

全面转型第一年，成长空间巨大

推荐 首次评级

分析师：潘玮 邮箱：panwei@chinastock.com.cn 电话：010-66568212

1. 事件

近期我们对世茂股份进行了调研，实地调研了公司位于南京、芜湖、常熟、苏州、绍兴地区的地产项目并与公司管理层进行了深入的沟通。

2. 我们的分析与判断

(1) 公司是 A 股目前商业地产龙头，业务专注于商业地产，拟非公开发行募集 20 亿元

世茂股份前次发行股份购买资产暨重大资产重组已于 2009 年 6 月完成。通过前次发行股份，世茂股份获得了位于上海、北京、常熟、常州、苏州、徐州、嘉兴、昆山、沈阳、芜湖等地的总建筑面积约 400 万平方米的优质资产及商业地产项目，实现了公司在主要中心城市和经济发达地区商业及办公地产项目的战略性布局，并解决了世茂股份与实际控制人许荣茂先生所控制企业之前存在的同业竞争问题。由此，世茂股份已成为内地规模最大的专业化开发及经营商业及办公地产的龙头上市公司之一。

现在世贸集团地产业务形成了以世茂股份和世茂房地产两个业务明确的版块。世贸集团的商业项目归属世茂股份 (600823.SH) 旗下，住宅项目归属于世茂房地产 (0813.HK) 旗下，两个公司定位清晰，业务明确，为各公司今后专注于一个地产业务，做精做深做大提供了前提，也解决了企业之间的同业竞争问题，各个公司都面临发展的良好契机。

2009 年 7 月，公司公布了 09 年度非公开发行预案，拟向不超过十家特定对象发行不超过 15000 万股人民币普通股股票。本次非公开发行募集资金在扣除发行费用后将不超过 20 亿元，其中 17 亿元拟用于房地产项目开发及运营，其余 3 亿元用于补充流动资金，具体用途如下：

表 1 公司 7 月公布的非公开发行预案资金用途

序号	项目名称	预计总投资 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	青岛世奥大厦	398,768.35	80,000
2	江苏常熟世茂世纪中心	449,440.80	40,000
3	苏州世茂运河城商业	222,914.76	30,000
4	北京世茂国际中心	259,777.97	20,000
5	补充流动资金	30,000.00	30,000
合计	1,360,901.88	200,000	

资料来源：中国银河证券研究所

(2) 实地调研南京、常熟、苏州、绍兴项目，公司布局二线城市核心地段，未来潜力大

南京：世茂外滩新城

南京世茂外滩新城位于南京市下关区南通路 99 号，紧邻秦淮河入口，沿长江边的滨江大道展开约 2 公里，西侧濒临长江，南侧临三汊河，极具区位和景观的优势，是南京首个全江景国际品质的超大型全功能综合型高尚滨江新城，建成后将成为南京长江沿岸的标志性建筑群。

该项目总占地面积约 51 万平方米，规划总建筑面积约 150 万平方米，拥有 65% 的超高绿化率。社区是集 18 幢 24 至 57 层的高层和高层全江景住宅，南京距离长江最近的五星级江景酒店，八大世界风情主题园林及拥有著名商业品牌的沿江休闲商业中心、滨江市民文化广场、幼儿园、中小学、会所以及大型购物超市为一体的超大型全功能综合性高尚滨江新城。

项目分为两期。一期容积率 2.8，建筑面积 50 万平米，共五栋，05 年开盘，其中住宅面积 46 万平米，余下部分为五星级酒店，一期 5 栋除了 3 号楼还有 40% 未售，其余均以售完。当前销售价格 2 万元/平方米（精装修）。

二期共 13 栋楼，容积率 4，预计明年下半年开盘，先推 13 万平米，即 6、7 号楼，销售目标 20 亿元。二期准备开发 6-8 年。一二期土地成本共 35 亿元，合楼面地价 2300 元，建安成本大致为 6000 元每平米。

图 1 南京世茂外滩新城实景 1



资料来源：中国银河证券研究所

图 2 南京世茂外滩新城实景 2



资料来源：中国银河证券研究所

芜湖：世茂玫瑰坊，首开滨海商业先河

芜湖世茂商业项目之“世茂玫瑰坊”，首创了芜湖滨江商业模式；总面积约 4 万平方米新概念景观餐饮娱乐休闲商业街；接壤长江 2 公里壮阔江景线，置长江风水盛处，将长江景观资源与商业元素唯美融合，以完美的规划理念将商业沿江排布，打造浪漫新颖的滨江景观消费场所，让消费者在购物休闲之余一览长江的风情万种。不仅如此，“世茂玫瑰坊”在商业配套上也拥有强大的聚客能力。项目以世茂滨江花园作为背景、以长江岸线作为支撑，将成为未来芜湖城市的地标建筑。

