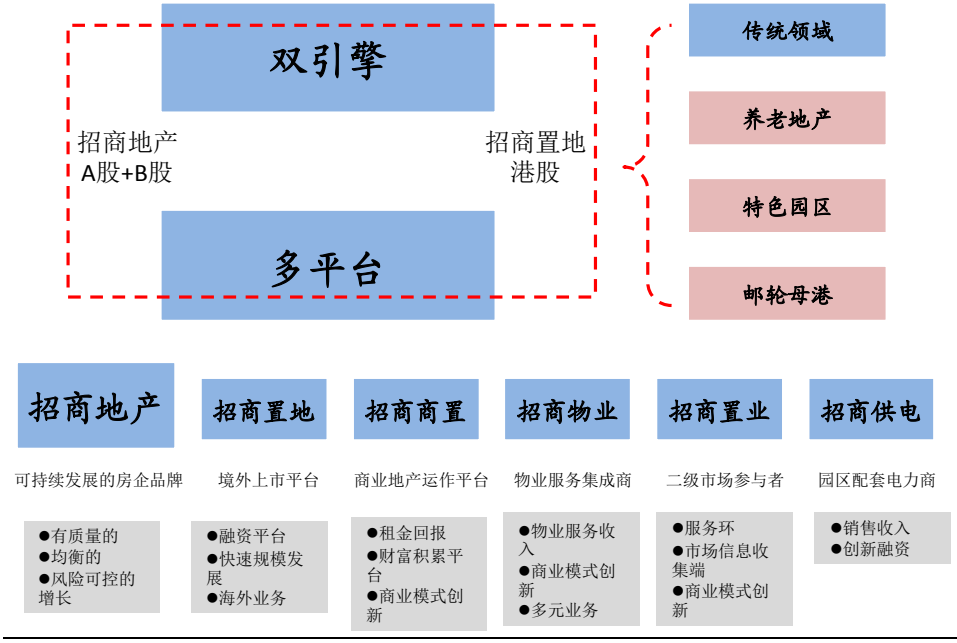
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

大招商，大协同

招商地产作为招商局集团唯一的房地产上市平台，在整个集团发展过程中扮演了重要的角色。未来公司的发展将会建立在整个集团的平台的基础之上，背靠丰富的项目资源以及金融实业多业务领域的跨界合作，通过资本和产业的有效的互动，实现产融结合，盘活存量资产和在手资源，进入成长的快车道。

方向上，公司将坚持以地产开发为核心的业务模式，在追求销售规模适度增长的同时进行布局优质资产的沉淀，积累财富，在2020年之前实现千亿收入百亿利润的中期发展目标，同时完成可持续发展的长期计划。业务模式上，在传统的住宅、商业开发之外，也将针对健康养老地产、特色产业园区与邮轮母港城三大业务领域，积极拓展，积累经验，使公司向更多元化的方向发展。

图3：公司未来发展规划



数据来源：广发证券发展研究中心

资源上，大股东招商局蛇口工业区有限公司与实际控制人招商局集团有限公司，在深圳市积极产于城市更新项目，运作中的旧改土地储备约400万方，招商地产14年在深圳主要在建项目为招商山海花园、海上世界双玺花园、南海意库工厂等，未来有计划获取大股东包括太子湾以及前海等多个项目；而在其他城市，依托集团优势在城市旧区改造，港口资源升级，腾笼换鸟等规划，以港口地产推动邮轮码头的土地获取，

积极构建全国性的邮轮码头网络。这些储备资源，都将在合适的实际成为集团地产上市平台进一步发展的重要保障。除了土地资源以外集团旗下的其他公司，将会积极和招商地产进行合作，多领域体现招商系协同作战的能力。

图4：深圳太子湾邮轮母港

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

图5：厦门邮轮母港

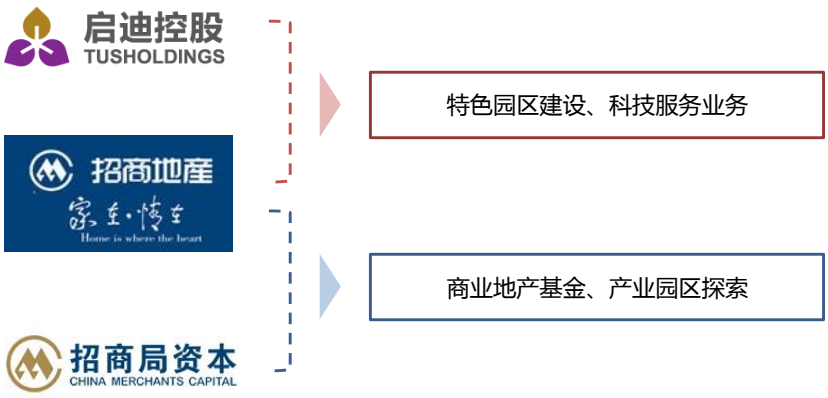
数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

