

2009 年 12 月 4 日

世茂股份

成长性突出的商业地产巨擘

买入
A 600823.SS - 人民币 17.64
 目标价格: 人民币 25.23

周路

+8621 6860 4866 (8587)
 lu.zhou@bocigroup.com

田世欣

+8621 6860 4866 (8519)
 shixin.tian@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	163	5	23	188
相对新华富时	76	2	7	116
A50 指数 (%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,171
流通股 (%)	41
流通股市值 (人民币 百万)	8,438
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	75
净负债比率 (%)	18
主要股东 (%)	
峰盈国际有限公司	48

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

公司 09 年 5 月完成资产重组后，项目储备的质量和数量得到了实质提升，一跃成为 A 股市场最具规模商业地产开发和经营企业。作为世茂集团商业地产业务的整合平台和 A 股的融资窗口，公司的发展前景进一步明确。随着销售和竣工结算量的大幅上升，公司的业绩将在 10 年实现跨越式增长。我们认为公司成长性突出，估值优势明显，首次给予买入的评级。

支撑评级的要点

- 重组后世茂房地产成为世茂股份的控股股东，实现了两者在业务范围上的明确划分和利益的一致化。
- 公司现有土地储备约 760 万平方米，分布于长三角和环渤海区域的核心城市，区位优势。凭借城市综合体发展模式，公司拿地成本低廉，项目增值空间巨大。
- 销售和出租自营并举的商业和盈利模式兼顾了长期利益，符合商业地产发展的潮流。
- 公司信息披露的透明度和对投资者关系的重视程度大为提高，依托资本市场做大做强动力十足。

评级面临的主要风险

- 行业政策紧缩和宏观经济复苏低于预期；商业地产的开发运营风险较高；二三线城市的商业地产市场有待培育。

估值

- 公司 08-11 年的主营业务收入和每股收益的复合增长率分别高达 159% 和 120%，成长性傲视同业。但各项估值指标却较地产板块有明显折让。
- 我们设定公司目标价为 25.23 元，相当于其 10 年评估净资产值平价或 23.5 倍的 10 年市盈率。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	1,241	477	1,512	6,046	8,259
变动 (%)	(41)	(62)	217	300	37
净利润 (人民币 百万)	66	61	205	1,257	1,598
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.139	0.128	0.175	1.074	1.365
变动 (%)	(44.7)	(8.0)	37.5	512.0	27.1
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.254	0.995	1.285
核心每股收益 (人民币)	0.139	0.128	0.158	1.074	1.365
变动 (%)	(44.7)	(8.0)	23.6	580.6	27.1
市盈率 (倍)	127.1	138.2	100.6	16.4	12.9
核心市盈率 (倍)	127.1	138.2	111.8	16.4	12.9
每股现金流量 (人民币)	1.05	(1.31)	(1.42)	0.46	2.25
价格/每股现金流量 (倍)	16.7	(13.5)	(12.4)	38.1	7.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	27.4	96.0	71.7	13.9	10.4
每股股息 (人民币)	0.050	0.030	0.035	0.215	0.273
股息率 (%)	0.3	0.2	0.2	1.2	1.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

投资评级	3
资产注入带来基本面的脱胎换骨	5
主要竞争优势	9
加强与资本市场互动	15
核心假设和预测	18
盈利预测和绝对估值	24
风险因素	28
研究报告中所提及的有关上市公司	30

投资评级

估值分析

目前我们覆盖的A股地产公司平均09年NAV溢价率为30.8%，10年平均市盈率达到22.2倍，最新平均市净率为3.9倍；根据市场一致预期计算的板块主要上市公司的10年预计市盈率和最新市净率达到24.0倍和5.0倍。仅就商业、园区类地产公司而言，平均09年NAV折价率为3.3%，10年平均市盈率达到27.4倍，最新平均市净率为3.3倍；根据市场一致预期计算的商业、园区类主要上市公司的10年预计市盈率和最新市净率达到30.4倍和3.6倍。而世茂股份目前09年NAV折价率为26.4%，10年市盈率为16.4倍，最新市净率为3.4倍。即便考虑10年增发1.5亿股带来的摊薄效应，10年市盈率也仅为18.5倍。

显然，公司的各项估值指标无论较地产板块还是商业、园区类子板块均有明显吸引力。而其08-10年净利润增长率高达353.7%，大大高于板块的平均水平，预计10年起净资产收益率也将高于同业，且负债率较低，资产负债表较为健康。

目标价和投资评级

我们设定公司目标价为25.23元，相当于其10年评估净资产价值平价或23.5倍的10年市盈率，对目前的股价有43%的涨幅，我们认为公司成长性突出，估值优势明显，首次给予**买入**的评级。

图表 2. 净资产估值

(单位：百万元, 百万股, 元)	2009E	2010E
加权平均资本成本 = 9%		
资本化率=5.5%-6.5%		
开发物业价值	15,696	15,507
自持物业价值	12,970	14,327
其它	594	623
总资产价值	29,260	30,458
预计净负债	1,192	920
净资产价值	28,067	29,537
总股本	1,171	1,171
评估每股净资产值	23.98	25.23

