

世茂股份（600823）：低估值、高成长的商业地产龙头

增持（首次）

房地产/商业地产

当前股价：19.13 元

报告日期：2009 年 11 月 17 日

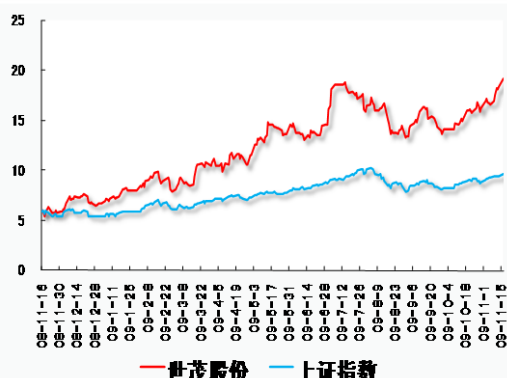
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	477	1250	6150	9250
(+/-)	-61.6%	161.9%	392.0%	50.4%
营业利润	123	255	1762	2725
(+/-)	-50.1%	106.7%	591.0%	54.7%
归属于母公司 的净利润	61	136	1152	1624
(+/-)	-8.0%	123.2%	745.1%	41.0%
每股收益（元）	0.05	0.12	0.98	1.39
市盈率（倍）	367	164	19	14

公司基本情况（2009 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	117060/47836
流通市值（亿元）	91.51
每股净资产（元）	5.18
资产负债率（%）	50.03

股价表现（最近一年）



天相房地产组

联系人—刘义、石磊

021-58824282-804 liuyi002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 我们上周三至周五参加了世茂股份组织的反向路演，实地考察了位于南京、芜湖、常熟、苏州和绍兴的商业地产项目，并和公司管理层进行了深入的沟通。这些项目主要有以下三个特点：

- **地段好：**这些项目均位于当地重点商圈、或者政府正在规划的商圈之内，商业资源比较充裕；并且，这些项目秉承统一的“滨江模式”，景观资源（尤其是江景）也比较丰富。
- **成本低：**公司之所以能够以较低的价格拿到较好地段的土地，原因在于“城市综合体”的开发模式，这种模式一方面有助于当地经济、就业和税收，政府在地价问题上有所让步；另一方面有效地减少了竞争者的数量。
- **标志性：**这些项目无论体量、定位，还是设计风格、建筑高度等等，在当地都是首屈一指的，有望成为当地的地标性建筑之一，项目附加值较高。

- **数年沉寂、一朝蜕变。**公司是世茂集团旗下两大上市平台之一（另一平台为世茂房地产、在香港上市），原来主要从事规模较小的以住宅为主的房地产开发业务，在A股房地产板块并不起眼（无论规模、还是业绩）。但2009年6月份资产重组完成之后，公司变身为A股商业地产龙头，成为世茂集团商业地产资本运作平台（而世茂房地产则专营住宅和酒店开发）。公司在沉寂了数年之后，终于迎来了集团的青睐和基本面的蜕变，未来几年将享受强劲的业绩增长。

- 我们对于公司的整体看法——这是一个值得长期配置的品种，并且中短期内也是有机会的，我们首次给予公司“增持”的投资评级。我们推荐公司的主要逻辑如下：

- **商业地产的长期发展潜力好于住宅：**随着中国经济的持续增长和经济结构的优化，消费升级和第三产业发展有望加速，配置商业地产板块将是分享中国经济崛起和结构优化的一个比较明智的选择。
- **宏观大环境短期内依然利多房地产：**经济还处于持续的复苏进程当中、流动性适度充裕依然延续、加息周期短期之内不会到来、人民币对外升值和对内通胀的预期越来越强烈。房地产作为一个典型的顺周期、高弹性、资产类行业，依然是2010上半年值得超配的板块。

