

地产巨擘，杨帆启航

苏宁环球 (000718)

评级: 买入 (首次)

股价: 12.65 元

目标价位: 18 元

调研简报

2009 年 9 月 21 日 星期四

桂长元

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

房地产行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	18 元
升值潜力 (%)	42
目标价确定日期:	2009-9-21

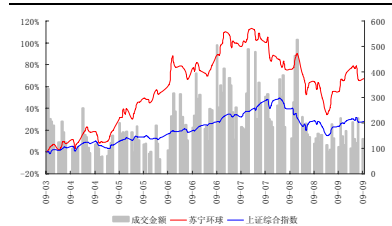
重要数据

总股本(亿股)	17.0
流通股本(亿股)	9.21
总市值(亿元)	217.4
流通市值(亿元)	117.6

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	1.3	1.1
3 个月	-5.0	-8.0
6 个月	82.2	52.2

最近 6 个月相对上证综指走势



投资要点

- 公司 05 年借壳 ST 吉纸上市，主营房地产开发经营业务，大股东苏宁环球集团为江苏大型民营企业。公司于 05 年通过借壳 ST 吉纸上市，证券简称变更为“苏宁环球”，并于 07 年实施非公开发行注入资产，08 年实施重大资产重组。公司现主营房地产开发、城市基础设施建设、教育及相关产业投资等业务。公司与苏宁电器 (002024) 为关联企业，大股东苏宁环球集团是一家集房地产开发、酒店经营、物业管理为一体的大型民营企业。
- 公司属全国二线地产龙头，大盘开发经验丰富，发展战略是“深耕南京、立足江苏、布局全国”。公司 1987 年成立于南京，已经在本地树立了良好的品牌形象，目前项目主要分布在上海、无锡、吉林等地，属于全国二线地产龙头。公司产品特征是大盘开发附带高附加值别墅，威尼斯水城、南京天润城与吉林天润城都是总建面超过 350 万平米的超级大型楼盘，这可以实现规模经济效应降低开发成本，公司已经在大盘开发方面积累了丰富的经验。
- 土地储备权益总建面高达 1250 万平米，规模仅次于万科与保利，且土地成本十分低廉。据统计，目前公司土地储备权益总建面 1250 万平米，在 A 股房地产公司中名列前茅，规模仅次于万科 (权益总建面 2079 万平米) 与保利 (权益总建面 2760 万平米)。公司拿地时间较早，成本极其低廉。例如，威尼斯水城于 02 年取得，土地出让成本 14 万元/亩 (单位地价 210 元/平米)，而 07 年 3 月拍卖的附近某地块单位地价已经上升到 2245 元/平米！南京天润城、吉林天润城的楼面地价分别只有 374 元/平米、280 元/平米，这为实现项目高毛利奠定了坚实的基础。公司继续在各地谋求拓展，目前南京、无锡、昆明的一级土地开发项目也正与政府积极磋商。
- 目前浦口已设计好江北新城建设“路线图”，实施“三步走”战略，规划中的地铁三号线将大幅提升江北楼盘价值。根据南京市政府规划，自 09 年始的三年内，浦口区将着力实施重大基础设施启动、推进和完善。目前浦口已设计好江北新城建设的“路线图”，实施“三步走”战略，即“三年打基础、五年拉框架、十年立新城”。南京地铁三号线 (建设周期 3 年) 预计明年 4 月开工建设，过江后依次在威尼斯水城、天润城、天华硅谷设立站点，保守估计，建成后房价至少可提高 2000 元/平米。
- 半年报显示，公司负债结构合理，现金较为充裕，财务状况十分稳健。公司财务状况十分稳健，2009 公司半年报显示，资产负债率 69.2%，若扣除 22.9 亿元预收账款，真实资产负债率 38.0%，净负债率 35.1%，负债率在行业内处于低位。截至 2009 年 6 月 30 日，公司短期借款 1.77 亿元，长期借款 6.65 亿元，一年内到期的非流动负债 4.45 亿元，负债结构比较合理。公司目前现金也较为充裕，拥有货币资金 15.9 亿元，较年初数增长了 101.8%。