本商业项目共分四部分，包括影院，运动休闲购物、健身中心、大剧院、流行百货、精品商铺和家庭休闲广场等。分为 A、B、C 三部分。A 区为 17000 平米的世茂百货时尚馆、B 区为约 19000 平米的世茂玫瑰坊新天地、C 区为约 12000 平米的世茂百货生活馆。余下为建筑面积 4 万平米的商业用地，包括影院、运动休闲购物以及建设中心。

项目占地面积 8 万平米，总开发规模 13 万平米。临江的商铺共 135 间，已售 19 间，均价 25000 元/平米。招商以娱乐、餐饮、休闲为主。该项目目前已经基本成形，戴后续招商和进驻，预计未来将成为芜湖地区的特色商业中心区。

图 3 芜湖世茂玫瑰坊缩略图



资料来源：中国银河证券研究所

图 4 芜湖世茂玫瑰坊之文化艺术中心



资料来源：中国银河证券研究所

常熟：世茂世纪中心项目

该地块位于常熟老城区的东北部，是常熟新城规划中的中央商务区，东至规划中香山北路，南起昭文路，北至长江路，西邻泰山路，地理位置较为优越。本项目的开发将为常熟新城提供良好的居住、商业、商务配套。

项目占地 34 万平米，总建筑面积 100 万平米。该项目于 2008 年开工，现在已竣工 20 万平米，租赁给欧尚超市 4 万平米。

图 5 常熟世茂世纪中心



资料来源：中国银河证券研究所

图 6 世茂常熟世纪中心项目沙盘



资料来源：中国银河证券研究所

苏州：世茂运河城

世茂运河城“依古城，临山水”，位于沧浪新城 CBD 城市副中心钻石地段，交通方便，配套齐全，旅游资源丰富。是集高档住宅、高端写字楼、大卖场、大型商场、商业街于一体的大型高档综合社区，堪称“京杭第一湾，苏州新外滩”。

位于沧浪区，商业地产面积达 40 万平米，分为三期开发。其中一期 10 万平米，已售 5 万平米，均价 12000 元/平米。二期打造成中央商业广场。三期将建成酒店式公寓和写字楼为主的商务区。

图 7 苏州世茂运河城沙盘



资料来源：中国银河证券研究所

图 8 苏州世茂运河城部分商业项目



资料来源：中国银河证券研究所

绍兴：世茂湖滨商业广场

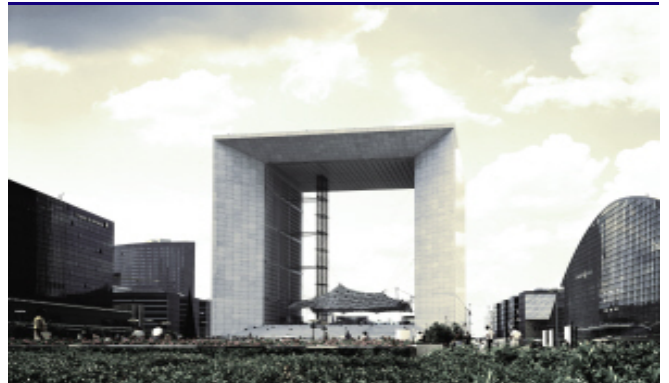
湖滨商业中心，占据迪荡 CBD 门户位置，南为城市干道胜利东路，同 14 万平米 Shopping Mall 相望而立，往西可融入绍兴传统商业区，东侧毗邻规划中的迪荡新城 CBD 核心区——高层、超高层商务办公与高级酒店区，区位优势明显，交通便捷优越。湖滨商业中心占地约 3.7 万平米，总建筑面积近 8.7 万平米，涵盖水岸风情街、一座星级酒店、1-4 层临水商铺等。首期 368 间水岸低层商铺，面积从 40 平米到 300 平米不等，部分户型可自由分割，商铺底层层高约 4.55 - 4.8 米，二、三、四层层高约 4.45 - 4.5 米。涵盖餐饮、购物、运动、休闲、娱乐等多元生活业态。

图 9 世茂绍兴湖滨商业广场



资料来源：中国银河证券研究所

图 10 世茂绍兴湖滨商业广场



资料来源：中国银河证券研究所

(3) 公司现在是 A 股商业地产龙头，土地储备规模大，成本低，未来潜力巨大

世茂股份前次发行股份购买资产暨重大资产重组已于 2009 年 6 月完成，公司的房地产业务遍布全国一二线城市，土地储备规模大，成本较低，项目多分布于长三角、环渤海区域的一、二线城市，30%左右的商业面积计划以自持为主，其余的销售，09、10、11 年计划销售面积将逐年上升。10 年开始业绩增长性开始凸现，公司进入全面转型商业地产后的第一年，业绩值得期待。