表 5：公司目前深度参与的符合产业园区项目

园区名称	总建面（万方）	产品开发模式	运营模式	功能配比(产业园：住宅)
深圳蛇口网谷	42	研发及高科技科技园	持有型	100%商业
深圳南海意库	10	企业内脑型科技园		
深圳光明科技园	40	高科技产业园		
深圳 TCL 国际 E 城	44	综合性商务花园（产业园+住宅）	租售结合型	8:2
广州金山谷创意产业园	34			3:7
广州清华科技园	84			6:4
青岛蓝湾网谷（1、2 期）	60	宜商宜居商务花园	销售型	
镇江南山创意园（1 期）	10	宜商宜居商务花园		

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

图6：近期公司合作计划意向图



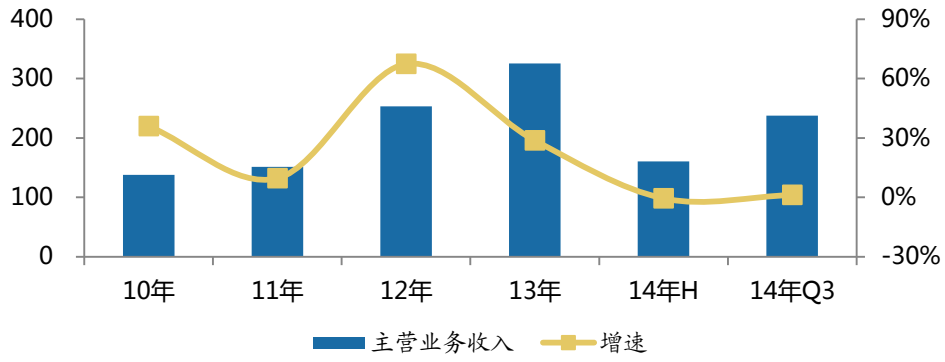
数据来源：公司公告及新闻，广发证券发展研究中心

在产业协同以及新业务拓展上，公司近期动作频频，一方面发布公告同启迪控股签署全面合作框架协议，利用资源在科技新城、科技服务业领域展开部全面合作，重点推进在广州、深圳、惠州、香港等珠三角区域的科技新城项目合作，在特色产业园区建设上迈出了坚实的一步。另一方面，公司签约同为招商系的招商局资本，在央行政策鼓励房地产REITS试点的政策下，设立商业地产基金，向产融结合迈进。

做好主业，稳健前进

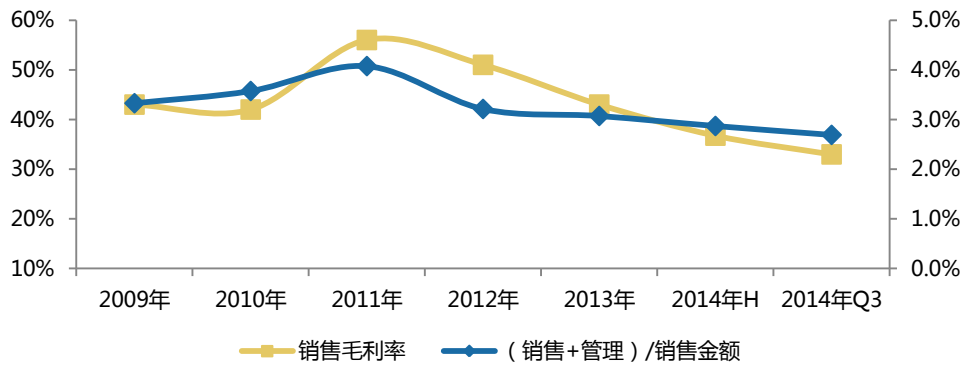
2014年前三季度，公司实现营业收入237.5亿元，同比增长1.2%，实现归属于上市公司股东的净利润22.4亿元，同比下降37.85%，每股收益0.87元。从竣工的角度来看，按照上半年结算金额来推算，公司前三季度仅完成全年竣工计划的一半左右，全年看来，四季度往往是房企的结算高峰，且公司计划的高毛利项目将在4季度集中进入结算期，全年竣工面积计划竣工增长42.9%。预计四季度单季度将会是营业收入与结算毛利的双重增长。我们认为公司14年结算收入增长将在20%左右，叠加毛利率下滑的影响，全年公司业绩增速约为5%左右。

