

动态报告

房地产

房地产开发

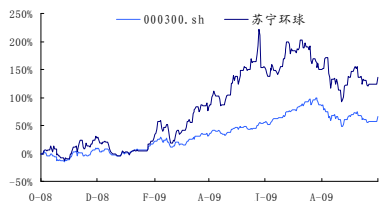
苏宁环球(000718)
推荐

调研简报

(维持评级)

2009年10月14日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	12.35
总股本/流通 A 股(百万股)	1,702.66/920.66
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	21,027.86/11,370.17
上证综指/深圳成指	2,894.48/11,743.89
12 个月最高/最低(元)	17.27/4.64

财务数据

净资产值(百万元)	2,195.81
每股净资产(元)	1.29
市净率	9.58
资产负债率	69.24%
息率	0.97%

相关研究报告:

《苏宁环球:拿地能力突出、销售势头良好,调高未来业绩预期》——2009-9-2
 《苏宁环球中报点评:中期业绩略低预期,但全年增长仍无虞》——2009-7-21
 《苏宁环球:未来仍将高成长 090429》——2009-4-29

分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130833-1853

E-mail: ourm@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

更新报告

竞争优势突出,价值低估

●前瞻性战略保证公司长远发展

公司发展战略秉承其一贯执行的“五星”战略,围绕“成为中国城市化进程的最大受益者”这一核心战略,其区域战略、产品战略、品牌战略、拓展战略既具备可行性、也富有前瞻性。其发展规划着眼于长远,目前实施情况良好,包括三方面:在国内重点城市复制大盘开发模式(南京、吉林)、积极开拓一线城市业务机会(上海)、开发高端产品以丰富产品线。

●核心竞争优势突出

公司拥有充足的土地储备(权益储备建面 1368 万平米,加上潜在项目,将突破 2000 万平方米,比肩万科、保利等全国龙头)、低廉的土地成本(威尼斯水城地价仅 15 万/亩、天润城 45 万/亩,而浦口区住宅用地地价在 200 万元/亩左右)、优秀的成本控制能力、超强的盈利能力(毛利率 53%远高于行业平均水平 37%)、苏宁品牌优势和丰富的产品线。

●多重因素提升公司价值

主要项目均位于南京江北核心地段,将充分享受南京江北跨越式发展成果,江北房价提升空间大;产品以市场主流需求为导向,受行业波动影响较小;拿地能力突出,可多渠道获取优质项目;拥有丰富的销售资源和待结算面积;新项目和大股东注入资产也将为公司提供新的业绩增长机会。

●定向增发将助力公司发展,未来三年高速增长可期

公司计划定向增发募集资金约 43 亿元投入威尼斯水城三期等 8 个项目,若能成功实施,将助力公司发展。我们对公司未来实现高增长充满信心,按目前股本测算,09-11 年净利润分别为 10.3 亿、17.1 亿和 24.2 亿元,EPS 分别为 0.61 元(21x)、1.01 元(12.3x)、1.42 元(8.7x),RNAV15.70 元,维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,051.58	2,285.58	4,278	6,488	9,291
(+/-%)	91.98%	11.41%	87.2%	51.7%	43.2%
净利润(百万元)	287.53	519.97	1031	1713	2421
(+/-%)	271.97%	80.84%	98.2%	66.2%	41.3%
每股收益(元)	0.59	0.37	0.61	1.01	1.42
EBIT Margin	14.77%	35.02%	37.0%	36.9%	37.1%
净资产收益率(ROE)	28.03%	26.81%	38.7%	21.3%	24.8%
市盈率(PE)		33.70	20.9	12.3	8.7
EV/EBITDA		21.93	20.9	15.7	12.5
市净率(PB)		9.04	8.08	3.16	2.61

长期战略具备可行性和前瞻性,发展规划着眼长远

公司远期发展战略秉承其一贯执行的“五星”战略（图1），围绕“成为中国城市化进程的最大受益者，满足和谐城市化进程中的居住需求”这一核心战略，其区域战略、产品战略、品牌战略、拓展战略既具备可行性、也富有前瞻性。

