

明确定位于商业地产开发，厚积而薄发

——世茂股份调研报告

报告关键点:

- 公司重组后明确定位于商业地产开发，厚积薄发。
- 证监会REITs相关政策出台，有望成为公司股价上行的催化剂。
- 2010年起公司公允价值变动收益将大幅增加。
- 给予6个月目标价20元，买入-A的投资评级。

报告摘要:

- 公司重组后明确定位于商业地产开发，厚积薄发。2009年5月13日，公司完成了向世茂BVI（商业）、北京世茂、世茂企业发行股份购买资产的股权登记相关事宜。增发完成后，世茂房地产（0813HK）间接持有公司股份的比例将为约64.24%。此次增发，世茂股份共获得10个在建或拟建的商业地产项目以及一个运营中的项目，使公司新增了400多万平的商业地产土地储备，从而成为国内上市公司中商业地产储备最多的企业。
- 公司经营管理出色，盈利能力强。住宅地产的价值主要取决于物业的稀缺程度。商业地产的价值则包含更多的主观价值创造，与项目前期的规划以及后期的运营状况密切相关。公司管理能力强，具有国际化视野，虽然是纯民营企业，但营销全球化，直接面向国外客户，与世界500强企业建立了良好的关系，规划、开发、设计能力强。同时，公司战略超前，商业地产的介入时点早于其他开发商，集团主要的商业地产项目均在06、07年取得，成本非常低，而集团注入公司的价格也相对便宜。从2010年起，公司商业地产进入厚积薄发阶段。
- REITs相关政策出台有望成为公司股价上行的催化剂。国务院在《关于当前金融促进经济发展的若干意见》中首次提出，将通过开展房地产信托投资基金试点来拓宽房地产企业融资渠道。而9、10月份证监会可能推出的REITs相关政策出台，到时有望成为公司股价上行的催化剂。
- 公允价值模式计量有利于公司业绩释放。采用公允价值模式计量后，公司将不再对投资性房地产计提折旧或进行摊销，而会以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。考虑到公司从2010年起不断有大量新的优质物业计入投资性房地产，公司公允价值变动收益将大幅增加。而且公司多数项目处于城市核心地段，具有较好的升值潜力，未来能够持续贡献收益。
- 投资建议：公司10年业绩将获得爆发式增长，预计09、10、11年的净利润分别为5.15亿、14.05、15.46亿，对应的每股收益分别为0.44、1.20、1.32元（其中公允价值变动分别贡献0.22、0.43、0.46元），当前的RNAV估值为19.4元/股，考虑到公司业绩的快速增长，给予6个月目标价20元，买入-A的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,241.5	477.3	1,338.8	3,666.0	4,149.9
Growth(%)	-41.5%	-61.6%	180.5%	173.8%	13.2%
净利润	66.4	61.0	514.5	1,405.1	1,546.1
Growth(%)	-44.7%	-8.0%	742.8%	173.1%	10.0%
毛利率(%)	45.9%	44.4%	51.5%	60.7%	60.0%
净利润率(%)	5.3%	12.8%	38.4%	38.3%	37.3%
每股收益(元)	0.06	0.05	0.44	1.20	1.32
每股净资产(元)	1.33	1.30	6.39	7.47	8.67
市盈率	253.8	275.9	32.7	12.0	10.9
市净率	10.8	11.1	2.3	1.9	1.7
净资产收益率(%)	8.9%	6.7%	7.7%	17.6%	16.9%
ROIC(%)	19.2%	21.6%	43.4%	80.1%	20.7%
EV/EBITDA	19.1	45.3	13.1	7.3	6.1
股息收益率	0.1%	0.1%	0.6%	1.7%	1.8%

评级:

买入-A

上次评级:

目标价格: 20.00 元

期限: 6个月 上次预测:

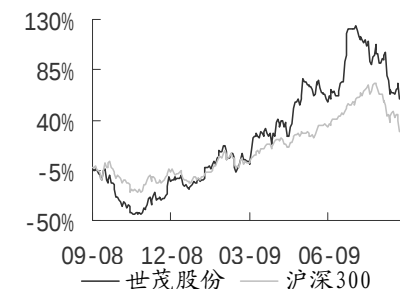
现价: 14.39 元

报告日期: 2009-09-06

市场数据

总市值(百万元)	16,844.87
流通市值(百万元)	6,883.53
总股本(百万股)	1,170.60
流通股本(百万股)	478.36
12个月最高/最低	4.47/19.20 元
十大流通股股东(%)	34.48%
股东户数	35,838

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.17	0.27	31.38
绝对收益	(13.57)	4.96	72.31