资料来源：中银国际研究

图表 3. 主流 A 股上市地产公司估值表

公司	代码	评级	股价 (人民币 元)	总市值 (人民币 亿元)	净资产	净溢	净利润	市盈率			股息	净资产	每股	市	最后公	摊薄每股收益			
					值	价	润	率			率	收	账	净	告日净	(人民币)			
					(元/股)	(折)价	CAGR (%)	(倍)	(%)	益率 (%)	面 值 (人民币)	率 (倍)	负债率 (%)	2007	2008	2009E	2010E		
					2009E	2009E	08-10E	2008	2009E	2010E	2008	2008	3Q09	3Q09					
全国性开发商																			
万科 A	000002.SZ	买入	11.97	1,316	8.23	45.5	43.2	33.3	23.0	16.3	0.4	12.9	3.18	3.8	10	0.44	0.36	0.52	0.74
保利地产	600048.SS	买入	25.52	898	14.25	79.0	49.1	40.2	29.4	18.1	0.4	17.2	6.64	3.8	22	0.42	0.64	0.87	1.41
招商地产	000024.SZ	买入	33.15	569	25.13	31.9	37.0	47.3	31.3	25.2	0.3	10.6	9.12	3.6	1	0.67	0.70	1.06	1.32
金地集团	600383.SS	买入	16.04	398	10.29	55.9	64.0	50.7	26.4	18.8	0.5	8.8	5.64	2.8	25	0.39	0.32	0.61	0.85
华侨城 A	000069.SZ	买入	20.90	649	16.75	24.8	29.9	43.4	44.1	25.7	0.6	20.8	4.27	4.9	29	0.24	0.48	0.47	0.81
平均值						47.4	44.6	43.0	30.8	20.8	0.4	14.1		3.8	17				
区域性开发商																			
华发股份	600325.SS	买入	22.35	183	17.94	24.6	28.6	28.0	23.6	16.9	0.5	20.2	5.85	3.8	29	0.45	0.80	0.95	1.32
冠城大通	600067.SS	持有	17.00	104	11.58	46.8	74.3	60.2	38.3	19.8	0.5	14.5	2.56	6.6	92	0.34	0.28	0.44	0.86
深振业 A	000006.SZ	持有	12.95	66	7.39	75.4	38.4	29.3	19.0	15.3	0.6	13.5	3.72	3.5	157	0.51	0.44	0.68	0.85
中华企业	600675.SS	买入	16.49	179	12.76	29.2	36.3	38.6	29.3	20.8	1.0	15.1	3.12	5.3	36	0.65	0.43	0.56	0.79
中航地产	000043.SZ	持有	17.70	39	13.53	30.8	105.0	137.1	61.7	32.6	0.3	1.9	7.51	2.4	86	0.68	0.13	0.29	0.54
京投银泰	600683.SS	买入	13.55	67	9.66	40.3	155.2	112.3	47.3	17.2	n.a.	7.9	2.99	4.5	78	0.08	0.12	0.29	0.79
嘉凯城	000918.SZ	买入	19.24	278	12.37	55.6	n.a.	n.a.	26.4	14.2	n.a.	n.a.	4.50	4.3	19	(0.13)	(0.27)	0.73	1.35
泛海建设	000046.SZ	未有评级	16.60	376	n.a.	n.a.	113.1	178.3	72.2	39.3	0.3	3.4	3.66	4.5	35	0.87	0.09	0.23	0.42
苏宁环球	000718.SZ	未有评级	16.60	283	n.a.	n.a.	59.9	45.3	30.7	21.3	0.1	38.2	1.60	10.4	3	0.43	0.37	0.54	0.78
ST 鲁置业	600223.SS	未有评级	11.86	119	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26.4	16.2	n.a.	n.a.	0.46	25.8	238	0.04	(0.30)	0.45	0.73
中南建设	000961.SZ	未有评级	23.24	181	n.a.	n.a.	505.6	259.7	30.1	18.3	n.a.	2.3	4.75	4.9	35	0.09	0.09	0.77	1.27
阳光股份	000608.SZ	未有评级	12.40	66	n.a.	n.a.	229.0	234.4	22.0	21.7	n.a.	1.6	3.77	3.3	(34)	0.34	0.05	0.56	0.57
首开股份	600376.SS	未有评级	24.80	285	n.a.	n.a.	43.5	35.2	32.5	24.3	n.a.	15.6	7.63	3.3	21	0.39	0.70	0.76	1.02
新湖中宝	600208.SS	未有评级	11.58	392	n.a.	n.a.	50.4	38.9	28.1	20.6	0.5	20.4	1.76	6.6	40	0.24	0.30	0.41	0.56
上实发展	600748.SS	未有评级	16.73	181	n.a.	n.a.	16.9	49.9	53.6	36.5	0.2	18.0	2.25	7.4	130	0.25	0.34	0.31	0.46
荣盛发展	002146.SZ	未有评级	20.74	186	n.a.	n.a.	55.2	44.8	31.1	20.8	0.5	19.3	3.97	5.2	28	0.71	0.46	0.67	1.00
栖霞建设	600533.SS	未有评级	7.57	79	n.a.	n.a.	36.0	42.3	32.0	22.9	1.3	8.9	2.52	3.0	52	0.85	0.18	0.24	0.33
广宇集团	002133.SZ	未有评级	11.27	56	n.a.	n.a.	46.4	47.7	30.4	22.3	0.7	10.5	2.45	4.6	87	0.61	0.24	0.37	0.51
北京城建	600266.SS	未有评级	20.52	152	n.a.	n.a.	44.6	48.1	31.0	23.0	0.2	9.2	5.17	4.0	29	0.36	0.43	0.66	0.89
亿城股份	000616.SZ	未有评级	7.75	70	n.a.	n.a.	22.1	17.2	21.2	17.3	0.6	11.4	2.90	2.7	(2)	0.74	0.45	0.37	0.45
滨江集团	002244.SZ	未有评级	16.60	224	n.a.	n.a.	34.3	28.6	29.8	20.6	0.7	30.2	2.32	7.2	79	0.99	0.58	0.56	0.81
平均值						43.2	89.2	77.7	34.1	22.0	0.5	13.8		5.9	59				
园区、商业类地产商																			
浦东金桥	600639.SS	持有	14.51	123	14.93	(2.8)	27.1	44.2	48.1	27.3	0.9	9.2	3.84	3.8	50	0.24	0.33	0.30	0.53
张江高科	600895.SS	买入	14.12	219	12.26	15.2	30.3	41.4	32.1	24.4	0.8	13.5	3.56	4.0	56	0.31	0.34	0.44	0.58
金融街	000402.SZ	买入	14.29	355	13.33	7.2	24.4	34.1	26.3	22.0	1.0	10.1	6.07	2.4	24	1.03	0.42	0.54	0.65
世茂股份	600823.SS	买入	17.64	206	23.98	(26.4)	353.7	138.2	100.6	16.4	0.2	2.3	5.18	3.4	7	0.14	0.13	0.18	1.07
中国国贸	600007.SS	持有	13.23	133	14.66	(9.7)	(10.6)	37.6	41.9	47.0	1.1	8.6	4.28	3.1	83	0.29	0.35	0.32	0.28
陆家嘴	600663.SS	未有评级	28.10	525	n.a.	n.a.	14.2	59.6	49.3	45.7	0.4	10.6	4.96	5.7	9	0.40	0.47	0.57	0.62
外高桥	600648.SS	未有评级	17.76	180	n.a.	n.a.	42.3	74.2	89.1	36.6	n.a.	9.5	3.88	4.6	164	0.01	0.24	0.20	0.49
苏州高新	600736.SS	未有评级	9.66	85	n.a.	n.a.	34.4	41.5	35.4	23.0	0.9	8.4	2.90	3.3	112	0.45	0.23	0.27	0.42
北辰实业	601588.SS	未有评级	6.55	221	n.a.	n.a.	25.7	49.1	n.a.	31.1	0.5	5.3	2.71	2.4	56	0.10	0.13	0.00	0.21
平均值						(3.3)	60.2	57.8	52.9	30.4	0.7	8.6		3.6	62				
全部平均						30.8	74.5	67.0	38.1	24.0	0.6	12.4		5.0	54				

资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

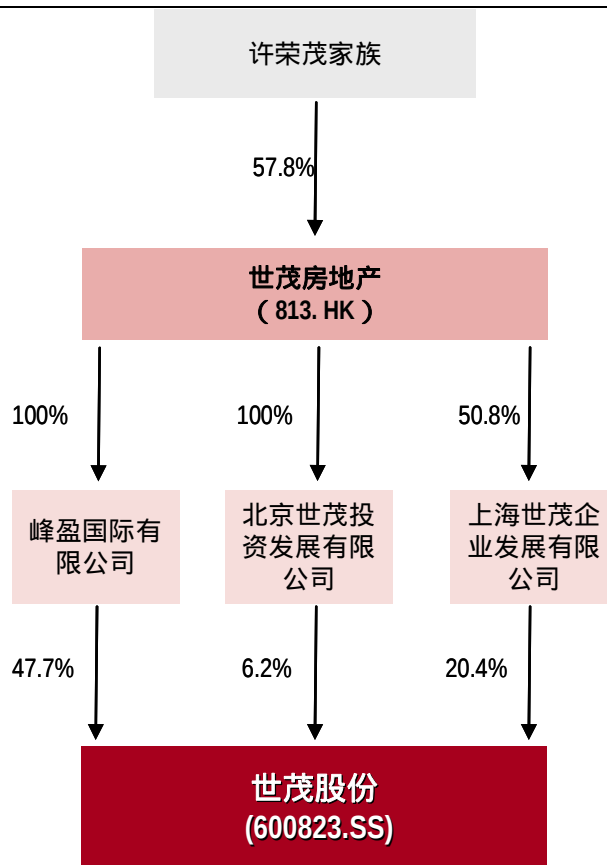
资产注入带来基本面的脱胎换骨

公司背景和资产重组概要

世茂股份的前身为于 1994 年上市的上海万象(集团)股份有限公司。2000 年 8 月，世茂集团旗下的上海世茂企业发展有限公司入主上市公司，成为其第一大股东，公司也由此从百货零售业转型为房地产业，但其开发量和土地储备一直偏低，主要开发和销售规模 20 万平方米以下的住宅和 10 万平方米以下的商业地产，2009 年年初仅有 4 个房地产项目，合计权益建筑面积 70 余万平方米，且以住宅项目为主。

2009 年 5 月，世茂股份向世茂房地产旗下的峰盈国际有限公司、北京世茂投资发展有限公司和上海世茂企业发展有限公司以每股 12.05 元合计发行 69,224 万股股票，完成了始于 2007 年的重大资产重组。增发后公司的股权结构如图表 4 所示。

图表 4. 公司股权结构图



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 5. 定向增发概况

发行对象	出资方式	发行股数 万股	募集资金 百万元	发行后持股数 万股	持股比例 %
峰盈国际有限公司	9 家商业地产公司各 100% 股权	55,800	6,724	55,800	47.7
北京世茂投资发展有限公司	北京世茂大厦	7,200	868	7,200	6.2
上海世茂企业发展有限公司	现金	6,224	750	23,925	20.4
合计		69,224	8,341	86,925	74.3