- **住宅之后、还看商业地产。**在房地产细分行业中，商业地产类上市公司（尤其是持有物业型）将更明显的受益于人民币升值和通货膨胀，并且受政策扰动的影响较小，明年有望享受更为确切的业绩增长和更高的估值水平。
- **从微观层面来讲，公司基本面的质地也是非常不错的，主要体现在以下三个方面：**
 - ✓ **领先的行业地位。**公司是A股商业地产的龙头企业、已完成对东部沿海重点城市的战略性布局（东部沿海重点城市的经济结构和收入水平更有利于商业地产的发展）、并且具备丰富的价廉物美的土地储备（已有700万平米、中短期目标是1000万平米、土地储备规模在商业地产公司中居于首位）；**这些优势使得公司在A股地产板块显得较为“稀缺”。**
 - ✓ **突出的盈利性。**公司突出的盈利能力主要来自“低成本、高售价”。其中，较低的土地成本（我们估算公司土地储备平均楼面地价在1500元/平米左右）主要来自“城市综合体”的开发模式；较高的销售价格（商业物业建成之后平均售价预计将达到15000元/平米以上）主要来自公司较高的项目开发水平、较好的地段和丰富的景观资源等。我们初步估计公司的综合毛利率在50%-60%之间（扣除营业税金之前），大幅领先于行业平均水平（主流地产公司毛利率在30%—45%之间），并且具备持续提升空间（主要受益于物业增值导致的销售价格上涨）。
 - ✓ **卓越的成长性。**随着公司丰富的项目储备陆续进入结算周期，公司未来3-5年业绩将迎来较为强劲的业绩增长，我们初步预计公司2009-2011的EPS分别为0.12元、0.98元和1.39元，2011年净利润相较于2010年增长41%。
- **从二级市场估值来看，公司明显被低估：**以周一收盘价19.13元计算，公司2010PE仅为19倍，明显低于大盘（21倍左右）和行业的平均估值水平（主流地产公司2010PE在23倍左右）。
- **此外，公司还有两个看点值得关注。**
 - ✓ **公司有持续的融资需求。**公司2009年非公开增发仅融资20亿元用于4个项目、还有10几个项目需要大量的资金投入，未来几年资金缺口较大。所以，我们预计公司有持续的融资需求，公司未来几年努力经营、做好业绩的动力较强。
 - ✓ **商业地产产业链前向延伸。**公司在专业从事商业地产开发和经营的同时挺进百货领域：公司2008年开始布局“世茂百货”，目前已经成立牡丹江、沈阳、福州、苏州、上海、烟台、绍兴等“世茂系”百货子公司。这将进一步完善公司的产业链布局和收入结构，有利于培养新的增长点。
- **盈利预测：2009-2011EPS分别为0.12元、0.98元和1.39元。**
- 我们预计公司2009-2011年的收入分别为12.5亿元、61.5亿元和92.5亿元，分别同比增长161.9%、392.0%和50.4%。公司收入大幅增长主要得益于丰富的项目储备。
- 我们预计公司2009-2011年的毛利率分别为55%、56%和58%，环比逐步提升，主要得益于项目培育成熟之后销售价格逐步提升。
- 暂不考虑2009年非公开增发预案的摊薄作用，我们预计公司2009-2011年的EPS分别为0.12元、0.98元和1.39元。



● **投资评级：我们首次给予公司“增持”的投资评级。**

- 以周一收盘价19.13元计算，公司2009-2011的动态市盈率分别为164X、19X和14X，在估值上具备一定的优势。
- 我们看好商业地产行业的长期发展潜力、并且宏观大环境短期内仍然利多房地产。
- 公司具备领先的行业地位、突出的盈利性和卓越的成长性，
- **整体而言：我们觉得公司是一个值得长期配置的标的，而且中短期内也是有机会的，我们首次给予“增持”的投资评级。**
- **当前大盘和主流地产公司2010PE分别为21倍和23倍左右，考虑到公司领先的行业地位、突出的盈利性、卓越的成长性和在A股的相对稀缺性，我们认为公司应当享受一定的溢价，合理的2010PE应当在24-27倍之间，对应的价格区间为23.52-26.46元。**