图 1: 苏宁环球“五星”战略



资料来源：国信证券经济研究所调研

公司发展规划包括三个方面：在国内重点城市复制大盘开发模式、积极开拓一线城市业务机会、开发高端产品以丰富产品线。

- 1、公司有丰富的大盘开发经验,在国内重点城市复制大盘开发模式方面,公司选择大盘项目强调“城市近郊,规模大,成本低”,同时有利于大幅增加土地储备,公司近期将在南京、无锡、吉林、昆明等地复制大盘开发模式。
- 2、公司已具备在一线城市参与竞争的经验与资金实力,在积极开拓一线城市业务机会方面,公司认为开拓一线城市业务机会是进入一线地产蓝筹的表现,公司利用苏宁大品牌,将住宅与商业地产结合,充分体现其竞争优势,上海是苏宁环球全国布局战略的重要基地之一,公司已在上海储备两个优质项目。
- 3、公司认为开发高端产品有利于提升竞争力,在开发高端产品、丰富产品线方面,公司拥有充足的高端项目人才并与国际知名企业合作,公司已储备上海朱家角、长风项目,大股东佛手湖高端住宅项目在时机成熟时将注入上市公司。

核心竞争优势突出

公司拥有充足的土地储备，低廉的土地成本、优秀的成本控制能力、强大的盈利能力、苏宁品牌优势和丰富的产品线。

土地储备丰富。公司现有土地权益储备建筑面积达到1368万平方米，分布在南京、上海、吉林等地。

表1：苏宁环球现有项目储备

项目	权益	性质	占地面积(亩)	建筑面积(万平)	已结算(万平)	储备建筑面积	权益储备建筑面积
南京天润城	100%	住宅	4292	429	110	319	319
南京威尼斯水城	84%	住宅	4540	450	50	400	336
南京浦东大厦	84%	住宅/商业	12	7.8	0	7.8	6.6
南京天华硅谷	100%	住宅/商业	492	60	0	60	60
南京天华绿谷	100%	住宅	118	14	0	14	14
南京栖霞项目	100%	住宅/商业	57	6.1	0	6.1	6.1
南京下关项目	100%	住宅	14	1.5	0	1.5	1.5
南京玄武项目	100%	住宅	104	5.6	0	5.6	5.6
吉林天润城	100%	住宅	5800	586	0	586	586
上海长风项目	100%	商业	59	9.8	0	9.8	9.8
上海朱家角项目	100%	别墅	720	23	0	23	23
合计			16208	1516.8	160	1356.8	1367.6

资料来源：国信证券经济研究所调研

除现有项目外，公司还计划在南京、上海、无锡、苏州、杭州、昆明等地继续储备优质项目，大股东的佛手湖等优质项目也将在时机成熟时注入上市公司。这些项目占地面积相当于公司现有项目的总和。

土地成本低廉。公司获取土地储备具战略眼光，通过配合政府的新区开发计划，以较低的价格储备了大量的优质项目。由于公司具有强大的集团支持，企业实力和苏宁品牌因素成为政府挑选优质开发商的首选，在全国性扩张进程中，公司能不断获取质优价廉的项目。

表2：苏宁环球储备土地价格低廉

项目	土地成本	最新拍卖土地
南京天润城	45万元/亩	2009年5月26日，浦口区拍卖2块住宅用地，成交价分别为147万元/亩和171万元/亩。
南京威尼斯水城	15万元/亩	
南京天华硅谷	66万元/亩	
上海长风项目	9851元/平方米	2009年9月10日，中海地产拍得的与公司项目相邻的住宅用地楼面地价为22409元/平方米。

资料来源：国信证券经济研究所调研

成本控制能力强。由于公司大盘开发的特征，建安成本低于江苏省物价定额平均水平；并且大盘建设和复制也有利于公司节约设计成本，并能有效对比各项目成本变化。另外，南京地区期房销售的方式也节约了巨额财务费用。

表3: 苏宁环球三项费用占营业收入比例较低

公司名称	经营费用占主营收入 %	管理费用占主营收入 %	财务费用占主营收入 %	三项费用占主营收入 %
万科A	4.54	3.74	1.60	9.88
招商地产	6.34	5.69	0.87	12.90
金地集团	4.18	4.90	2.6	11.68
栖霞建设	2.27	4.71	3.78	10.76
市场平均	3.43	8.07	3.62	15.12
苏宁环球	3.47	1.98	0.47	5.92

