

动态报告/公司快评

房地产

招商地产 (000024)

推荐

房地产开发

定向增发预案快评

(维持评级)

2009年7月27日

增发将加速公司发展，调高未来业绩预期

分析师：方焱 fangyan@guosen.com.cn 0755-82130648

分析师：区瑞明 ourm@guosen.com.cn 0755-82130833-1853

事项：

公司今日公布定向增发预案：拟以不低于28.12元/股的价格，向包括大股东在内的不超过10名的特定投资者发行不超过2亿股，募集资金不超过50亿，其中拟以11.9亿元收购大股东持有的鲸山九期项目，剩余资金则用于北京、上海、深圳、苏州等地六个项目开发建设。

评论：

■ 定向增发符合我们预期

7月9日公司停牌并公告称“正在筹划重大事项，并将于停牌日后30日内披露有关预案”，我们在7月15日晨会点评中预期公司“下半年或还有多个亮点”，猜测停牌原因或是“再启资产注入”，并预测“大股东——招商局蛇口工业区有限公司将其在蛇口拥有的优质土地资源继续注入公司的可能性非常大，另外也将会同步进行定向增发融资”。

■ 募资所投项目盈利能力较强，鲸山项目还将增厚RNAV 0.30元/股

公司在公告中对本次募投项目的盈利前景做了分析，项目盈利能力较好。我们认为公告中的分析仍显保守，特别是对北京公园1872三期及蛇口鲸山九期两个项目的分析。上述六个项目的竣工日期从2011年6月至2012年12月不等，根据我们测算，可实现总销售收入在142亿元左右、净利润约为31亿元（如表1）。此外我们对本次大股东注入的鲸山项目收益按11.26%折现，并按增发后的最新股本18.1亿股摊薄，将增厚RNAV 0.3元/股。

■ 上半年良好销售保障全年业绩，增发注资助力公司发展

受益于行业回暖、楼市火爆，公司上半年商品房销售取得了非常好的业绩，约在75亿元左右，超过08年全年，年初制定的100亿元销售目标将轻松完成，预计09年全年销售在140亿元。再考虑到公司在08年末还有27亿元的预收款，公司09年结算资源非常多，考虑物业租赁、园区供水供电、中介、物业管理的业务贡献，我们预计公司09年营业收入在86亿元，增长142%。若能成功实施本次增发，在大股东置入了鲸山九期这一优质地块后，公司还能有近40亿的募集资金可供支配，公司资本实力将显著增强，将有利于公司进一步提升竞争力及持续盈利能力，并能优化资本结构、改善财务状况，降低偿债风险。

■ 调高09-11年的盈利预测水平，维持“推荐”评级

公司目前权益建面约800万平方米，单位市值土地储备虽不高，但土地成本低廉，平均地价仅2160元/平方米。通过与公司管理层深入交流，我们了解到公司今年开始对运营效率和偿债能力有了更高的目标，希望在09年将存货周转率由08年末的0.1提升至0.25，将有息负债率由08年末的43.2%降至40%，我们认为这是公司今年上半年没有