研究员

陶学明 CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

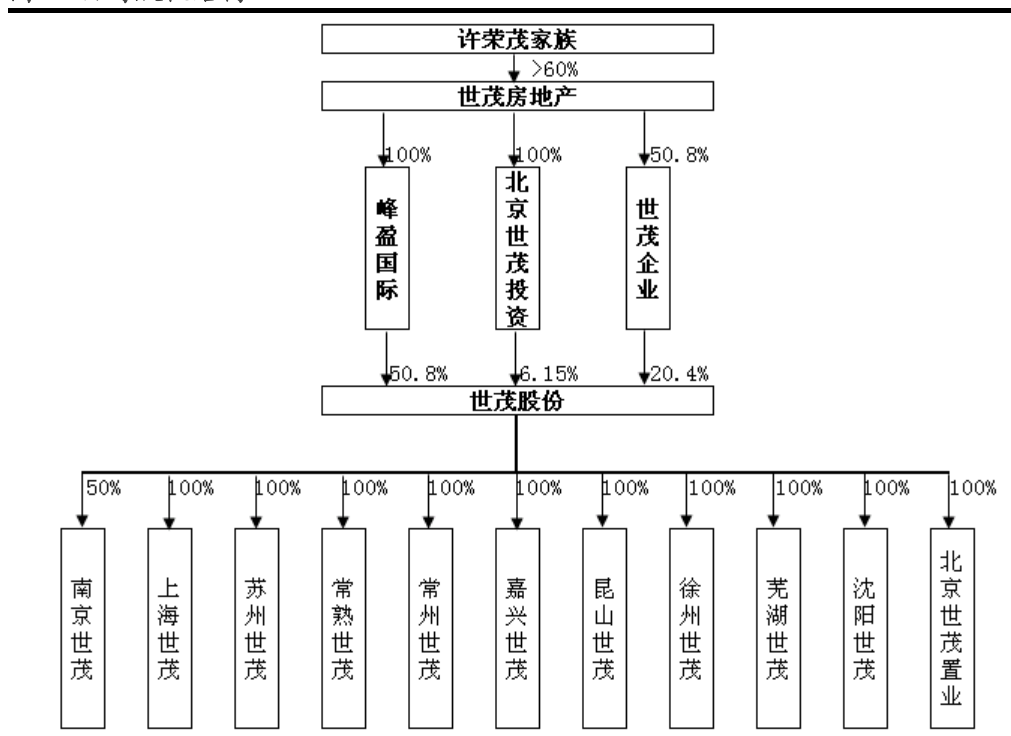
1. 增发收购资产，主攻商业地产开发

上海世茂股份有限公司前身为“上海万象(集团)股份有限公司”，公司股票于1994年2月4日在上海证券交易所挂牌上市。2000年，上海世茂投资发展公司收购重组了“上海万象股份”，其后大股东变更为上海世茂企业发展公司。

2009年5月13日，公司完成了向世茂BVI(商业)、北京世茂、世茂企业发行股份购买资产的股权登记相关事宜。此次发行股票的发行价格为12.05元，向3名特定对象合计发行69,224万股股票，其中：向世茂房地产(0813HK)下属全资子公司世茂BVI(商业)发行55,800万股，购买世茂BVI(商业)持有的9家商业地产公司各100%股权。向世茂房地产(0813HK)间接全资子公司北京世茂发行7,200万股，购买北京世茂拥有的世茂大厦(原名“华平大厦”)资产；向世茂企业发行6,224万股，世茂企业以7.5亿元现金认购，现金来源为世茂房地产(0813HK)下属间接全资子公司上海世茂建设有限公司向世茂企业的增资现金。

增发完成后，世茂房地产(0813HK)间接持有公司股份的比例为64.24%。实际控制人为中国政协委员、香港太平绅士许荣茂先生，许荣茂家族拥有的“世茂房地产(0813.HK)”股份超过60%。

图1 公司股权结构



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

此次增发完成后，世茂股份共获得10个在建或拟建的商业地产项目以及一个运营中的项目，使公司新增了400万平左右的商业地产土地储备，从而成为国内上市公司中商业地产储备最多的企业。公司商业地产项目将实行租售并举，主要以开发销售为主，保有部分优质物业自持经营，能够兼顾公司短期业绩和长期利益。