截至目前，公司在全国经济发达的长三角和环渤海湾区域的 14 个大中城市包括北京、沈阳、青岛、徐州、南京、常熟、常州、苏州、昆山、芜湖、嘉兴、绍兴、厦门、上海合计 17 个项目中，拥有超过 700 万平方米的商业地产土地储备。这些土地储备在进入公司之前，大部分由间接控股股东世茂房地产通过城市综合体的发展模式以公开招投标的方式予以取得，由于城市综合体的发展模式能够给当地城市经济发展和人口就业带来较大的促进作用，受到当地政府的欢迎，因而取得土地的成本相对较低廉。经初步测算，公司拥有的超过 700 万平方米的土地储备，楼面土地成本每平方米仅为 1000 元左右，而项目落成之后的每平方米平均售价可以达到 15000 元左右。

(4) 09 年 6 月开始，资产和规模迅猛增长，奠定业内地位

2006 年末，公司未启动定向发行之前，公司总资产、净资产分别为 28.94 亿元和 13.06 亿元，在国内房地产行业上市公司中分别排名比较靠后。发行股份购买资产完成之后，截至 2009 年 6 月 30 日，公司总资产和净资产分别达到 124.75 亿元和 60.98 亿元，按每股净资产计算，在国内房地产行业上市公司中排名位为第 9 位，从土地储备规模来看，在国内商业地产上市中，商业地产的土地储备面积位置第一。截至目前，公司商业地产土地储备超过 700 万平方米，并计划在未来 1-2 年内，商业地产土地储备增加到 1,000 万平方米以上。公司现在的商业地产项目主要集中在经济发达的长三角和环渤海湾区域，未来新增的商业地产项目亦将主要分别在上述区域。

(5) 出色地产品牌及战略合作伙伴促进新商业模式和盈利模式

根据世茂房地产及辉保投资有限公司出具的承诺函，公司及子公司在许可商标的有效期限内（包括续展期限）使用许可商标无需支付任何费用。“世茂”房地产商标和品牌已成为国内高档知名商标和品牌，具有很高的知名度和美誉度，也具有较强的品牌号召力。此外，公司及旗下子公司经营商业地产已有数年，期间与近 400 家知名商业伙伴建立了战略合作关系，比如百盛、欧尚、屈臣氏、麦当劳、一兆韦德、百安居、迪卡农、星巴克、星美院线、大润发等。卓越的世茂地产品牌和众多的知名战略合作伙伴，一方面可以吸引商业地产投资者投资购买商铺，另一方面，也可以有效的保证公司商业地产运营的较高回报。

3. 投资建议

预计 10 年、11 年、12 年公司主营收入为 13 亿元、50 亿元以及 75 亿元，归属母公司股东的净利润为 3.7 亿元、13.2 亿元和 15.9 亿元，对应的每股收益为 0.31 元、1.0 元、1.2 元，对应公司 10 年、11 年的市盈率为 18x，15.7x。2010 年是公司全面转型商业地产第一年，资产规模和管理都有了质的飞跃，随后公司将进一步筹划定向增发募集资金。世茂股份处于发展的转折点，未来的成长空间已经打开，A 股中唯一的，也是规模最大的，实力最为雄厚的以商业地产为主营业务的公司，现有商业项目即将进入收获期，估值有一定的吸引力。给与首次“推荐”评级。