图7：公司主营业务收入（亿元）及增速



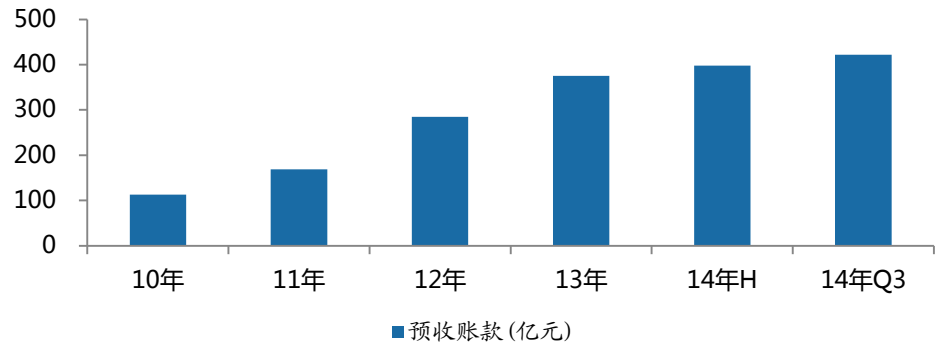
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：公司房地产业务结算毛利率及销售管理费用率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：招商地产预收账款金额（亿元）

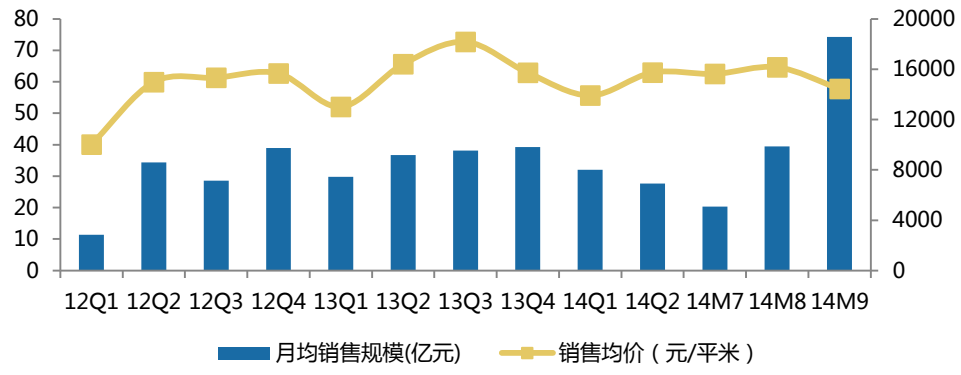


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

销售方面，公司14年后程发力比较显著，9月份单月完成销售销售面积51.64万方，销售金额74.25亿，同比分别增长95.21%和40.15%，一扫前8个月销售的阴霾，前三季度实现签约面积，公司累计实现签约面积210.75万方，同比增加6.13%；签约销售金额313.07亿元，同比增加0.91%（到8月累计减少11.97%）。央行新政的出台，对于公司目前的销售较为有利，一方面放松改善性需求限制，对于以中大户型开发为主的招商地产而言，具备较强实际意义；另一方面，将首改需求纳入到住房保障体系内，有利于公司中长期发展。

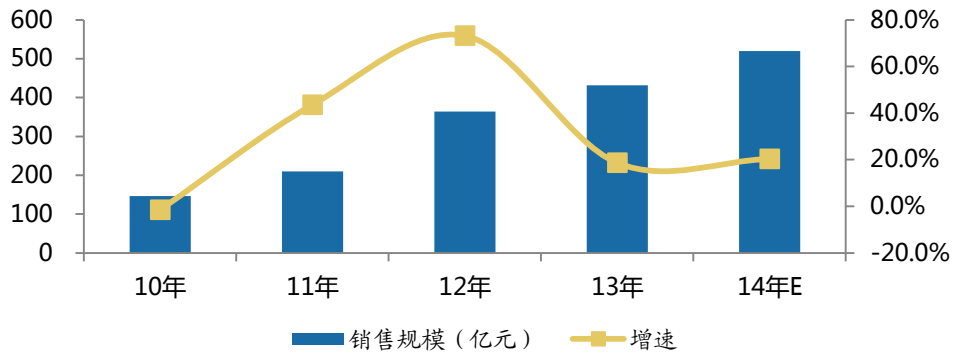
单看四季度，公司计划新推总规模在250亿以上，如市场环境理想，隐含推货总量可达到300亿，加上目前在手的290亿存货，四季度总货值最低可达到540亿。公司年内目标500亿，目前尚187亿的销售任务，我们认为目标完成基本可以确定，如果市场按照当前状况逐步复苏，整体销售水平有望达到520亿，与13年相比增长约20%。