资料来源：公司公告及中银国际研究

项目储备大幅扩充

通过此次定向增发，公司共获得 7.5 亿元现金、9 家商业地产公司 100% 的股权和优质投资物业项目北京世茂大厦。随后，公司于 09 年 11 月完成了对集团绍兴项目的收购。至此，集团总共注入世茂股份 12 个商业地产项目，对应的建筑面积约 475 万平方米。集团优质资产的注入使得公司的基本面发生了脱胎换骨的变化，由规模偏小的三四线地产商一跃成为国内商业地产领域的龙头企业，其商业地产的储备面积在 A 股上市公司中排名第一。这些注入项目的作价总额为 85.8 亿元，对应的楼面地价仅 1,806 元/平方米，较为低廉的收购价格确保了公司未来巨大的盈利成长空间。

图表 6. 注入项目一览

项目公司	项目	权益	建筑面积 平方米	评估总价/对价 百万元	对应楼面价 元/平方米
向峰盈国际有限公司收购					
常熟世茂新发展置业有限公司	常熟世茂世纪中心	100%	1,050,000	2,008	1,912
苏州世茂投资发展有限公司	苏州世茂运河城	100%	460,000	508	1,104
沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司	沈阳世茂商业项目	100%	950,370	1,109	1,167
上海世茂新体验置业有限公司	上海世茂新体验(佘山)项目、 北京世茂国际中心项目	100%	584,460	1,373	2,348
常州世茂新城房地产开发有限公司	常州世茂商业项目	100%	308,000	348	1,130
嘉兴世茂新世纪置业有限公司	嘉兴世茂商业项目	100%	441,900	155	351
徐州世茂置业有限公司	徐州世茂商业项目	100%	233,000	264	1,132
昆山世茂房地产开发有限公司	昆山国际城	100%	257,794	769	2,984
芜湖世茂新发展置业有限公司	芜湖世茂商业项目	100%	121,986	192	1,575
小计			4,407,510	6,725	1,526
向北京世茂投资发展有限公司收购					
	北京世茂大厦	100%	72,195	1,379	19,098
定向增发后注入					
绍兴世茂新世纪置业有限公司、绍兴世茂新纪元置业有限公司	绍兴项目	100%	271,962	476	1,749
合计			4,751,667	8,580	1,806

资料来源：公司公告及中银国际研究

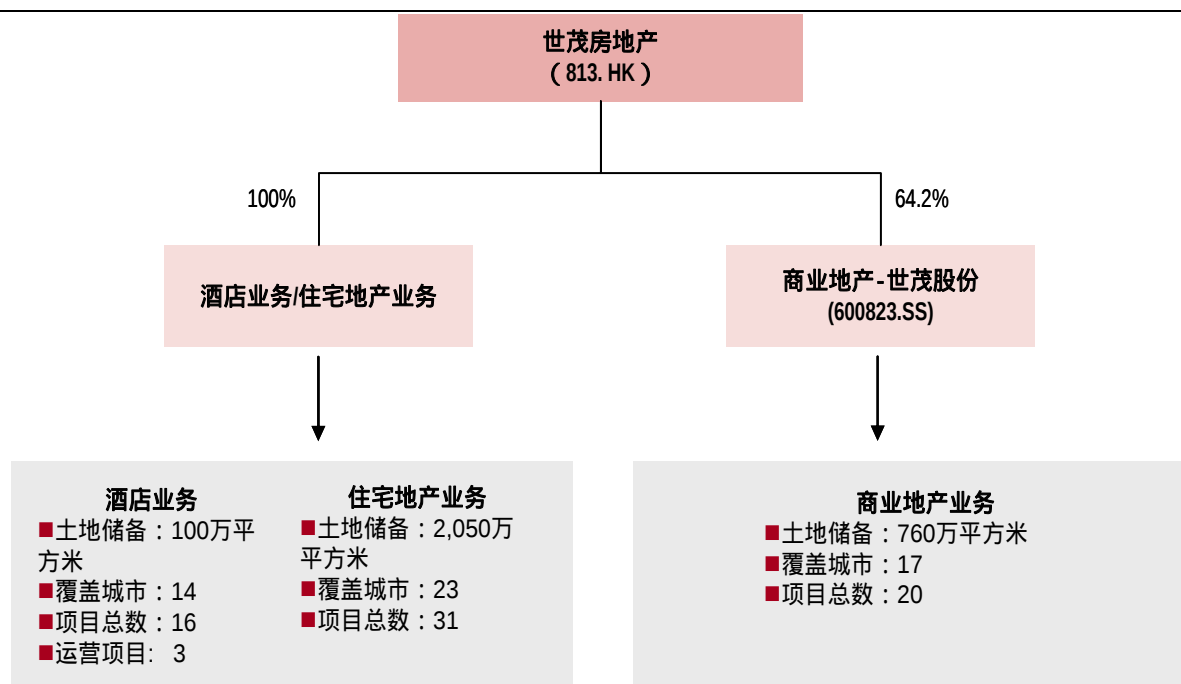
业务范围明确划分

此次重组也解决了公司与港股的世茂房地产之前存在的同业竞争问题。两者间签署的不竞争协议明确约定，在重组完成后：

1. 对于单独的商业地产项目，将由世茂股份独立投资、开发和经营。对于单独的住宅和酒店项目，将由世茂房地产独立投资、开发和经营。
2. 对于既有商业地产，又有酒店和/或住宅开发的综合类项目，若该等项目可拆分，世茂股份和世茂房地产可以组成联合体共同参加土地使用权竞标或联合参与收购。竞标或收购成功后，世茂股份将负责设立或接收商业地产项目公司，并独立进行商业地产的投资、开发和经营；世茂房地产则负责住宅、酒店项目公司的设立或接收，并独立进行该等项目的投资、开发和经营。
3. 对于不可拆分的综合类项目，世茂股份和世茂房地产将共同出资成立项目公司进行项目的投资、开发和经营，且该项目公司由世茂股份绝对控股。
4. 对于世茂房地产现有开发项目中的商业地产部分，世茂股份在同等条件下享有优先受让权、优先承租权和优先委托代理经营权。

简而言之，世茂股份今后将专注于商业地产领域，而世茂房地产则致力于住宅地产和酒店的开发和运营。通过从业态和产品角度划分各自的经营范围，有效地避免了同业竞争，有利于双方的健康发展。明确了在集团架构中的战略定位之后，世茂股份打开了业务规模和经营业绩的上升空间。

图表 7. 重组后世茂房地产和世茂股份业务范围划分



资料来源：公司数据，中银国际研究

利益趋同实现双赢

在重组前，虽然世茂股份和世茂房地产的实际控制人皆为许荣茂先生，但两者间并无直接的股权关系，利益关系较为松散。此次定向增发后，世茂房地产通过向世茂股份的原控股股东上海世茂企业发展有限公司增资和旗下全资子公司峰盈国际有限公司及北京世茂投资发展有限公司的资产注入，共同间接持有世茂股份 64.2% 的权益，成为公司的控股股东。这使得世茂股份的发展直接影响港股公司的业绩，两家上市公司的利益趋于一致。

我们认为此次重组成功地实现了世茂集团旗下两大经营主体的共赢：对世茂股份而言，通过优质项目注入和现金认购，公司的项目储备、资产规模均较重组前大幅提高，财务结构更为合理，抗风险能力显著增强。同时，世茂股份成为世茂房地产的控股子公司之后，在未来将充分得益于后者在企业管理、技术人才、风险控制等方面的优势和经验，为自身发展奠定良好的基础。世茂房地产则进一步理顺了业务架构，并获得了 A 股的融资平台，有助其以较低的成本在国内的股票及债券市场募集资金进一步壮大业务。

主要竞争优势

低廉的土地成本提供巨大的增值空间

目前公司在 17 个城市共开发运营 20 个房地产项目，总建筑面积约 760 万平方米，权益建筑面积约 634 万平方米，足够未来 4-5 年的开发。这些地块主要在 07 年前取得，土地成本低廉，平均楼面地价仅 1,465 元/平方米。由于公司销售产品以商业地产为主，销售价格普遍在 15,000 元/平方米以上，因此获利空间颇为丰厚。根据我们测算，公司各销售项目整个开发周期的毛利率在 44%-64% 之间，平均毛利率达 58%；扣除营业税和土地增值税后，毛利率仍可达 32%-42%，平均为 39%。