2. 大股东实力强劲

自2005年以来，集团开始推行“房产领域多元组合”战略，集团有计划有步骤地推

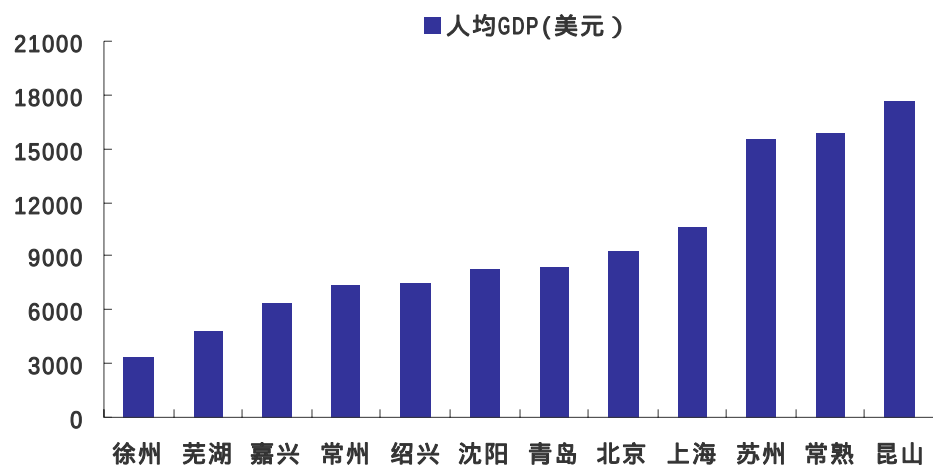
进产业拓展，现已逐步建立了以高端住宅、豪华酒店及商业办公三大集团核心产业。

2.1. 战略超前，抢先布局重点城市

集团战略超前，商业地产的介入时点早于其他开发商，主要的地产商业项目均在 07 年以前取得，成本非常低。从 2010 年起，公司商业地产将进入厚积薄发阶段。

集团选择项目的主要的参考指标是该城市的人均 GDP，从国际经验来看，人均 GDP 达到 3000 美元，商业地产开始腾飞。公司目前进入的所有城市人均 GDP 都已经超过了 3000 美元，除徐州、芜湖稍低，在 3000-6000 美元之间外，其他城市人均 GDP 都超过了 6000 美元，像昆山、常熟、嘉兴这些城市，虽然从传统意义考虑属于三线城市，但 GDP 规模都在 1000 亿以上，人均 GDP 更是超过 1 万美元，商业地产进入快发展阶段，具有很好的发展前景。

图 2 公司进入城市的人均 GDP



数据来源：安信证券研究中心

2.2. 旗下项目业态丰富，重点拓展核心区域

目前，世茂集团已经发展成为以房地产开发为主，集旅游、酒店、购物商业中心等多个行业为一身的国际化企业集群。集团在中国内地的业务遍及北京、上海、沈阳、南京、徐州、苏州十余个城市，共有十余个发展之不同阶段的大型房地产综合项目（包括住宅、酒店、写字楼、商铺、购物中心等多种业态）。

公司关注“核心区域发展”，将优势资源集中投入到中国经济发达或极具发展前景的经济圈，目前集团的重点投资区域已经包括长三角地区、环渤海地区。涉及上述两个重要经济圈的项目数量占集团总项目的三分之二强。

2.3. 酒店、百货逐渐形成品牌效应

截至 2007 年 7 月 31 日，集团在上海已建成的三家超五星级酒店：上海世茂佘山艾美酒店、上海世茂皇家艾美酒店及上海外滩茂悦大酒店，以总客房数近 1700 间，占据上海豪华酒店约 20% 的市场份额。预计在 2010 年以前，集团将在全国范围拥有 10 家五星级酒店。这些酒店能够对周边的项目提供更好的服务与辐射效应。

另外，集团计划在 5 年内开 20-25 家百货单体店，到时候预计年均销售额超过 50 个亿，09 年上半年，世茂股份就出资设立了上海世茂百货、烟台世茂百货、绍兴世茂百货等百货经营公司。百货业虽然毛利率比较低，但项目协同效应强，现金流稳定，而

且会形成品牌效应，对租户有更大的吸引力。

3. 公司经营管理出色，盈利能力强

住宅地产的价值主要取决于物业的稀缺程度。商业地产的价值则包含更多的主观价值创造，与项目前期的规划以及后期的运营状况密切相关。商业地产前期开发的选址、定位、动线规划与设计、品类品牌组合等环节，对后期商业运营的成败具有决定性意义；而后期商业运营的效果好坏，又直接影响商业物业的价值，商业物业能凭其良好的商业运营，持续提升价值。

3.1. 经营管理能力出众

公司管理能力强，具有国际化视野，虽然是纯民营企业，但营销全球化，直接面向国外客户，与世界 500 强企业建立了良好的关系，规划、开发、设计能力强。像佘山项目就是跟韩国乐天合作，上海国际大都市项目早先也是准备与时代华纳合作，只是后来因为种种原因，时代华纳退出中国市场，项目取消了。

就招商的模式而言，80%左右的主力店及次主力店，由世茂集团从集团的传统战略合作伙伴中选择，而世茂的战略合作伙伴，通常是该业态内全国排名前三位的品牌以及国际知名的品牌与公司。

公司多数项目均位于二线城市，当一线城市的品牌主力店光环逐渐淡化，对一线城市商业地产的影响越来越小时，二线城市的品牌主力店就将继承一线城市品牌主力店的作用，来活跃二线城市的商业氛围。这些主力店不仅可以扩张二线城市的商业面积，消化大量的存量面积，稳定项目经营，还可产生主力店的聚集效应，提高项目整体租金收入，聚集旺盛的人气，保证后期的良好经营。

而且，在这些二三线城市，公司能够获得大片的土地，从而形成规模效应，像沈阳和常熟项目的规划建筑面积均接近 100 万平米。在特定的区域内，成规模的商业物业往往具有一定程度的“排他性”，尤其是位于城市重要节点的商业物业，随着城市的发展，其有可能成为该区域的“稀缺性”或“独占性”资源，因而其价值会随着区域的成熟变得越来越大。

3.2. 探索体验式消费模式，做当地特色项目

体验式消费的特点重在体验，重在情感消费，所带来的人气是购物消费的重要支撑。商业地产要想赢得市场与客户，需要在商业购物环境的设计中，增加体验式消费的深度，也更需要根据项目所处的地段、环境，自身特点，以及客户的偏好等做个性化的设计。目前已有商业项目在此方面进行了结合。比如，大型的挑空中庭结合促销及展示活动成为空间组织的新亮点；甚至有些商业广场把城市的文化活动与集会功能纳入进来；此外，娱乐与运动设施也开始以最刺激的方式吸引新新人类的另类消费需求，文身店、卡通店、军事装备店已成为商业设施中的新宠。因此，特色性、文化性、舒适性、互动性及业态的丰富性为体验式消费购物环境的特点，具备集购物、娱乐、休闲、餐饮、运动于一体，业态组合科学，特色鲜明的购物场所将会有更大的吸引力。