拿地的主要原因，公司未来发展将会在**规模、质量和效益**中取得均衡。由于公司上半年销售表现非常好，我们上调公司业绩预测，预计 09--11 年净利润在 18.16 亿元、28.12 亿元和 39.32 亿元，分别调高 9%、35%和 47%，EPS 分别为 0.95 元（39x）、1.47 元（25 x）和 2.05 元（18 x）（按增发后股本摊薄），维持“推荐”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E	
现金及现金等价物	7389	14413	9255	3000	营业收入	3573	8659	14365	20446
应收款项	886	2097	3214	4770	营业成本	1865	4665	7288	10925
存货净额	23869	19440	30407	45627	营业税金及附加	265	508	778	1155
其他流动资产	256	4230	6483	9623	销售费用	227	381	454	577
流动资产合计	32497	40180	49358	63021	管理费用	203	338	454	616
固定资产	324	684	635	586	财务费用	31	(131)	(142)	(74)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	803	0	0	0
投资性房地产	3844	3844	3844	3844	资产减值及公允价值变动	(262)	0	0	0
长期股权投资	771	791	811	831	其他收入	(233)	(508)	(778)	(1155)
资产总计	37437	45500	54649	68282	营业利润	1290	2191	3356	4892
短期借款及交易性金融负债	5424	3000	3000	3776	营业外净收支	12	0	0	0
应付款项	2007	4904	7670	11509	利润总额	1302	2191	3356	4892
其他流动负债	6787	8767	13387	19835	所得税费用	210	548	839	1223
流动负债合计	14218	16671	24057	35120	少数股东损益	(136)	(116)	(187)	(166)
长期借款及应付债券	6807	6807	6807	6807	归属于母公司净利润	1228	1816	2812	3932
其他长期负债	132	142	152	162	发行在外股份(百万股)	1717	1867	1867	1867
长期负债合计	6939	6949	6959	6969	现金流量表（百万元）				
负债合计	21158	23620	31016	42089	2008	2009E	2010E	2011E	
少数股东权益	1417	1330	1190	1066	净利润	1228	1759	2703	3835
股东权益	14863	20551	22443	25127	资产减值准备	412	(408)	0	0
负债和股东权益总计	37437	45500	54649	68282	折旧摊销	149	47	49	50
					公允价值变动损失	262	0	0	0
					财务费用	31	(131)	(142)	(74)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(5384)	3723	(6940)	(9620)
2008	2009E	2010E	2011E		其它	(529)	321	(140)	(124)
每股收益	0.71	0.95	1.47	2.05	经营活动现金流	(3862)	5442	(4328)	(5860)
每股红利	0.10	0.10	0.43	0.62	资本开支	(86)	0	0	0
每股净资产	8.65	11.01	12.02	13.46	其它投资现金流	(97)	97	0	0
ROIC	4%	8%	13%	14%	投资活动现金流	(386)	77	(20)	(20)
ROE	8%	9%	12%	15%	权益性融资	6444	4116	0	0
毛利率	40%	39%	38%	37%	负债净变化	3162	0	0	0
EBIT Margin	21%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(172)	(187)	(811)	(1150)
EBITDA Margin	25%	25%	25%	25%	其它融资现金流	(4375)	(2424)	0	776
收入增长	-13%	137%	53%	48%	融资活动现金流	8050	1505	(811)	(374)
净利润增长率	6%	43%	54%	42%	现金净变动	3801	7024	(5159)	(6255)
资产负债率	57%	52%	57%	62%	货币资金的期初余额	3588	7389	14413	9255
息率	0.3%	0.3%	1.3%	1.8%	货币资金的期末余额	7389	14413	9255	3000
P/E	51.6	39.2	25.5	18.0	企业自由现金流	(4629)	5315	(4481)	(5957)
P/B	4.3	3.4	3.1	2.7	权益自由现金流	(5842)	2989	(4374)	(5126)
EV/EBITDA	94.2	43.9	30.6	22.8					

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 1: 募投项目盈利预测

项目	开竣工日期	计容建面 (平方米)	楼面地价	单位建安成本	预计售价	销售收入 (亿元)	净利润	销售净利 率
北京公园 1872 三期	0909-1212	164789	3869	3500	23000	37.90	13.63	36.0%
北京立水桥二至四期	0910-1212	270740	4575	4000	14500	39.26	6.14	15.6%
深圳西乡项目	0912-1209	159990	2272	3200	9500	15.20	2.55	16.8%
苏州小石城 2-3 期	0908-1104	177533	1193	3300	6500	11.54	1.60	13.8%
上海海湾花园	0905-1106	36837	5160	6000	16000	5.89	0.79	13.3%
鲸山九期		106500	11200	4500	30000	31.95	6.63	20.8%
合计						141.74	31.34	22.1%

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。