图表 8. 公司项目储备情况

项目名称	权益 (%)	占地面积 平方米	建筑面积 平方米	权益面积 平方米	楼面地价 元/平方米
北京世茂国际中心	100	29,411	212,000	212,000	4,732
青岛世奥大厦	75	10,723	254,462	190,847	3,582
常熟世茂世纪中心	100	344,579	1,050,000	1,050,000	451
苏州世茂运河城	100	92,451	460,000	460,000	627
南京世茂滨江新城	50	456,507	1,653,364	826,682	2,214
沈阳世茂商业项目	100	61,000	950,370	950,370	613
上海世茂新体验(佘山)项目	100	428,213	372,460	372,460	894
常州世茂商业项目	100	60,393	308,000	308,000	549
嘉兴世茂商业项目	100	135,594	441,900	441,900	288
徐州世茂商业项目	100	88,549	233,000	233,000	707
昆山国际城	100	126,802	257,794	257,794	548
芜湖世茂商业项目	100	80,310	121,986	121,986	1,464
昆山世茂华东商城	100	65,800	95,229	95,229	1,107
北京世茂大厦	100	7,183	72,195	72,195	4,000*
厦门项目	51	30,545	270,400	137,904	2,622
绍兴项目	100	118,300	271,962	271,962	1,177
杭州项目	100	62,547	250,188	250,188	2,403
无锡项目	25	71,402	300,000	75,000	3,420
福州世茂外滩花园	50	NA	10,000	5,000	1,500*
上海万象尚都	100	NA	10,000	10,000	2,500*
合计/平均		2,270,309	7,595,310	6,342,517	1,465

资料来源：公司数据，中银国际研究

*中银国际估算值

拿地能力突出

公司低廉的土地成本主要得益于世茂集团在拓取成片优质土地资源方面的突出优势。经过二十年的发展，世茂集团已进入国内 26 个城市，拥有建筑面积近 3,000 万平方米的土地储备和 40 多个大型综合开发项目，成功打造了以上海世茂滨江花园为代表的多个国际化亲水社区和以上海世茂国际广场为代表的城市高端商业地标，并运营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等三家超五星级酒店，占据上海豪华酒店约 20% 的市场份额。作为房地产“滨江模式”的首创者和国内综合性高端开发商的代表，世茂集团屡获殊荣，如 2007 和 2008 年“中国外资房地产 TOP10”首位、2008 年“中国房地产上市公司综合实力排行榜”第五位、“品牌中国金谱奖—中国房地产行业年度十佳品牌”等。良好的品牌形象和丰富的大型高端项目开发运营经验为集团在各地以较为合理的价格拓展项目资源赢得了巨大的优势。目前集团在拿地方面以包含住宅、办公、商业、酒店等多业态的城市综合体项目为主，并经常采用世茂股份和世茂房地产联合竞标模式。由于城市综合体的发展模式能够给当地经济发展、城市形象塑造、税收和人口就业带来较大的促进作用，因此普遍受到地方政府的欢迎，取得土地的成本也相对较为低廉。在竞得项目后，世茂股份和世茂房地产或是成立以前者控股的项目公司统一运营（适用于地块不可拆分的综合体项目），或是对其中的商业地产和住宅、酒店部分各司其职（适用于可拆分项目），并在项目规划设计、施工、推盘销售等各阶段密切配合，实现各产品间的协同效应。

今年以来公司除通过集团资产注入获取 12 个项目之外，自身也不断加快扩张步伐，在青岛、南京、厦门、无锡、杭州等地进一步拓展了土地储备。尽管这些项目区位优势，但取得成本均较为低廉，显著低于周边可比地块的成交价。此外，公司还在济南、大连、武汉等地设立项目公司，计划参与当地的项目竞标。公司计划于未来 1-2 年内，将商业地产土地储备增加至 1,000 万平方米以上，新增项目仍将集中于集团布局已较为成熟的长三角和环渤海湾区域。

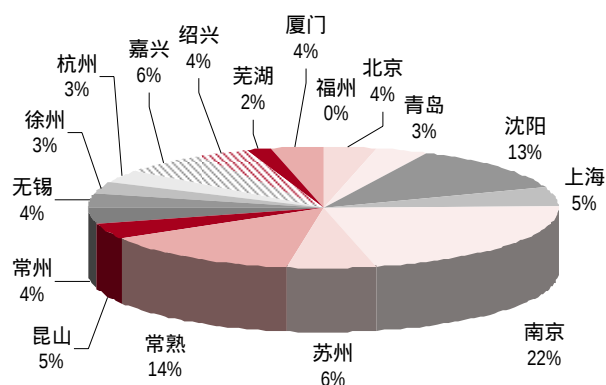
图表 9. 公司今年以来拓展项目

项目名称	获取时间	权益(%)	建筑面积 平方米	楼面地价 元/平方米	备注说明
青岛世奥大厦项目	09 年 4 月	75	254,462	3,582	合作方为青岛城投集团全资子公司青岛世奥房地产开发公司
南京世茂滨江新城二期拓地	09 年 5 月	50	483,000	3,561	和世茂房地产联合拓得
厦门思明区厦港街道项目	09 年 10 月	51	270,400	2,622	和世茂房地产联合拓得
无锡火车站项目	09 年 10 月	25	300,000	3,420	和世茂房地产联合拓得, 当地合作方为无锡市交通产业集团有限公司, 公司计划 2010 年底前绝对控股该项目
杭州下沙项目	09 年 11 月	100	250,188	2,403	独立竞得
合计/平均			1,558,050	3,188	

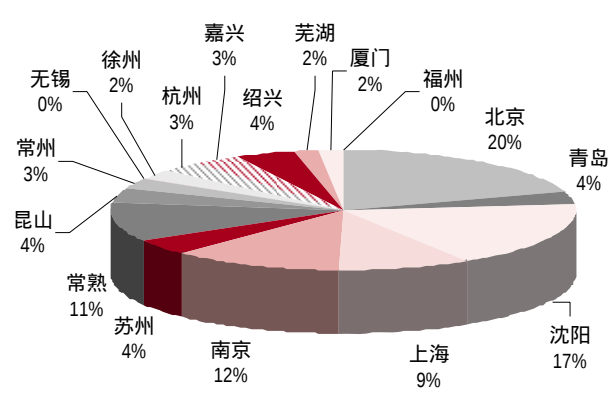
资料来源：公司公告及中银国际研究

项目区域、业态分布合理

公司的项目主要分布于长三角和环渤海区域的核心城市，按建筑面积计两区域占比分别达 76.7%和 19.6%，按物业 09 年评估资产值计占比分别达 57.1%和 41.2%。公司目前进入的 17 个城市中以北京、上海、南京、杭州为代表的一二线城市共计 10 个，占项目储备总建筑面积的 63.4%和 09 年评估资产值的 71.1%。剩余的常熟、昆山、常州、绍兴等 7 个城市虽然在传统意义上属于三线城市，但除徐州和芜湖外，其他城市 08 年 GDP 增速、人均 GDP、城镇居民人均可支配收入、人均社会消费品零售额等指标都远高于全国平均水平，达到甚至超过了部分一二线城市的标准。总体而言，公司目前布局的城市经济发展水平和居民消费能力较高，民营经济比较发达，居民投资性购房需求较为旺盛，为商业地产的发展奠定了良好的市场基础。

图表 10. 项目区域分布 (按建筑面积)


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 11. 项目区域分布 (按物业 09 年评估资产值)