● **股价短期刺激因素。**

- 公司信息披露更加规范和透明，此次反向路演后，市场可能提高对公司的业绩预期和投资评级。
- 市场近期对“具备较好投资项目的非公开增发”的地产股比较关注。

● **风险提示。**

- 大盘的系统性风险。
- 房地产政策的结构性调整预期可能持续压制地产板块走势。
- 商业地产开发本身固有的长周期、慢周转、高难度的风险。
- 公司开发项目的结算进度可能不达预期。
- 公司股票短期获利盘较重，股价面临调整压力。

图一：公司项目开发进度规划（单位：万平方米）

项目开发进度	2009E		2010E		2011E		2012E	
	开工	竣工	开工	竣工	开工	竣工	开工	竣工
世茂股份原有项目								
南京世茂滨江新城	0	0	17	10	18	17	15	18
昆山世茂华东商城	0	9	0	0	0	0	0	0
2009年新获取项目								
青岛世奥大厦	0	0	25	0	0	5	0	20
无锡地块								
厦门地块								
杭州地块								
世茂房地产置入项目								
常熟世茂世纪中心	0	8	11	2	10	11	11	10
苏州世茂运河城	0	0	9	10	2	9	18	2
北京世茂国际中心	21	0	0	4	0	17	0	0
上海世茂新体验	6	0	0	6	0	0	0	0
常州太湖东路项目								
徐州新都会商业广场	0	0	16	0	0	16	0	0
嘉兴世茂新世纪项目	0	0	0	0	0	0	15	0
昆山世茂国际城	0	0	0	0	10	0	0	10
沈阳世茂五里河	0	6	13	0	12	0	9	13
芜湖世茂滨江花园	0	3	0	9	0	0	0	0
北京世茂大厦								
绍兴迪荡新城项目	0	0	0	27	0	0	0	0
合计	27	26	91	68	52	75	68	73

资料来源：公司三季报、天相投顾整理

图二：公司未来几年持有面积和竣工面积（单位：万平方米）

自持竣工面积	2009E	2010E	2011E	2012E
芜湖世茂滨江花园	0	5	0	0
常熟世茂世纪中心	4	0	0	0
昆山世茂华东商城	9	0	0	0
北京世茂国际广场	0	0	6	0
苏州世茂运河城	0	5	0	0
徐州新都会商业广场	0	0	9	0
绍兴迪荡新城	0	18	0	0
持有面积	13	28	15	0
竣工面积	26	68	75	73
出售面积	13	40	60	73

资料来源：公司三季报、天相投顾整理

图三：公司土地储备和楼面地价

土地储备	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	权益比例	权益建面 (万平方米)	土地金额 (亿元)	楼面地价 (元/平方米)
世茂股份原有项目						
南京世茂滨江新城	55.3	165	50%	82.5	36.61	2219
昆山世茂华东商城	6.58	9.6	100%	9.6	1.05	1094
小计	61.88	174.6	53%	92.1	37.66	2157
2009年新获取项目						
青岛世奥大厦	1.07	24.69	75%	18.5	9.39	3803
无锡地块	7.14	30	25%	7.5	10.26	3420
厦门地块	3.05	27.04	51%	13.8	7.09	2622
杭州地块	6.25	25.02	100%	25.0	6.01	2402
小计	17.51	106.75	61%	64.8	32.75	3068
世茂房地产置入项目						
常熟世茂世纪中心	34.46	108	100%	108	4.87	451
苏州世茂运河城	9.25	46	100%	46	2.97	646
北京世茂国际中心	2.94	21.2	100%	21.2	10.05	4741
上海世茂新体验	42.82	37	100%	37	3.33	900
常州太湖东路项目	6.04	31	100%	31	1.69	545
徐州新都会商业广场	8.86	23	100%	23	1.65	717
嘉兴世茂新世纪项目	13.56	44	100%	44	1.27	289
昆山世茂国际城	12.68	26	100%	26	1.41	542
沈阳世茂五里河	6.1	95	100%	95	5.82	613
芜湖世茂滨江花园	8.03	12	100%	12	1.79	1492
绍兴迪荡新城项目	11.83	26.92	100%	26.92	3.20	1189
北京世茂大厦	0.72	7.22	100%	7.22	2.60	3607
小计	157.29	477.34	100%	477.34	40.65	852
合计	236.68	758.69	84%	634.3	111.06	1464