而公司项目在这方面具有先天的优势。像徐州项目，因为靠近刘邦起家地沛县，公司就以汉文化为主题的兴建了相关的旅游项目。芜湖项目因为靠近长江，公司就做了一个滨江项目。此外，公司许多项目都位于城市核心地段，常州项目靠近当地的恐龙园，苏州就在大运河边上，青岛世奥项目则位于青岛最繁华的市南区香港中路上。公司均会根据当地特色，做最适合的项目，争取为租户和购买者提供最大的回报。

3.3. 项目拿地成本低，盈利能力强

公司拿地具有很明显的优势，因为项目均是城市综合体，能够为当地提供持续的就业机会和利税来源，拉动当地经济发展，所以当地政府愿意以较低的价格出让土地，在项目招投标时，公司往往是唯一的投标企业，能够以底价拿地，像最近的青岛世奥项目，地价仅 4000 多，超高层建筑，建安成本约 8000，目前周边项目售价高达 30000 元/平方米，项目规划建筑面积 24.7 万平米，公司除留下 3-4 万平米的商场未来自己持有外，其他全部出售，贡献的销售收入超过 40 个亿，销售净利润 10 亿以上。

而且从本次注入的商业地产项目来看，评估价相对便宜，折合平均楼面地价仅 1660 元/平方米，公司后期盈利空间较大。

4. 项目情况介绍

截至目前公司项目储备总建筑面积 622 万平米，其中商业地产达 474 万平米（包括了绍兴项目），住宅项目 148 万平米，分布在北京、青岛、沈阳、上海、南京、苏州、常州、常熟、徐州、嘉兴、昆山、芜湖、绍兴等 13 个城市，涵盖长三角和环渤海地区。

表 1 世茂股份项目储备

物业名称	物业位置	占地面积	规划建筑面积	权益	开工时间	(首批)竣工时间
南京世茂滨江新城一期	南京下关南通路 99 号		50.00	50%		2007
南京世茂滨江新城二、三期	南京下关南通路 99 号		148.00	50%		2010
世茂昆山华东商城	昆山开发区前进东路		10.00	100%	2006	2009
世茂新体验	上海佘山国家旅游度假区	42.82	39.10	100%	2008	2010
北京三里屯	北京朝阳区三里屯	2.94	21.20	100%	2008	2011
常熟世茂	常熟东北部 CBD 区域	34.46	98.15	100%	2007	2010
常州世茂	常州市新北区	6.04	33.96	100%	2008	2009
苏州世茂	苏州市沧浪区	9.25	35.24	100%	2008	2010
徐州世茂	徐州市云龙区	8.86	22.00	100%	2007	2010
嘉兴世茂	嘉兴市南湖区	13.56	26.70	100%	2009	2010
昆山世茂	昆山开发区前进东路	12.68	19.10	100%	2009	2011
沈阳世茂	沈阳市和平区	6.10	96.70	100%	2007	2011
芜湖世茂	芜湖市吉和南路	8.03	13.30	100%	2008	2009
北京世茂大厦	北京东三环长安街	0.71	7.21	100%		2010
青岛世奥大厦	青岛市南区香港中路 30 号	1.07	24.69	75%	2009	2011
绍兴世茂商业 A1 地块	绍兴迪荡新城核心区	3.69	8.68	80%	2006	2008
绍兴世茂商业 A2、A3 地块	绍兴迪荡新城核心区	8.14	18.24	80%	2007	2009
合计		158.34	622.27			

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：绍兴项目年内将注入上市公司。面积单位：万平米。

公司目前进入的城市包括北京、上海这样的一线城市和苏州、青岛、沈阳、南京这样的二线城市，也包括绍兴、常州、徐州、嘉兴、昆山、常熟和芜湖这样的传统意义上的三线城市，但是我们从表中可以看出，除了芜湖和常熟的城市 GDP 低于 1500 亿元，其他的三线城市 GDP 也都在 1500 亿以上，人均 GDP 方面，昆山、常熟等地甚至超过了北京、上海等一线城市。

表 2 公司项目所在城市的经济发展状况

城市地位	2008 年 GDP(亿元)	人均 GDP (元)	人均 GDP (美元)	项目储备
------	----------------	------------	-------------	------

上海	一线城市	13,698	72,536	10,620	39.10
北京	一线城市	10,488	63,029	9,228	28.41
苏州	二线城市	6,701	106,407	15,579	35.24
青岛	二线城市	4,436	57,167	8,370	24.69
沈阳	二线城市	3,861	56,349	8,250	96.70
南京	二线城市	3,775	50,327	7,369	148.00
绍兴	三线城市	2,223	50,909	7,454	26.92
常州	三线城市	2,202	50,283	7,362	33.96
徐州	三线城市	2,007	23,069	3,378	22.00
嘉兴	三线城市	1,815	43,129	6,315	26.70
昆山	三线城市	1,500	120,882	17,699	29.10
常熟	三线城市	1,150	107,983	15,810	98.15
芜湖	三线城市	750	32,500	4,758	13.30