资料来源：公司数据，中银国际研究

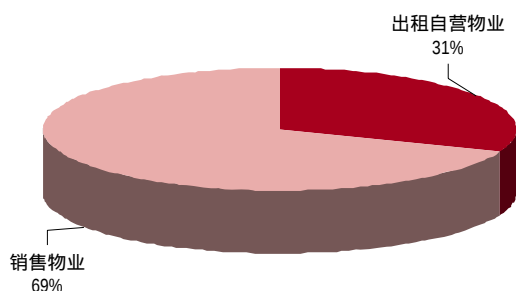
租、售和自营相结合兼顾长、短期利益

根据公司规模，公司项目储备中用于出售的比例大致为 50%-70%，用于出租和自营的比例大致为 30%-50%。为此，公司在着手开发商业地产项目时，将根据其所在城市、所处地段、周边人流及消费能力、习惯和特性，对开发业态进行总体规划，确定用于出售、出租和自营的面积和区域，并进行相应的建筑设计。同时，公司将在传统的招商出租模式上致力打造世茂百货品牌，作为自营的主要平台。此举将进一步延伸和完善公司商业地产开发及营运的产业链，并在中长期培育新的利润增长点。首批的沈阳、福州店预计将于今年年底开业，并在之后逐步复制到世茂旗下的其他城市综合体项目。

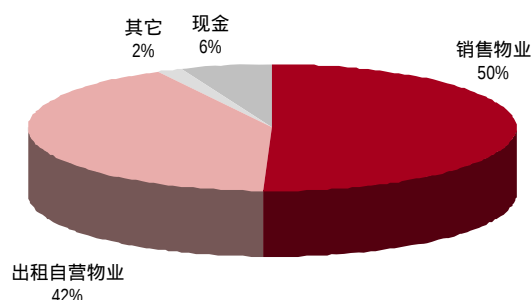
公司这种租、售和自营相结合的商业和盈利模式兼顾了长、短期利益，符合商业地产发展的潮流：用于出售的商业地产部分，可以加快公司资产和资金的周转速度，节省资金成本，实现后续项目的快速滚动开发；用于出租的部分，一方面可以带来稳定的租金收入，另一方面，还可以享受项目逐渐培育成熟以及时间沉淀所带来的物业升值；用于自营的部分，除了可以提供稳定的经营收益和享受物业升值外，还可以加强公司与商业伙伴的战略合作关系，进一步提升公司品牌。

具体到各商业细分业态上，公司将采取不同的开发经营策略：对于 SOHO 办公、酒店式公寓、底商等对整体运营要求不高的产品，一般采取销售的模式以快速回笼现金支撑后续开发；对于大型的购物中心、百货店和大卖场等产品，一般引入品牌主力店或旗下的世茂百货自持经营；对于商业步行街等产品则租售结合，但散售的部分一般也会与小业主签订 10 年左右的长期租约，将这些物业返租后统一招商。这一方面增强了物业对投资者的吸引力，另一方面也有利于物业经营权的统一。由于公司在项目初期就引入国际知名设计和商业咨询公司对物业的内部设计、动线规划等做了周密的部署，并在投入使用后统一招商引租，合理确定品类品牌组合，从而最大限度地规避了小业主分散经营、各自为政的种种弊端，在资金快速回笼的同时实现了商业物业价值的最大化和开发运营商与购房者间的双赢。

我们在财务模型中假设公司现有的项目储备中，出租经营类物业占总建筑面积的 28.6%，权益建筑面积的 31.0%。由此我们推算出租经营类物业评估价值占 09 年预计毛资产值(GAV)的 41.7%。

图表 15. 项目储备按盈利模式划分(按权益建筑面积)


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 16. 09 年评估毛资产值(GAV)构成


资料来源：公司数据，中银国际研究

出色的地产品牌及战略合作伙伴

通过多年来在各地打造的众多精品项目，“世茂”房地产商标和品牌已建立了较高的知名度和美誉度，品牌号召力较强。根据世茂房地产及辉保投资有限公司出具的承诺函，公司在许可商标的有效期限内（包括续展期限）使用“世茂”商标和品牌无需支付任何费用。

此外，世茂集团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，为旗下商业地产项目的招商引租打下了良好的基础。目前，公司沈阳、芜湖、常熟、苏州和绍兴等地的商业项目已经陆续招商，欧尚、百盛等超市和百货主力店已经安营扎寨，大卫杜夫、都彭和 cerruti1881 等品牌巨头也已完成签约。

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出租和自营业务的较高回报。

图表 17. 众多长期、稳定的优质商业合作伙伴


资料来源：公司资料，中银国际研究

加强与资本市场互动

信息披露透明度大为提高

世茂股份在成功完成资产重组后，对投资者关系的重视程度大为提高，对信息的主动披露也明显强化。在 09 年 3 季报中，公司管理层不但对公司重组以来基本面的变化和未来的经营发展策略做了深入的探讨，而且对 09-12 年间的开工、施工、竣工以及合约销售面积等关键指标进行了明确的披露，以此作为未来几年的经营目标。信息披露的规范化和透明化将进一步加强投资者对公司的认知度，也显示了公司与资本市场实现良性互动的决心。

图表 18. 公司 09-12 年总体经营目标

经营指标 (万平方米, 亿元)	2009	2010	2011	2012
目标合约销售建筑面积	21	46	72	超过 90
目标合约销售额	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	-

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 19. 公司 09-12 年计划新开工面积

项目 (万平方米)	2009	2010	2011	2012
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

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 20. 公司 09-12 年计划施工面积

项目 (万平方米)	2009	2010	2011	2012
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：公司资料，中银国际研究

图表 21. 公司 09-12 年计划总体竣工面积

项目 (万平方米)	2009	2010	2011	2012
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

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 22. 公司 09-12 年计划自持物业竣工面积

项目 (万平方米)	2009	2010	2011	2012
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：公司资料，中银国际研究

非公开增发在即

公司于今年 7 月启动了非公开增发预案，计划向不超过十家特定对象以不低于每股 13.81 元的价格发行不超过 15,000 万股。募集资金净额不超过 20 亿元，其中 17 亿元拟投向现有的 4 个房地产开发项目，其余的 3 亿元拟用于补充流动资金。目前该方案已经股东大会批准，发行材料已上报证监会尚待审核。

我们认为公司此次增发股本摊薄有限（按最大发行量计算摊薄 12.8%），而募投项目回报率较高。其中北京、苏州、常熟项目已经开始预售，销售态势良好；常熟项目在今年就有部分结算，而其余项目也将在 10-11 年间集中贡献收益。此次增发若成功实施将加快公司现有项目的开发进度，优化财务结构，进一步提升盈利能力与发展潜力，为持续做大做强奠定坚实的基础。

图表 23.非公开增发募集资金投向

项目名称	预计总投资 (百万元)	募集资金拟投入额 (百万元)	综合收益率 (%)
北京世茂国际中心	2,598	200	23.35
青岛世奥大厦	3,988	800	15.39
常熟世茂世纪中心	4,494	400	11.41
苏州世茂运河城	2,229	300	14.11
补充流动资金	300	300	NA
合计	13,609	2,000	

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司除本次四个募投项目之外，尚有十余个项目仍在开发建设的中前期，未来也计划积极扩充土地储备，进一步巩固在国内商业地产领域的龙头地位。由于商业地产的建设期和资金周转期较长，对资金的需求量较大，加之集团已将公司明确定位为 A 股的融资平台，我们预计公司在未来仍有持续的融资需求，与资本市场进一步加强沟通、释放业绩、做实基本面的动力较强。

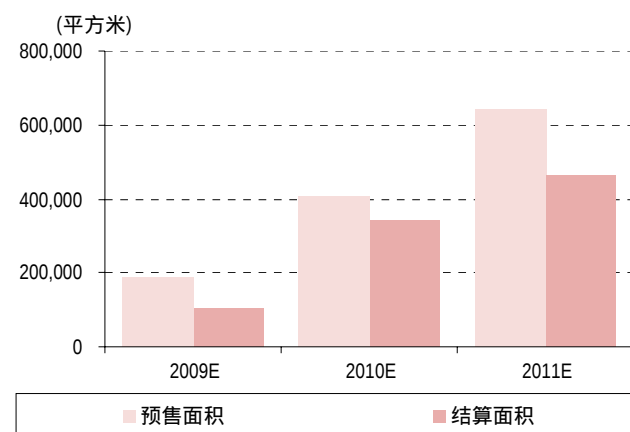
核心假设和预测

房地产销售收入快速增长

09 年前三季度，公司销售势头良好，共实现合约销售 25 亿元，合约销售面积 16 万平方米，我们认为公司今年将很有可能突破年度合约销售额 32 亿元的经营目标。随着公司未来几年可售资源的增加，预售收入将继续快速增长。我们预计公司 09-11 年间预售面积（实际回款对应的销售面积）分别达 18.96 万平米、40.85 万平米和 64.13 万平米，预售收入（按实际回款计）分别达 30.20 亿元、69.15 亿元和 93.23 亿元，每平米预售均价分别为 15,927 元、16,927 元和 14,538 元。11 年预售均价下降主要是由于均价相对较低的三线城市和酒店式公寓、写字楼等产品占比上升。每年的预售收入区域分布请参见图表 27。