图5：招商地产月均销售规模（亿元）与价格（元/平）变化



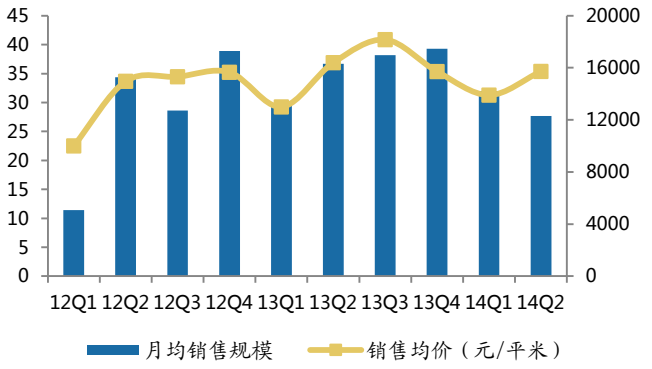
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：招商地产年度销售规模（亿元）及增速



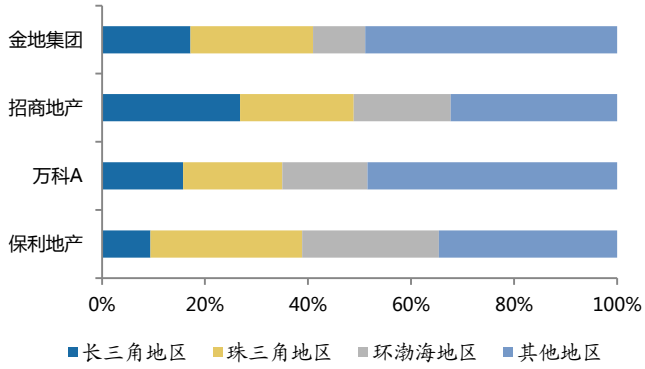
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：招商地产月度销售规模（亿元）与均价



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图13：主流房企存货区域分布情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

招商地产可转债方案的提出和发行意义重大。对于行业而言，这是近期龙头企业第一家提再融资预案，这意味着龙头地产公司未来的资本运作会加大，行业朝着更健康方向发展；对于公司自身而言，为今后更大层面的业务拓展提供了条件，作为集团地产上市平台，公司未来资本运作空间扩大，对于进一步盘活优质资产，发挥集团多业务领域优势意义重大。预计公司14、15年EPS分别为1.73、2.01元，维持“买入”评级。

风险提示

再融资进程低于预期。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	**103,072**	**122,852**	**138,248**	**164,638**	**194,209**
货币资金	18,239	24,240	25,500	33,630	43,310
应收及预付	8,360	16,581	19,237	21,480	23,999
存货	73,638	78,477	89,957	105,973	123,346
其他流动资产	2,835	3,554	3,554	3,554	3,554
非流动资产	**6,125**	**11,188**	**14,559**	**18,453**	**23,013**
长期股权投资	1,083	1,653	1,943	2,282	2,682
固定资产	435	2,038	2,140	2,269	2,405
在建工程	88	105	522	924	1,313
无形资产	409	960	960	960	960
其他长期资产	4,109	6,432	8,994	12,018	15,654
资产总计	**109,197**	**134,040**	**152,807**	**183,090**	**217,222**
流动负债	**65,249**	**74,835**	**90,387**	**111,381**	**135,775**
短期借款	2,105	4,250	3,445	4,712	4,396
应付及预收	51,506	60,693	78,266	97,977	122,107
其他流动负债	11,638	9,891	8,676	8,692	9,272
非流动负债	**14,509**	**20,288**	**17,549**	**19,736**	**20,920**
长期借款	14,378	17,052	17,104	19,040	19,922
应付债券	0	3,003	0	0	0
其他非流动负债	131	233	446	696	998
负债合计	**79,758**	**95,123**	**107,936**	**131,117**	**156,695**
股本	1,717	1,717	2,576	2,576	2,576
资本公积	8,387	8,447	8,481	9,518	10,716
留存收益	13,201	16,482	20,055	24,202	28,992
归属母公司股东权	23,394	26,726	31,191	36,376	42,363
少数股东权益	6,046	12,192	13,680	15,598	18,164
负债和股东权益	**109,197**	**134,040**	**152,807**	**183,090**	**217,222**