数据来源：安信证券研究中心

注：京、沪、广、深为一线城市；省会城市和计划单列市为二线城市；其余为三线城市。

4.1. 南京世茂滨江新城

世茂滨江新城地处南京长江、秦淮河口，属南京市政府规划中的“现代化滨江城区”的滨江版块。作为世茂“滨江”模式的又一重大实施，世茂滨江新城的总体规划从南京这座中国历史名城的城市形态特征深入展开，并结合长江、秦淮河口的特殊地理环境，自觉地对城市特色加以继承和发扬。该项目现在是世茂股份开发的唯一以住宅为主的项目。

世茂滨江新城原规划总建筑面积 150 万平方米，二期最近又新增了 48 万平米建面，土地出让金 17.2 亿元，折合楼面地价不到 4000 元/平米。该项目由高层住宅、五星级酒店、沿江商业步行街、市民广场、文化广场、幼儿园、中小学以及大型购物超市等组成，建成后将成为南京长江沿岸的标志性建筑群。一期 2 号、4 号公寓楼尾盘已经售罄，今年可以结算，目前在售的是 3 号公寓楼，共 500 多套，成交均价达 15000 元/平米，预计 2010 年可以交付。项目二期目前处于筹备阶段。

4.2. 北京世茂国际中心

北京世茂国际中心又名世茂工三，是世茂集团动用 26 亿元巨资打造的集世界顶级品牌商业、酒店式服务公寓、5A 级写字楼于一体的市中心高端地标综合体。项目位于北京朝阳区三里屯工体北路，紧邻使馆区、朝外商务区、燕莎商圈和 CBD 等黄金区域。

世茂工三建设用地近 3 万平方米，总建筑面积为 21.2 万平方米(其中地上面积为 13.5 万平方米，地下面积为 7.7 万平方米)，包括商业、酒店式公寓、智能写字楼等业态。其中，酒店式公寓 504 套，以 60-140 平方米为主力户型，提供豪华时尚精装修，并配有高档家具、电器、液晶电视、灯具、窗帘、饰品等，家居配套一应俱全，并为业主提供细致入微的五星级酒店服务，打造拎包即可入住的高端生活；写字楼部分建筑面积约为 3.2 万平方米，将陆续分期推向市场，此外还特设顶层复式户型，以满足客户多元需求；商业面积约为 6.6 万平方米，其中 1#楼写字楼和 1-4 层底商部分 1.5 万余平方米出售；2#楼 5 万余平方米商场部分由世茂集团自持，分为地上四层及地下一层，其中地上由旗舰店/主力店、零售店铺、中高档餐饮等商业业态组成，地下一层由超市、零售店铺及食街组成。

该项目 09 年 6 月开盘，销售异常火爆，开盘第二天其 2#南楼独栋写字楼便被整体收购，成交单价为 37000 元/平方米，总金额接近 3 个亿。酒店式公寓成交价在 33000-35000 元/平米之间。1#写字楼部分将于今年 9 月推向市场，目前已有很多企业

进行预约。预计该项目 10、11 年将成为公司的重要利润来源。

4.3. 上海世茂新体验

世茂新体验商业地产项目,位于上海唯一具有三山一湖自然景观的佘山国家旅游度假区。新体验商业地产项目占用土地面积 42.8 万平方米,预计开发规模为 39.1 万平方米,项目预计总投资 30 亿元。该项目定位为主题公园、体验中心及田园风光度假区和消费中心,其中利用现有资源开发建设的地质坑五星级酒店堪称独一无二,有望成为世界上人工坑内海拔最低的酒店。整个项目融合了商业、旅游和娱乐的先进业态。该项目开发物业未来部分对外销售部分用于出租,预计 2010 年起实现对外销售,2011 年进入结算期。

4.4. 常熟世茂商业地产项目

常熟世茂商业地产项目位于常熟东北部 CBD 区域,临近老城区及虞山——尚湖风景区,距市政府约 1 公里,距老城区 2 公里。项目规划建设休闲购物、办公等设施,与项目地块的世纪公园、人行道、河道、广场有机结合,将成为常熟多功能国际化中央商务区的重要组成部分。

项目占地约 34.5 万平方米,预计开发规模达 98 万平方米,收购评估价为 20 亿,折合楼面地价 2046 元/平米。与该项目配套的世茂房地产开发的住宅项目常熟世茂世纪中心 09 年 6 月已经开盘,目前销售均价为 5500 元/平米。而商业地产方面包括商铺、办公、商业和酒店式公寓(含配套)等,预计销售均价超过 8000 元/平米。该项目已于 2007 年开工,4 号地块商场、部分商铺等已完工,1 号地块部分商铺预计年底竣工。上半年已经实现营业收入 1.4 亿元。

4.5. 常州世茂商业地产项目

常州世茂商业地产项目位于常州市新北区,地块地理位置十分优越,距市政府仅数百米,邻近著名旅游景点恐龙园。项目拟建设内容包括办公楼、SHOPPINGMALL、商业街等。