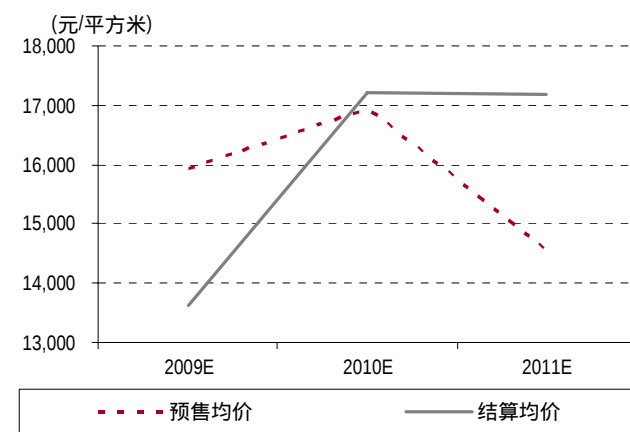
由于今年满足结算条件的已售资源相对有限，结算收入将显著低于预售收入。10 年开始，公司的竣工交楼量将显著提升，带来结算收入的跨越式增长。我们预计公司 09-11 年间结算面积分别达 10.70 万平米、33.92 万平米和 46.26 万平米，结算收入分别达 14.59 亿元、58.38 亿元和 79.50 亿元，每平米结算均价分别为 13,637 元、17,213 元和 17,187 元。每年结算收入的区域分布请参见图表 27。扣除营业税和土地增值税后，预计公司 09-11 年房地产销售的毛利率分别为 34.8%、39.2%和 36.4%。11 年毛利率较 10 年有所下降主要是由于酒店式公寓、写字楼等毛利率较低产品结算比例上升。

图表 24. 09-11 年间预售和结算面积预测

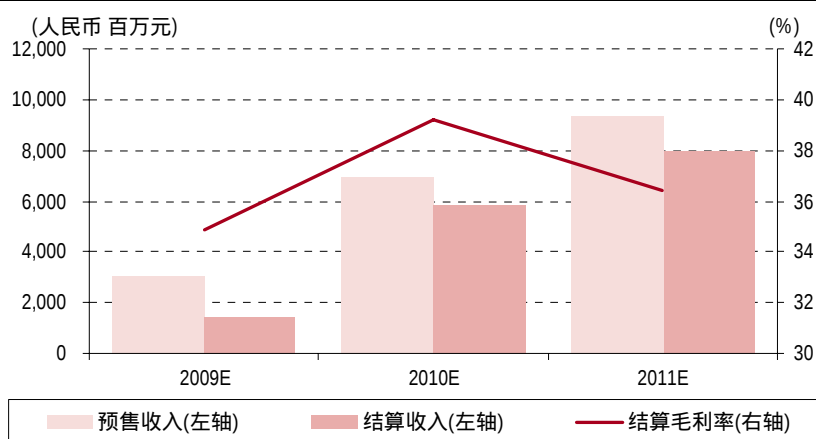


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 25. 09-11 年间预售和结算均价预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 26. 09-11 年间预售、结算收入和结算毛利率预测


资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 27. 09-11 年间公司房地产预售、结算收入和毛利区域分布

城市	预售收入 (%)			结算收入 (%)			毛利 (%)		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	21	23	18	-	22	29	-	22	30
青岛	-	3	13	-	-	13	-	-	12
沈阳	7	9	10	13	11	1	4	13	1
上海	-	7	3	-	7	4	-	5	3
南京	33	22	14	48	22	23	48	22	25
苏州	6	7	8	-	6	9	-	5	8
常熟	11	11	11	20	7	10	28	6	9
昆山	-	-	3	-	-	-	-	-	-
常州	-	-	3	-	-	-	-	-	-
无锡	-	-	1	-	-	-	-	-	-
徐州	-	-	5	-	-	5	-	-	5
杭州	-	-	1	-	-	-	-	-	-
嘉兴	-	-	4	-	-	-	-	-	-
绍兴	10	8	4	-	14	5	-	15	6
芜湖	9	9	1	16	11	1	17	11	1
厦门	-	-	1	-	-	-	-	-	-
福州	1	1	-	3	1	-	3	1	-
合计	100	100	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：公司数据，中银国际研究

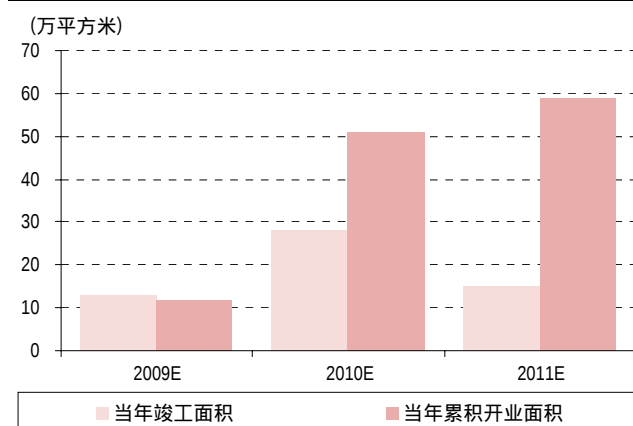
图表 28. 销售物业关键预测和假设

项目名称(平方米,元 /平方米,百万元)	权益 (%)	建筑面积	可售面积	结算均价			结算面积			结算收入			NAV		毛利率 (%)
				09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	
北京世茂国际中心	100	152,000	136,800	-	40,800	40,289	-	31,464	57,456	-	1,284	2,315	1,763	1,017	39
青岛世奥大厦	75	254,462	229,016	-	-	24,720	-	-	41,223	-	-	1,019	1,049	1,654	40
常熟世茂世纪中心	100	767,000	690,300	14,000	10,167	10,048	20,709	41,418	75,933	290	421	763	2,140	1,825	38
苏州世茂运河城	100	380,000	342,000	-	9,500	9,143	-	34,200	78,660	-	325	719	900	708	32
南京世茂滨江新城	50	1,481,364	1,333,228	15,000	16,235	16,422	46,663	79,994	113,324	700	1,299	1,861	3,016	3,252	42
沈阳世茂商业项目	100	700,370	630,333	10,000	20,800	12,500	18,910	31,517	6,303	189	656	79	3,159	3,201	41
上海世茂新体验项目	100	122,460	110,214	-	14,000	14,000	-	27,554	22,043	-	386	309	434	199	33
常州世茂商业项目	100	188,000	169,200	-	-	-	-	-	-	-	-	-	350	459	38
嘉兴世茂商业项目	100	301,900	271,710	-	-	-	-	-	-	-	-	-	544	722	34
徐州世茂商业项目	100	143,000	128,700	-	-	12,000	-	-	32,175	-	-	386	447	539	42
昆山国际城	100	207,794	187,015	-	-	-	-	-	-	-	-	-	376	410	33
芜湖世茂商业项目	100	71,986	64,787	14,500	15,885	13,295	16,197	38,872	6,479	235	617	86	267	-114	39
厦门项目	51	180,400	162,360	-	-	-	-	-	-	-	-	-	314	388	33
绍兴项目	100	91,962	82,766	-	16,231	14,279	-	49,659	28,968	-	806	414	256	232	42
杭州项目	100	170,188	153,169	-	-	-	-	-	-	-	-	-	587	844	41
无锡项目	25	200,000	180,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	78	171	36
福州世茂外滩花园	50	10,000	9,000	10,000	10,000	-	4,500	4,500	-	45	45	-	16	-	32
合计		5,422,886	4,880,597	13,637	17,213	17,187	106,979	339,178	462,564	1,459	5,838	7,950	15,696	15,507	39