现金流量表 单位：百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	**5,099**	**496**	**7,703**	**7,816**	**11,701**
净利润	4,278	5,508	5,954	7,102	8,553
折旧摊销	205	332	428	363	481
营运资金变动	-3,046	-3,703	3,435	1,453	4,238
其它	3,662	-1,641	-2,115	-1,102	-1,571
投资活动现金流	**-645**	**-747**	**-2,681**	**-1,087**	**-1,234**
资本支出	-68	-324	-2,537	-916	-1,030
投资变动	**-251**	**293**	**-144**	**-172**	**-204**
其他	-326	-716	0	0	0
筹资活动现金流	**114**	**6,234**	**-3,762**	**1,401**	**-787**
银行借款	10,401	19,700	8,613	11,779	10,990
债券融资	-8,571	-12,915	-10,581	-8,561	-9,843
股权融资	511	1,611	0	0	0
其他	-2,226	-2,162	-1,794	-1,817	-1,934
现金净增加额	**4,559**	**6,017**	**1,260**	**8,130**	**9,680**
期初现金余额	**13,660**	**18,219**	**24,236**	**25,495**	**33,625**
期末现金余额	**18,219**	**24,236**	**25,495**	**33,625**	**43,305**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**25,297**	**32,568**	**39,178**	**44,957**	**53,450**
营业成本	12,945	19,045	25,501	29,131	34,561
营业税金及附加	4,273	4,578	3,673	4,234	5,083
销售费用	729	771	876	907	1,013
管理费用	439	556	692	815	904
财务费用	394	614	477	425	496
资产减值损失	288	-354	8	6	7
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	6	569	165	194	228
营业利润	**6,234**	**7,927**	**8,117**	**9,633**	**11,614**
营业外收入	25	69	0	0	0
营业外支出	60	29	0	0	0
利润总额	**6,200**	**7,967**	**8,117**	**9,633**	**11,614**
所得税	1,922	2,459	2,163	2,531	3,061
净利润	**4,278**	**5,508**	**5,954**	**7,102**	**8,553**
少数股东损益	959	1,306	1,488	1,918	2,566
归属母公司净利润	**3,318**	**4,202**	**4,465**	**5,185**	**5,987**
EBITDA	7,114	7,951	8,864	10,233	12,369
EPS（元）	1.93	2.45	1.73	2.01	2.32

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	67.4%	28.7%	20.3%	14.8%	18.9%
营业利润增长	42.0%	27.2%	2.4%	18.7%	20.6%
归属母公司净利润增长	28.0%	26.6%	6.3%	16.1%	15.5%
获利能力（%）					
毛利率				48.8%	41.5%
净利率	16.9%	16.9%	15.2%	15.8%	16.0%
ROE	14.2%	15.7%	14.3%	14.3%	14.1%
ROIC	14.0%	12.0%	14.3%	16.0%	19.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0%	71.0%	70.6%	71.6%	72.1%
净负债比率	19.1%	16.4%	0.4%	-9.1%	-21.9%
流动比率	1.58	1.64	1.53	1.48	1.43
速动比率	0.45	0.56	0.50	0.49	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
应收账款周转率	199.46	272.58	318.97	199.88	153.25
存货周转率	0.21	0.25	0.30	0.30	0.30
每股指标（元）					
每股收益	1.93	2.45	1.73	2.01	2.32
每股经营现金流	2.97	0.29	2.99	3.03	4.54
每股净资产	13.62	15.56	12.11	14.12	16.45
估值比率					
P/E	6.4	5.1	7.2	6.2	5.4
P/B	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.1	7.3	4.0	2.7	1.5

广发房地产行业研究小组

乐加栋: 首席分析师，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。
郭　镇: 分析师，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。
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。

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。