项目占地 6 万平方米,预计开发规模为 34 万平方米,收购评估价为 3.48 亿,折合楼面地价仅 1024 元/平米。该项目开发物业未来部分对外销售部分用于出租,预计 2009 年起实现销售,2010 年起将有部分面积竣工。

4.6. 苏州世茂商业地产项目

苏州世茂商业地产项目已命名为苏州世茂国际广场,位于苏州市沧浪新城 CBD 城市副中心核心地段,南临京杭运河,该地块规划建设内容包括大型购物中心及部分商务配套设施,项目建成后将成为苏州现代化的商务居住综合示范区的重要组成部分。

项目占地 9.25 万平方米,规划建筑面积 35.2 万平方米,收购评估价为 5.08 亿,折合楼面地价仅 1442 元/平米,预计总投资 22.3 亿元。该项目商业一期已开工,预计 2009 年将有部分面积竣工。09 上半年,商业楼栋实现预售合计约为 3 亿元,预计下半年将实现预售约 1 亿元。

4.7. 徐州世茂商业地产项目

徐州世茂商业地产项目位于徐州市云龙区,紧邻汉文化景区、黄河故道,该地块拟建设成为集文化、旅游、休闲娱乐、商业与居住等设施于一体的具备复合功能的城市综合体,商业地产项目的具体规划则包括休闲娱乐景区、步行商业街区等。

项目占地 8.86 万平方米,规划建筑面积为 22 万平方米。收购评估价为 2.64 亿,折合楼面地价仅 1119 元/平米。该项目计划于 2008 年开工,预计 2009 年起将有部分面积竣工,计划完全竣工日期 2011 年。该项目开发物业未来部分对外销售部分用于出租,预计 2009 年起实现对外销售。

4.8. 嘉兴世茂商业地产项目

嘉兴世茂商业地产项目,位于浙江省嘉兴市南侧,东临中环东路,西接一公里宽的城市中心绿化带,南临拟规划中的沪杭高速铁路枢纽嘉兴站,紧邻沪杭高速公路及乍嘉苏高速公路交汇处南湖出口,地理位置得天独厚,具有巨大的商业发展潜力。项目计划于该地块兴建大型商场、会议中心、精品商业街、电影城等。

项目总占地面积约 13.6 万平方米,预计开发规模为 26.7 万平方米物业。收购评估价为 1.55 亿,折合楼面地价不到 600 元/平米。该项目预计 2010 年起将有部分面积竣工。

4.9. 昆山世茂商业地产项目

昆山世茂商业地产项目地处长三角沪宁经济走廊中的新兴工商城市昆山市东部城市副中心核心区域,位于中国江苏昆山开发区前进东路 199 号,邻近规划建设中的城市景观公园。该项目集旅游、休闲、购物、娱乐为一体。

项目占地 12.7 万平方米,预计开发规模为 19.1 万平方米。项目预计总投资 10.2 亿元。该项目计划 2009 年开工,预计 2010 年初起将有部分面积竣工,计划完全竣工日期 2011 年 12 月。该项目开发物业未来部分对外销售部分用于出租,预计 2010 年初起实现销售。

4.10. 沈阳世茂商业地产项目

沈阳世茂商业地产项目,位于沈阳市核心城区黄金地段,有喜来登、万豪等高级酒店毗邻,是沈阳城市发展核心轴“金廊”的关键部位,计划建设优质商用和办公物业及相关配套设施,该地块也将从原来文体名胜发展成为东北地区现代服务业的新地标。

项目为占地 6.1 万平方米,规划建筑面积 96.7 万平方米的综合项目。收购评估价为 11.1 亿,折合楼面地价 1147 元/平米。该项目计划 2008 年开工,预计 2009 年起将有部分面积竣工,计划完全竣工日期 2012 年。该项目开发物业未来部分对外销售部分用于出租,预计 2009 年起实现销售。

4.11. 芜湖世茂商业地产项目

世茂滨江花园将在传承世茂“滨江模式”豪宅的基础上结合芜湖地块特点和地域文化进行创新,将景观、亲水、园林和建筑等各种元素完美融合,最终形成“豪宅、高档酒店、写字楼、商业街”组成的复合型多功能豪宅社区。

芜湖世茂商业地产项目位于芜湖滨江公园一期范围内,计划建设文化艺术中心、特色商业街等的商业地产项目。项目占地面积约 8 万平方米,预计开发规模为 13.3 万平方米。收购评估价为 1.92 亿,折合楼面地价 1445 元/平米。该项目预计 2010 年起陆续竣工。

4.12. 青岛世奥大厦

该项目位于青岛市南区,五四广场以东,佳世客广场以西,浮山湾景区,南临东海西路,北临香港中路,东临福州南路。地势平坦,交通比较便捷。项目将集办公楼、酒

店、服务式公寓以及商业于一身，发展成为独具特色和前瞻性的高档综合发展项目。项目总体规划为 2 幢超高层塔楼，为服务式公寓塔楼（339 米）和综合塔楼（260 米）。