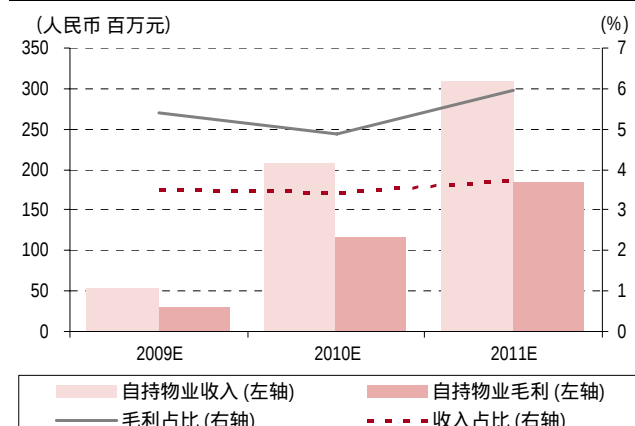
资料来源：公司数据，中银国际研究

自持物业规模逐渐扩大

预计公司 09-11 年间竣工的自持物业面积分别为 13 万、28 万和 15 万平方米，而当年累积开张经营的自持物业面积分别为 12 万、51 万和 59 万平方米。由于公司目前仍处于快速发展阶段，净资产规模相对有限，所以未来 3-4 年内仍将偏重于资产周转率较高的房地产销售业务。而且大部分自持物业尚处于培育期，所以未来几年对收入和盈利的贡献并不显著。在暂不考虑世茂百货经营收入的情况下，公司 09-11 年间自持物业的租金收入分别为 0.53 亿元、2.08 亿元 3.09 亿元，占当年总收入的 3.5%、3.4%和 3.7%；并贡献 0.29 亿元、1.17 亿元、1.84 亿元的毛利，占当年总毛利的 5.4%、4.9%和 6.0%。根据世茂股份的中长期规划，公司将逐渐加大自持物业在整体商业项目储备中的比重至 30-50%，以进一步完善收入结构，并分享物业中长期增值收益。

图表 29. 自持物业当年竣工和累积开业规模


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 30. 自持物业收入和毛利情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 31. 自持物业关键预测和假设

项目名称(平方米，百万 元，元/平方米)	权益 %	物业类型	建筑面积	出租面积	总投资	月租金	出租面积			租金收入			NAV	
							09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E
北京世茂大厦	100	商办	72,195	58,447	794	139	27,190	46,426	53,250	45	79	95	1,764	1,785
北京世茂国际中心	100	商业	60,000	48,000	960	300	-	-	-	-	-	-	2,227	2,429
常熟世茂世纪中心	100	商业	283,000	226,400	1,271	30	21,500	37,796	43,016	8	14	18	887	957
苏州世茂运河城	100	商业	80,000	64,000	375	35	-	20,000	34,000	-	9	16	298	326
南京世茂滨江新城	50	商业	172,000	137,600	1,003	40	-	-	-	-	-	-	391	459
沈阳世茂商业项目	100	商业	250,000	200,000	1,515	70	-	24,000	28,800	-	21	27	1,835	1,952
上海世茂佘山新体验项目	100	商业	250,000	200,000	1,774	65	-	-	-	-	-	-	1,731	1,821
常州世茂商业项目	100	商业	120,000	96,000	542	35	-	-	-	-	-	-	378	383
嘉兴世茂商业项目	100	商业	140,000	112,000	704	35	-	-	-	-	-	-	424	428
徐州世茂商业项目	100	商业	90,000	72,000	365	30	-	-	12,000	-	-	5	254	280
昆山国际城	100	商业	50,000	40,000	219	30	-	-	-	-	-	-	132	134
芜湖世茂商业项目	100	商业	50,000	40,000	301	35	-	12,000	28,000	-	5	14	183	209
昆山世茂华东商城	100	商业	95,229	76,183	485	45	-	36,000	64,800	-	20	39	686	720
厦门项目	51	商业	90,000	72,000	663	40	-	-	-	-	-	-	158	159
绍兴项目	100	商业	180,000	144,000	916	45	-	83,200	108,800	-	47	68	947	1,485
杭州项目	100	商业	80,000	64,000	589	45	-	-	-	-	-	-	213	284
无锡项目	25	商业	100,000	80,000	783	40	-	-	-	-	-	-	21	50
上海万象尚都	100	商业	10,000	8,000	75	300	-	3,200	6,800	-	12	27	439	465
合计			2,172,424	1,738,630	13,333		48,690	262,622	379,466	53	208	309	12,970	14,327

资料来源：公司数据，中银国际研究

投资性房地产公允价值计量将增厚每股净资产

为了更为客观地反映公司自持物业的真实价值，公司于今年起对投资性房地产实施公允价值计量。值得注意的是，公司以成本计量的在建或自用物业首次转为以公允价值计量的投资性房地产时，转换当日公允价值大于原账面值的差额部分计入所有者权益（资本公积项）而非当期损益。之后定期所做的公允价值评估值与上期账面值的差额才计入当期损益。可见，在物业的市场环境不发生剧烈变动的正常经营周期，若存量自持物业规模不大，投资性房地产公允价值变动对于当期损益的贡献并不显著。当然，在建或自用物业首次转为投资性房地产时，一般仍能显著增厚公司的每股净资产值，并降低负债率。

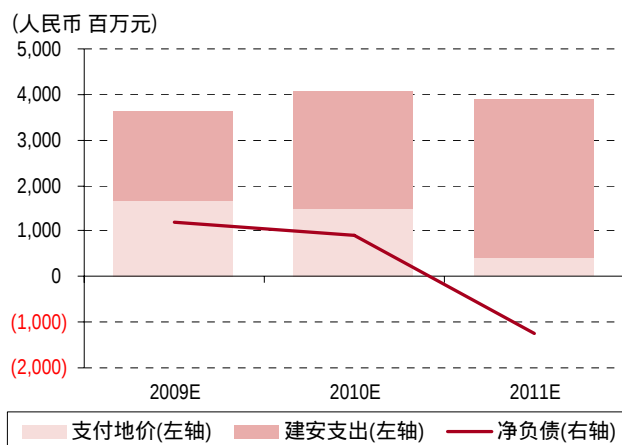
基于审慎的原则，对于进入损益表的公允价值变动，我们在财务预测模型中仅考虑了 09 年前三季度已经录得的 0.28 亿元收益，而未考虑 10-11 年间存量投资性物业的公允价值变动损益。对于自用和在建物业首次转为投资性房地产导致的公允价值大于原账面值的差额部分（转换时点按物业正式投入运营计），我们做了大致的测算。在扣除相应的递延税项后，在 09-11 年间将分别增厚每股净资产 0.21 元、0.80 元和 0.12 元。值得指出的是，我们假设的物业公允价值基于租金资本化率法，一般均低于物业的市场成交价格，因此可能较公司的测算值更为保守。

资产负债表较为健康

09 年 3 季度末，公司手持现金 20.39 亿元，净负债率 6.73%，资产负债率 50.02%，扣除 12.50 亿元的预收账款后资产负债率仅 40.43%，均处于行业内的较低水平。借助世茂集团的平台优势，公司的融资渠道较为通畅，同时集团目前也以无息股东借款的形式向公司旗下的多个项目提供支持。公司表示未来将继续贯彻稳健的财务政策，控制资产负债率在合理水平以降低财务风险。

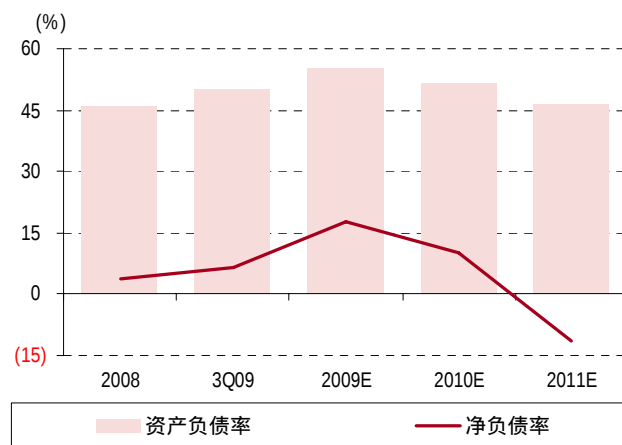
在不考虑新项目收购的情况下，我们预计公司 09-11 年间的资本开支分别为 36.44 亿元、40.52 亿元和 38.78 亿元，其中建安开支分别为 19.86 亿元、25.76 亿元和 34.84 亿元，支付地价款分别为 16.58 亿元、14.76 亿元和 3.94 亿元。由于 10-11 年间强劲的预售、销售款回流，我们预计公司的净负债率将由 09 年底的 17.86% 下降至 10 年底的 10.23%，并在 11 年转为净现金状态。若非公开增发在 10 年成功实施，公司在 10 年即可转为净现金状态。