表 2 公司现有项目情况及开发状况（规划建面：万平米）

序号	项目	公司权益	规划建面	报告期内项目开发状况
1	南京世茂滨江新城	50%	158.2	该项目一期 3 号楼公寓楼已经结构封顶，计划于今年年底将竣工及下半年实现预售。项目二期目前处于筹备阶段。
2	昆山世茂华东商城	100%	9.6	该项目已完成消防验收，预计今年 10 月前毛坯竣工；相关的招商工作正进行中。
3	福州世茂外滩花园	50%	28.8	该项目已完工。报告期内仅有南滨江商铺、排尾路商铺、地下连廊商业及部分车位等尾盘物业的推广及销售。
4	常熟世茂世纪中心	100%	98.2	该项目 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。报告期内，该项目实现营业收入 1.385 亿元。
5	苏州世茂运河城商业项目	100%	35.2	该项目商业一期已开工，预计 2009 年将有部分面积竣工。报告期内，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。
6	北京世茂国际中心	100%	21.2	该项目部分办公楼宇开始预售，实现预售合同金额约为 4 亿元。预计其他办公楼宇及车位将在下半年分批预售，公司持有物业将于下半年进入招商阶段。
7	青岛世奥大厦	75%	24.7	该项目开发所需各项手续正在积极办理中。
8	沈阳世茂商业项目	100%	96.7	该项目售楼处已完成主体验收，并投入使用；商业百货楼主体建筑及安装完成，进入装修阶段；招商及销售工作正进行中。
9	上海世茂新体验（佘山）项目	100%	39.1	该项目整体处于前期规划设计阶段，开发所需各项手续正在积极办理中，力争于 2009 年底动工。
10	昆山世茂国际城项目	100%	19.1	该项目整体处于前期规划设计阶段。
11	芜湖世茂商业项目	100%	13.3	该项目特色商业街地块总体建设完成 80%，招商及销售工作进行中，预计 9 月底竣工备案。预计 2010 年元旦开街营业。
12	徐州世茂商业项目	100%	22	该项目整体处于前期规划设计阶段，预计大卖场 8 月底启动，明年年底前开业。预计商业步行街地块将于近期基础施工。近期将进行商业规划方案的公示及征询消防意见等相关工作。
13	嘉兴世茂商业项目	100%	26.7	该项目整体处于前期阶段。
14	常州世茂商业项目	100%	33.96	该项目整体处于前期阶段。
15	北京世茂大厦	100%	7.22	该项目在报告期内实现商铺出租率达到 97.3%，办公用房出租率达到 78%。

资料来源：中国银河证券研究所

表 3 世茂股份未来 2-3 年经营规划目标 1

总体目标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
目标合约销售建筑面积	21	46	72	超过 90
目标合约销售额（亿元人民币）	32	73	98	超过 100
新增经营性物业建筑面积	-	39	8	15
累积经营性物业建筑面积	12	51	59	74
计划新开工面积	27	92	52	68
计划当年施工面积	112	177	161	154
计划竣工面积	26	68	75	73
其中经营性物业面积	13	28	15	-
计划新开工面积				
北京世茂国际广场	21	-	-	
上海新体验	6	-	-	-
沈阳五里河商业	-	13	12	9
青岛五四广场综合开发	-	25	-	-
苏州世茂运河城商业	-	9	2	18
常熟世茂世纪中心	-	11	10	11
南京项目	-	17	18	15
徐州新都会商业	-	16	-	-
昆山世茂国际城	-	-	10	-
嘉兴世茂新世纪	-	-	-	15
合计	27	92	52	68
计划施工面积				
北京世茂国际广场	21	21	17	-
沈阳五里河商业	6	13	26	35
芜湖世茂滨江花园商业	12	9	-	-
苏州世茂运河城商业	10	20	11	20
常熟世茂世纪中心	11	13	20	20
绍兴商业项目	27	27	-	-
南京项目	10	27	35	34
昆山世茂华东商城	9	-	-	-
上海新体验	6	6	-	-
青岛五四广场综合开发	-	26	25	20
徐州新都会商业	-	16	16	-
昆山世茂国际城	-	-	10	10
嘉兴世茂新世纪	-	-	-	15
合计	112	177	161	154

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

表 4 世茂股份未来 2-3 年经营规划目标 2

总体目标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
计划竣工面积				
沈阳五里河商业	6	-	-	13
芜湖世茂滨江花园商业	3	9	-	-
常熟世茂世纪中心	8	2	11	10
昆山世茂华东商城	9	-	-	-
北京世茂国际广场	-	4	17	-
苏州世茂运河城商业	-	10	9	2
绍兴商业项目	-	27	-	-
南京项目	-	10	17	18
上海新体验	-	6	-	-
青岛五四广场综合开发 -	-	5	20	
徐州新都会商业 -	-	16	-	
昆山世茂国际城 -	-	-	10	
合计	26	68	75	73
其中：自持竣工面积				
芜湖世茂滨江花园商业	-	5	--	
常熟世茂世纪中心	4	-	--	
昆山世茂华东商城	9	-	--	
北京世茂国际广场	-	-	6 -	
苏州世茂运河城商业	-	5	--	
绍兴商业项目	-	18	--	
徐州新都会商业	-	-	9 -	
合计	13	28	15 -	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

房地产行业分析师覆盖股票范围：

A 股：陆家嘴（600663.SH）、张江高科（600895.SH）、华侨城（000069.SZ）、深振业 A（000006，SZ）、万通地产（600246，SH）、深长城（000042.SZ）、世茂股份（600823.SH）、*ST 海星（600185.SH）、首开股份（600376.SH）、金融街（000402.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908