公司与青岛世奥房地产开发公司于 2009 年 5 月联合竞得该地块土地开发使用权。本项目的规划用地面积 1.07 万平方米，包括公寓、写字楼、酒店和商业，预计建筑面积（含地下）24.8 万平方米。市南区是青岛市的政治、文化、商贸、金融、旅游及科研中心区域。在此区域内，共有约 65 栋写字楼、10 家 4-5 星级酒店以及约 15 家左右的大型商业项目。目前该区域住宅部分销售价格为 20,000-35,000 元/平方米左右，而写字楼的售价在 25,000 元/平方米左右。五四广场周边现有的海信广场、阳光百货、JUSCO，都具有较大的规模和较高的消费者认知度，正在招商中的两条地下商街和百丽广场也将进一步丰富中档和大众消费商业的供给量。而青岛世奥大厦作为该区域内大型综合体项目，也将是该区域及青岛市标志性建筑及高端商业营运场所。

4.13. 绍兴商业项目

绍兴世茂迪荡新城项目，位于绍兴市迪荡新城的重要窗口地段，总建筑面积 113 万余平方米，依托迪荡湖城市公园，将居住、商贸、办公、文化、休闲、娱乐等功能集于一体，依水而建。该项目建成后将成为一个大型的绿色生态的城市生活新中心，一个长三角地区独一无二的融国际化高档居住、综合性城市商业集群，及现代化文化休闲元素于一体的水上 CBD。

其中，绍兴世茂·迪荡新城国际商业中心位于迪荡新城商务区中轴胜利东路沿线。主要包括沿护城河的 14 万平方米大型购物中心和“湖滨 2008”国际名品街，它们与中部的写字楼板块一起组成一个庞大的商业集群，总建筑面积约 27 万平米。

5. 公允价值模式计量将为公司盈利注入新的增长动力

2009 年 6 月 12 日，公司第五届董事会第四次会议决议公告：同意公司会计政策变更及《投资性房地产公允价值计量管理办法（试行）》的决议。

采用公允价值模式计量的，应当同时满足下列条件：投资性房地产所在地有活跃的房地产交易市场；企业能够从房地产交易市场上取得同类或类似房地产的市场价格及其他相关信息，从而对投资性房地产的公允价值作出合理的估计。

采用公允价值模式计量后，公司将不再对投资性房地产计提折旧或进行摊销，而会以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。考虑到公司从 2010 年起不断有大量新的优质物业计入投资性房地产，公司公允价值变动收益将大幅增加。而且公司多数项目处于城市核心地段，具有较好的升值潜力，未来能够持续贡献收益。

6. REITs 相关政策的出台将成为公司股价上涨的催化剂

08 年 12 月，国务院在《关于当前金融促进经济发展的若干意见》中首次提出，将通过开展房地产信托投资基金试点来拓宽房地产企业融资渠道。我们预计 9、10 月份证监会推出的 REITs 相关政策可能出台，到时有望成为公司股价上行的催化剂。

REITs 可以发行后，公司融资渠道更加多样化。也可以吸引更多的资金进入商业地产，提高商业地产的估值。REITs 的出现降低了商业地产开发的风险，即使因为经济形势的变化导致销售不畅，公司同样能够获得稳定的现金流入。

7. 启动定向增发，加快项目进度

7月14日公司公告将进行定向增发。本次非公开发行股票发行价格不低于公司第五届董事会第六次会议决议公告前20个交易日公司股票交易均价的90%，即13.81元/股；本次非公开发行在扣除发行费用后将不超过20亿元，发行数量不超过15,000万股。本次发行募集资金将用于青岛世奥大厦项目、江苏常熟世茂世纪中心项目、苏州世茂运河城商业项目、北京世茂国际中心项目等四个项目及补充流动资金。