□ 目标价 18 元，存在 42% 上涨空间，首次给予公司“买入”投资评级。未来 5 年，公司项目结算将进入收获期，预计收入年复合增长率将超过 50%。我们预计公司 09/10/11 年主营业务收入分别为 34.3 亿元、52.1 亿元、80.3 亿元，按目前 17 亿总股本计算，可分别贡献 EPS0.53 元、0.74 元和 1.17 元，对应 PE 分别为 24.0X、17.2X、10.8X。绝对估值方面，根据假设开发法和市场比较法，保守估计公司 RNAV 为 12.4 元，与目前股价基本持平。综合以上两种估值方面，考虑到 2010 年地铁三号线建设开工后房价将持续上涨，公司 RNAV 将面临全面重估，我们设定公司目标价 18 元/股，相对目前股价还有 42% 的上涨空间，首次给予公司“买入”的投资评级。

表 1: 公司 RNAV 重估

所属城市	楼盘/地块名称	土地用途	取得时间	股权比例	占地面积 (万平米)	总建面(万 平米)	未结算面积 (万平米)	楼面地价(元 /平米)	销售均价 (元/平米)	权益净增值 (万元)
上海市	长风地区 5B 地块	商业金融、商业办公、文化娱乐用地	2009.8.27	100%	4.0	9.9	9.9	9851	30000	53,460
南京市	NO.2009G27	商住混合用地	2009.8.11	100%	3.8	6.1	6.1	4398	12000	11,699
南京市	NO.2009G30	住宅用地	2009.8.11	100%	0.9	1.5	1.5	7142	12000	2,849
吉林市	吉林天润城	商住、住宅用地	2008.4.29	100%	386.7	580.0	580.0	280	4000	580,000
上海市	青浦区朱家角镇复兴路	住宅类	2007.12.12	100%	48.0	12.0	12.0	5219	15000	35,975
南京市	天润城	住宅用地	2003	100%	266.0	360.0	260.0	374	5500	429,000
南京市	天华硅谷	住宅用地	2003	100%	32.9	58.0	58.0	714	5300	76,850
南京市	威尼斯水城	住宅用地	2002	84%	303.0	454.0	370.0	139	6000	666,000
南京市	天华绿谷 A 组团	住宅用地	2003	100%	4.0	7.2	7.2	807	5200	8,923
南京市	浦东大厦	商住、住宅用地	2007	84%	0.8	7.8	7.8	63	7200	16,870
合计(万元)										1,881,626
2009 年中期净资产(万元)										225,445
总股本(万股)										170,266
RNAV(元)										12.4

图 1: 公司土地储备地域分布

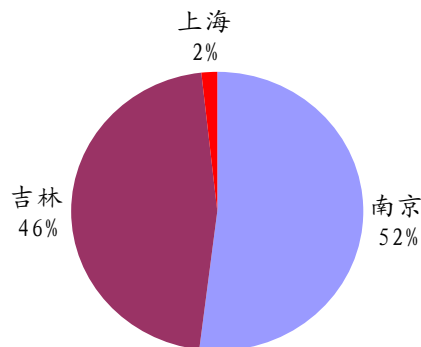


表 2: 公司利润预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1068.6	1277.8	2285.6	3428.4	5211.1	8025.1
二、营业总成本	942.7	964.4	1481.3	2114.1	3322.7	5039.7
营业成本	848.5	819.5	1071.5	1511.3	2397.1	3611.3
营业税金及附加	56.0	89.9	273.4	418.3	646.2	1011.2
销售费用	23.0	30.8	79.3	109.7	172.0	256.8
管理费用	18.4	27.1	45.3	65.1	99.0	152.5
财务费用	(3.9)	(3.1)	10.8	9.2	8.1	7.5
资产减值损失	0.8	0.1	1.1	0.5	0.3	0.4
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益			(0.0)			
投资净收益	(15.1)	(15.1)	(15.1)	(15.1)	(15.1)	(15.1)
四、营业利润	110.9	298.3	789.1	1299.2	1873.4	2970.4
加: 营业外收入	3.2	4.4	1.8	2.7	2.8	2.7
减: 营业外支出	0.5	2.5	7.9	3.9	4.0	3.8
五、利润总额	113.6	300.2	783.0	1298.0	1872.2	2969.3
减: 所得税	31.2	74.8	214.1	323.5	499.9	783.9
六、净利润	82.4	225.4	569.0	974.5	1372.3	2185.4
减: 少数股东损益	5.1	12.5	49.0	75.2	118.0	187.9
归属于母公司所有者的净利润	77.3	213.0	520.0	899.3	1254.3	1997.5
七、总股本(百万股)	491	1419	1419	1703	1703	1703
八、基本每股收益(元)	0.16	0.44	0.4	0.53	0.74	1.17

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、栖霞建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122