资料来源: WIND

盈利能力强, 充足的土地储备保障了公司持续快速发展、低廉的土地成本和优秀的成本控制能力保证了公司的毛利率和净利润率水平远高于行业平均水平。

表4: 苏宁环球盈利能力较强

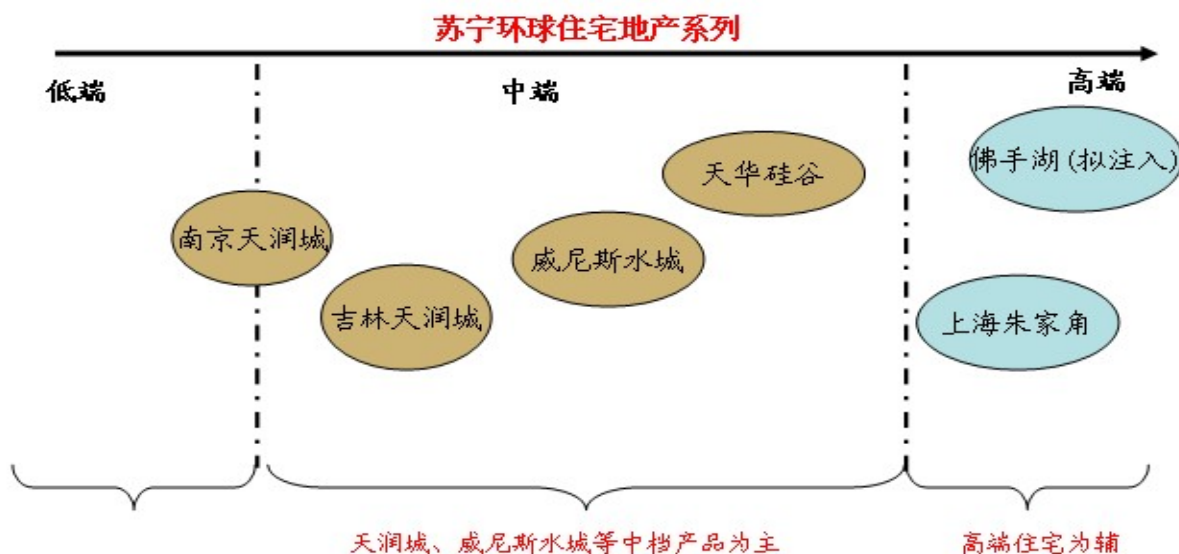
公司名称	销售毛利率 %	销售净利润率 %
万科A	39	9.84
招商地产	41.29	34.36
金地集团	43.14	8.61
栖霞建设	40.44	11.80
市场平均	37.21	12.34
苏宁环球	53.12	22.75

资料来源: WIND

品牌优势明显。公司有较强的品牌号召力, 在开发项目的同时, 引入了电器连锁、百货、五星级酒店等配套设施; 苏宁品牌的连锁优势, 有利于提升公司项目的整体竞争力, 从而获取更多优质项目。

产品线丰富。公司产品以中等档次的大盘社区为主, 以高端住宅为辅, 通过不同产品线定位, 对应不同的客户群体, 服务于苏宁环球的战略发展。

图 2: 苏宁环球产品线



资料来源: 国信证券经济研究所

多重因素提升公司价值

一、主要项目均位于南京江北核心地段，将充分分享江北跨越式发展的成果

南京市政府提出了“一城三区”的城市建设规划，城市发展战略“以江为轴、跨江发展、呼应上海、辐射周边”的，根据政府远景规划，江北定位于南京“一城三区”中的“三区”之一，是南京重要的和重点发展的新城区，受益于“跨江发展”和“沿江大开发”等长期战略，目前江北现代化新市区的轮廓已清晰可见，通过5年左右的时间，江北将雕琢成南京的江畔明珠，公司主要项目均位于江北核心地段；