资料来源：公司公告、天相投顾整理

注：北京世茂大厦楼面地价为估算数据，假设土地金额为项目评估值的 30%

图四：公司项目定位和项目细分业态

项目	定位	细分业态
南京世茂滨江新城	城市综合体	住宅为主、配套少量商业、酒店和车库
昆山世茂华东商城	持有型商业	商业
青岛世奥大厦	城市综合体	住宅为主、配套少量商业、酒店、写字楼和车库
无锡项目	城市综合体	住宅、商业
厦门项目	城市综合体	住宅、商业
杭州项目	城市综合体	住宅、商业
常熟世茂世纪中心	商业综合体	酒店式公寓、商业、写字楼、车库
苏州世茂运河城	商业综合体	写字楼、酒店式公寓、酒店、商业、车库
北京世茂国际广场	商业综合体	商业、酒店式公寓、写字楼、车库
上海世茂新体验	商业综合体	商业、酒店
常州太湖东路项目	商业综合体	商业
徐州新都会商业广场	商业综合体	商业、酒店式公寓、车库
嘉兴世茂新世纪项目	商业综合体	商业、酒店式公寓、酒店、车库
昆山世茂国际城	商业综合体	商业、酒店式公寓、车库
沈阳世茂五里河	商业综合体	酒店式公寓、写字楼、商业、车库
芜湖世茂滨江花园	商业综合体	超市、百货、文化中心、步行街等
北京世茂大厦	持有型商业	商业
绍兴迪荡新城项目	商业综合体	商业、酒店

资料来源：公司公告、天相投顾整理

图五：公司盈利预测表

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	1241	477	1250	6150	9250
营业收入增长率	-41.5%	-61.6%	161.9%	392.0%	50.4%
减：营业成本	671	265	560	2700	3850
营业成本增长率	-44.9%	-60.5%	111.0%	382.1%	42.6%
综合毛利率	45.9%	44.4%	55.2%	56.1%	58.4%
营业税金及附加	156	44	250	1353	2220
销售费用	41	17	70	120	165
销售费用率	3.3%	3.6%	5.6%	2.0%	1.8%
管理费用	48	40	75	150	200
管理费用率	3.9%	8.3%	6.0%	2.4%	2.2%
财务费用	69	24	40	65	90
财务费用率	5.6%	5.1%	3.2%	1.1%	1.0%
资产减值损失	8	-2	0	0	0
期间费用率	12.7%	16.9%	14.8%	5.4%	4.9%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	34	0	0	0
二、营业利润	247	123	255	1762	2725
营业利润增长率	-35.0%	-50.1%	106.7%	591.0%	54.7%
加：营业外收入	25	22	0	0	0
减：营业外支出	23	1	0	0	0
三、利润总额	249	144	255	1762	2725
减：所得税费用	109	43	64	441	681
实际所得税率	43.8%	29.7%	25.0%	25.0%	25.0%
四、净利润	140	102	191	1322	2044
归属母公司净利润	66	61	136	1152	1624
归属母公司净利润增长率	-44.7%	-8.0%	123.2%	745.1%	41.0%
少数股东损益	73	40	55	170	420
EPS（摊薄、元）	0.06	0.05	0.12	0.98	1.39
股本（万股）	117060	117060	117060	117060	117060

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100