本次定向增发融资将进一步增强公司资本实力，改善公司财务状况，并加快项目进度，提高公司盈利水平，从而增强公司发展后劲。

8. 投资建议

公司10年业绩将获得爆发式增长，预计09、10、11年的净利润分别为5.15亿、14.05、15.46亿，对应的每股收益分别为0.44、1.20、1.32元/股（其中公允价值变动分别贡献0.22、0.43、0.46元/股），当前的RNAV估值为19.4元/股，考虑到公司业绩的快速增长，给予6个月目标价20元，买入-A的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-9-6		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,241.5	477.3	1,338.8	3,666.0	4,149.9	成长性					
减: 营业成本	671.2	265.4	649.5	1,440.2	1,660.0	营业收入增长率	-41.5%	-61.6%	180.5%	173.8%	13.2%
营业税费	156.4	43.5	140.6	491.0	539.5	营业利润增长率	-35.0%	-50.1%	524.3%	167.4%	11.2%
销售费用	40.6	17.0	46.9	128.3	145.2	净利润增长率	-44.7%	-8.0%	742.8%	173.1%	10.0%
管理费用	48.3	39.6	53.6	146.6	166.0	EBITDA 增长率	-26.7%	-51.9%	472.2%	165.2%	16.8%
财务费用	69.2	24.1	43.4	105.9	143.9	EBIT 增长率	-26.6%	-53.4%	451.7%	166.1%	12.4%
资产减值损失	8.2	-1.7	-5.3	4.9	4.8	NOPLAT 增长率	-23.5%	-39.9%	385.7%	165.9%	12.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	360.0	710.0	800.0	投资资本增长率	-46.6%	141.9%	44.2%	334.8%	9.8%
投资和汇兑收益	-0.1	34.0	-	-	-	净资产增长率	19.6%	-2.9%	393.0%	16.9%	16.1%
营业利润	247.4	123.4	770.1	2,059.1	2,290.5	利润率					
加: 营业外净收支	1.2	21.1	-	-2.0	-	毛利率	45.9%	44.4%	51.5%	60.7%	60.0%
利润总额	248.6	144.4	770.1	2,057.1	2,290.5	营业利润率	19.9%	25.8%	57.5%	56.2%	55.2%
减: 所得税	108.8	42.9	192.5	514.3	572.6	净利润率	5.3%	12.8%	38.4%	38.3%	37.3%
净利润	66.4	61.0	514.5	1,405.1	1,546.1	EBITDA/营业收入	26.3%	32.9%	67.1%	65.0%	67.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	25.5%	30.9%	60.8%	59.1%	58.7%
货币资金	790.6	400.8	7,887.1	2,408.3	2,821.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	31	75	181	216	346
应收帐款	30.6	118.3	201.7	552.4	625.3	流动营业资本周转天数	154	398	-78	105	276
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	688	1,467	1,712	1,133	1,079
预付帐款	36.3	92.2	274.0	490.1	656.1	应收帐款周转天数	5	11	3	3	5
存货	1,240.7	1,179.2	2,579.1	8,679.5	8,640.0	存货周转天数	433	919	507	553	751
其他流动资产	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4	总资产周转天数	873	2,203	2,469	1,690	1,733
可供出售金融资产	414.2	292.6	438.9	438.9	438.9	投资资本周转天数	242	749	461	532	801
持有至到期投资	125.0	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.2	0.2	0.6	0.7	0.8	ROE	8.9%	6.7%	7.7%	17.6%	16.9%
投资性房地产	14.9	13.9	730.0	876.0	1,051.2	ROA	4.5%	3.7%	3.7%	8.2%	8.1%
固定资产	103.4	95.8	1,250.8	3,138.5	4,842.0	ROIC	19.2%	21.6%	43.4%	80.1%	20.7%
在建工程	299.0	465.1	2,218.5	2,109.3	2,054.6	费用率					
无形资产	25.0	24.3	22.8	21.4	20.0	销售费用率	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	46.2	32.0	45.9	46.0	46.0	管理费用率	3.9%	8.3%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	3,127.6	2,714.7	15,650.0	18,761.4	21,196.4	财务费用率	5.6%	5.1%	3.2%	2.9%	3.5%
短期债务	200.0	100.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	三费/营业收入	12.7%	16.9%	10.7%	10.4%	11.0%
应付帐款	746.3	594.3	1,100.9	2,583.9	3,153.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	50.0%	44.1%	52.2%	53.4%	52.1%
其他流动负债	330.0	-56.4	3,491.6	3,858.2	4,314.7	负债权益比	100.2%	78.9%	109.2%	114.6%	108.8%
长期借款	100.0	385.0	1,385.0	1,385.0	1,385.0	流动比率	1.53	2.39	1.63	1.42	1.33
其他非流动负债	97.0	64.3	83.5	83.5	83.5	速动比率	0.62	0.81	1.25	0.40	0.43
负债总额	1,565.4	1,197.6	8,170.4	10,020.0	11,046.3	利息保障倍数	4.58	6.12	18.73	20.45	16.92
少数股东权益	344.1	348.4	411.4	549.1	720.9	分红指标					
股本	478.4	478.4	1,170.6	1,170.6	1,170.6	DPS(元)	0.02	0.02	0.09	0.24	0.26
留存收益	739.8	690.4	5,897.6	7,021.7	8,258.6	分红比率	36.0%	39.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,562.3	1,517.1	7,479.6	8,741.4	10,150.1	股息收益率	0.1%	0.1%	0.6%	1.7%	1.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	139.8	101.5	514.5	1,405.1	1,546.1	EPS(元)	0.06	0.05	0.44	1.20	1.32
加: 折旧和摊销	10.9	10.3	85.2	218.7	348.8	BVPS(元)	1.33	1.30	6.39	7.47	8.67
资产减值准备	8.2	-1.7	-5.3	4.9	4.8	PE(X)	253.8	275.9	32.7	12.0	10.9
公允价值变动损失	-	-	360.0	710.0	800.0	PB(X)	10.8	11.1	2.3	1.9	1.7
财务费用	50.4	69.2	9.8	43.4	105.9	P/FCF	30.0	-31.7	6.0	-3.1	24.5
投资收益	0.1	-34.0	-	-	-	P/S	13.6	35.3	12.6	4.6	4.1
少数股东损益	73.4	40.5	63.1	137.7	171.8	EV/EBITDA	19.1	45.3	13.1	7.3	6.1
营运资金的变动	310.4	-782.7	2,407.1	-4,817.1	826.9	CAGR(%)	122.6%	156.7%	49.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	504.0	-665.6	3,468.0	-2,234.8	3,842.2	PEG	2.1	1.8	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-125.2	164.9	-3,147.5	-2,001.2	-2,001.2	ROIC/WACC	2.1	2.4	4.8	8.9	2.3
融资活动产生现金流量	-166.3	110.8	8,241.5	-386.9	-453.1	REP	5.0	2.1	1.2	0.2	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA (McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。

李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人
0755-82558084	lijin@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034