二、交通改善提升江北房价

地铁：地铁三号线2010年5月全面开工建设，预计2014年建成。连接浦口—主城—东山，连接京沪铁路、南京站、南京南站和禄口机场等交通节点，加强主城与浦口新市区之间联系，经过公司威尼斯水城、南京天润城、天华硅谷项目。其他过江轨道还有：地铁一号西延线、四号线、江北轻轨；

隧道：包括长江过江隧道和长江过江第二隧道，其中长江过江隧道今年8月中旬已经贯通，2010年上半年通车，过江不超过5分钟，到省政府在15分钟左右，江北与主城的“时空距离”将被极大拉近；长江过江第二隧道：将于2009年底开工，建设工期为三年；

地铁和过江隧道建成后，将进一步延伸、扩大江北地区的交通网络，从根本上将浦口纳入“市内交通”范畴，并大大推进江南江北一体化发展，在交通便捷的前提下，江北房地产将对主城居民产生很大吸引力，使江北的房地产发展有了强劲的推动力，江北房价从几年前的不到2000元，上涨至目前的5000元以上，而仅仅是一江之隔的下关区，房价在10000元以上，未来江北房价上涨的空间非常大。

表5：南京江北江南房价对比

下关区	房价(元/平米)	浦口区	房价(元/平米)
卢龙山庄	9000 - 11000	威尼斯水城	5000 - 6500
金域中央	9000 - 10000	天润城	5100
中海凯旋门	14000 - 16000	天华硅谷	5300

资料来源：国信证券经济研究所调研

三、南京市场刚性需求强，公司产品适合市场主流需求

- 1、南京房地产市场刚性需求强烈，新增户籍人口和周边地区人口成为南京房市的重要购买力量；
- 2、南京旧城区改善性住房需求很大；
- 3、南京市区发展已很充分，可供开发的土地资源非常有限；
- 4、江北是距离南京市区最近的新区；
- 5、公司产品以市场主流需求为导向，受行业波动的影响较小，南京的威尼斯水城、天润城、天华硅谷销售量均位于近几年南京房地产市场前茅。

图 3: 未来江北地区交通将十分便捷



资料来源：国信证券经济研究所调研

四、公司拿地能力突出，可多渠道获取优质项目

- 1、公司不局限于招拍挂方式获取土地储备，将通过参与新区开发、前期项目规划、收购项目公司股权等方式获取优质项目；
- 2、公司近期将在南京、无锡、昆明等地获取大盘优质项目；
- 3、公司已在上海中环线内获取优质项目；
- 4、大股东承诺在手续完备后，将优质项目佛手湖注入上市公司，该项目位于老山国家级森林公园，是罕有的稀缺资源，计划建设成高档别墅，预计利润非常可观。

五、丰富的销售资源和待结算面积

- 1、威尼斯水城等多个项目保证五年内丰富的销售资源；
- 2、南京天润城为 2008 年南京市全年销售冠军，吉林天润城为 2008 年吉林市全年销售冠军，天华硅谷为南京市 2009 年上半年销售冠军；
- 3、南京和吉林项目均为期房销售，只要市场有需求，公司能快速提供产品；
- 4、目前公司待结算的面积已达到 100 多万平米。

表 7: 苏宁环球 09 年销售面积和待结算面积

项目名称	销售面积(万平米)	待结算面积(万平米)
威尼斯水城	30.4	28
南京天润城	27	37
天华硅谷	32	32
吉林天润城	21.6	21.6

资料来源：国信证券经济研究所调研

六、其他提升公司价值的重要积极因素

- 1、现有南京和吉林项目支持公司未来五年开发，保证公司业绩稳定增长；
- 2、新项目和股东注入资产为公司提供新的业绩增长机会；
- 3、南京浦口区房价有很大上升空间，是提升公司业绩的重要因素。

定向增发将助力公司发展，未来三年高速增长可期

公司定向增发不超过3.8亿股、发行价格不低于13.40元/股、募集资金不超过42.7亿元投入威尼斯水城三期等8个项目（如表8），若能成功实施，将有利于公司加快现有项目的开发速度和周转速度、提升竞争力，并能优化资本结构、改善财务状况。我们对公司未来实现高增长充满信心，未来三年业绩预测：按增发后股本摊薄，09-11年EPS分别为0.50元（21x）、0.85元（12x）、1.12元（9x），RNAV14.30元，维持“推荐”评级，盈利预测及估值见附表1。

表 8：苏宁环球募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	南京威尼斯水城三期之九、十街区项目	84,597.04	57,400.00
2	南京威尼斯水城十三、十四、十五街区项目	170,763.30	121,100.00
3	南京威尼斯水城沿江高层A 组团项目	33,517.76	22,300.00
4	浦东大厦项目	27,673.36	19,400.00
5	南京天润城四期之十二、十四街区项目	191,598.47	122,400.00
6	天华硅谷三街区项目	49,092.03	26,500.00
7	天华硅谷A 组团项目	22,156.22	10,200.00
8	吉林天润城三、四街区项目	74,349.78	47,600.00
合计		653,747.96	426,900.00

资料来源：国信证券经济研究所调研

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	790	3000	3000	3000
应收款项	65	234	356	509
存货净额	4792	8924	13472	19239
其他流动资产	277	2139	3244	4646
流动资产合计	5924	14298	20072	27394
固定资产	199	186	173	159
无形资产及其他	16	15	15	14
投资性房地产	243	243	243	243
长期股权投资	0	20	40	60
资产总计	6382	14763	20542	27871
短期借款及交易性金融负债	695	8072	6552	9711
应付款项	1327	383	578	825
其他流动负债	2176	3314	4956	7079
流动负债合计	4198	11769	12085	17615
长期借款及应付债券	200	200	200	200
其他长期负债	0	10	20	30
长期负债合计	200	210	220	230
负债合计	4398	11979	12305	17845
少数股东权益	44	123	177	271
股东权益	1939	2661	8060	9755
负债和股东权益总计	6382	14763	20542	27871

关键财务与估值指标				
每股收益	0.37	0.61	0.85	1.20
每股红利	0.02	0.18	0.25	0.36
每股净资产	1.37	1.56	4.00	4.84
ROIC	36%	22%	18%	20%
ROE	27%	39%	21%	25%
毛利率	53%	53%	53%	54%
EBIT Margin	35%	37%	37%	37%
EBITDA Margin	36%	37%	37%	37%
收入增长	79%	87%	52%	43%
净利润增长率	144%	98%	66%	41%
资产负债率	69%	81%	60%	64%
息率	0.2%	1.7%	2.9%	4.1%
P/E	34.5	20.9	14.9	10.5
P/B	9.2	8.1	3.2	2.6
EV/EBITDA	27.3	20.9	15.7	12.5

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2286	4278	6488	9291
营业成本	810	1538	2247	3200
营业税金及附加	273	471	779	1115
销售费用	79	128	162	232
管理费用	45	86	130	186
财务费用	11	(23)	(36)	(36)
投资收益	(15)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	(262)	(471)	(779)	(1115)
营业利润	789	1607	2428	3479
营业外净收支	(6)	0	0	0
利润总额	783	1607	2428	3479
所得税费用	214	418	607	870
少数股东损益	49	158	107	188
归属于母公司净利润	520	1031	1713	2421

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	520	1031	1713	2421
资产减值准备	1	(1)	0	0
折旧摊销	12	14	14	14
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	11	(23)	(36)	(36)
营运资本变动	(669)	(5961)	(3926)	(4942)
其它	45	80	54	94
经营活动现金流	(89)	(4837)	(2145)	(2413)
资本开支	(134)	0	0	0
其它投资现金流	0	(1)	0	0
投资活动现金流	(134)	(21)	(20)	(20)
权益性融资	680	0	4200	0
负债净变化	(70)	0	0	0
支付股利、利息	(28)	(309)	(514)	(726)
其它融资现金流	367	7377	(1521)	3159
融资活动现金流	850	7068	2165	2433
现金净变动	627	2210	0	0
货币资金的期初余额	163	790	3000	3000
货币资金的期末余额	790	3000	3000	3000
企业自由现金流	(82)	(4774)	(2119)	(2346)
权益自由现金流	215	2619	(3612)	840

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

免责声明

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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				