图表 32. 09-11 年间资本开支和净负债预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 33. 公司负债率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

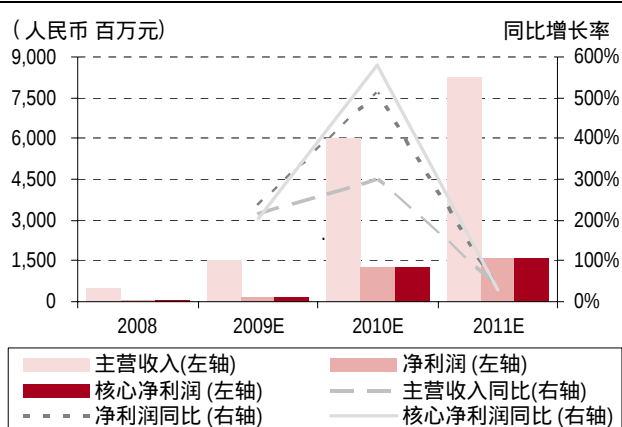
盈利预测和绝对估值

盈利预测

2009-2011 年间，预计公司分别实现主营业务收入 15.12 亿元、60.46 亿元和 82.59 亿元，对应的 08-11 年间复合增长率为 158.7%；实现净利润 2.05 亿元、12.57 亿元和 15.98 亿元，对应的 08-11 年间复合增长率为 196.9%；若剔除投资性房地产公允价值变动损益 (我们仅考虑了 09 年前三季度已经录得的 0.28 亿元收益，未计入 10-11 年间的损益)，公司的核心净利润将分别达 1.85 亿元、12.57 亿元和 15.98 亿元。

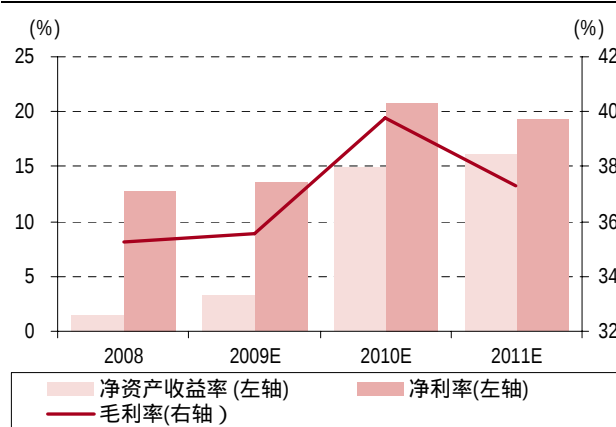
预计 09-11 年间公司的毛利率分别为 35.5%、39.8%和 37.3%，净利率分别为 13.6%、20.8%和 19.3%，处于行业内的较高水平。11 年毛利率和净利率较 10 年小幅回落的原因主要是当年结算项目中低毛利率产品占比有所上升。随着 10-11 年间盈利的快速释放，公司净资产收益率将由 09 年的 3.3%攀升至 10 年的 14.9%和 11 年的 16.0%。

图表 34. 收入、净利润和核心净利润预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 35. 净资产收益率、净利率和毛利率预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

按目前股本计，公司 09-11 年间每股收益为 0.175 元、1.074 元和 1.365 元，每股核心收益为 0.158 元、1.074 元和 1.365 元。假设公司在 10 年完成 1.5 亿股的增发，则 10-11 年每股收益为 0.955 元和 1.215 元，较增发前摊薄 11.09%和 10.94%。

公司实际控制人许荣茂先生对重组完成后世茂股份整体资产的效益情况出具承诺，若 09-11 年间扣除非经常性损益后净利润以目前 11.7 亿股的总股本计算的三年平均每股收益低于 0.45 元/股，则许荣茂先生将以现金补足实际净利润与承诺净利润的差额。按此承诺和我们预计的 09 年 0.158 元每股核心收益，10-11 年间扣除非经常损益后的平均每股收益须达到 0.596 元，公司未来两年的盈利成长有一定的保障。

NAV 估值

图表 36. 净资产估值 (单位: 百万元, 百万股, 元)

	估值方法	2009E			2010E		
		评估值	评估毛资产值占比%	每股评估价值	评估值	评估毛资产值占比%	每股评估价值
开发物业		15,696	50	13.41	15,507	47	13.25
北京	现金流折现	1,763	6	1.51	1,017	3	0.87
青岛	现金流折现	1,049	3	0.90	1,654	5	1.41
沈阳	现金流折现	3,159	10	2.70	3,201	10	2.73
上海	现金流折现	434	1	0.37	199	1	0.17
南京	现金流折现	3,016	10	2.58	3,252	10	2.78
苏州	现金流折现	900	3	0.77	708	2	0.60
常熟	现金流折现	2,140	7	1.83	1,825	6	1.56
昆山	现金流折现	376	1	0.32	410	1	0.35
常州	现金流折现	350	1	0.30	459	1	0.39
无锡	现金流折现	78	0	0.07	171	1	0.15
徐州	现金流折现	447	1	0.38	539	2	0.46
杭州	现金流折现	587	2	0.50	844	3	0.72
嘉兴	现金流折现	544	2	0.47	722	2	0.62
绍兴	现金流折现	256	1	0.22	232	1	0.20
芜湖	现金流折现	267	1	0.23	-114	0	(0.10)
厦门	现金流折现	314	1	0.27	388	1	0.33
福州	现金流折现	16	0	0.01	-	0	0.00
投资物业		12,970	42	11.08	14,327	44	12.24
北京	资本化率	3,991	13	3.41	4,214	13	3.60
青岛	资本化率	-	0	0.00	-	0	0.00
沈阳	资本化率	1,835	6	1.57	1,952	6	1.67
上海	资本化率	2,171	7	1.85	2,287	7	1.95
南京	资本化率	391	1	0.33	459	1	0.39
苏州	资本化率	298	1	0.25	326	1	0.28
常熟	资本化率	887	3	0.76	957	3	0.82
昆山	资本化率	818	3	0.70	854	3	0.73
常州	资本化率	378	1	0.32	383	1	0.33
无锡	资本化率	21	0	0.02	50	0	0.04
徐州	资本化率	254	1	0.22	280	1	0.24
杭州	资本化率	213	1	0.18	284	1	0.24
嘉兴	资本化率	424	1	0.36	428	1	0.37
绍兴	资本化率	947	3	0.81	1,485	5	1.27
芜湖	资本化率	183	1	0.16	209	1	0.18
厦门	资本化率	158	1	0.14	159	0	0.14
福州	资本化率	-	0	0.00	-	0	0.00
海通证券股权	市值法	594	2	0.51	623	2	0.53
现金	账面值	1,864	6	1.59	2,435	7	2.08
评估毛资产值		31,123	100	26.59	32,892	100	28.10
有息负债	账面值	(3,056)		(2.61)	(3,355)		(2.87)
评估净资产值		28,067			29,537		
股本		1,171			1,171		
每股净资产值				23.98			25.23

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

我们采用不同的估值方法对于公司的各类资产分别进行了估值：对于开发销售类物业，我们用现金流折现法进行估值，所用的加权平均资本成本 (WACC) 为 9%；对于自持投资类物业，我们用租金资本化率法进行估值 (在建部分的地价和建安支出按 9% 的贴现率折现)，各项目的资本化率在 5.5%-6.5% 之间；对于公司持有的海通证券股权，我们按预计期末市值计；对于期末的现金和有息负债，则按账面值计。由此，我们得到公司 09 和 10 年末每股 NAV 分别为 23.98 元和 25.23 元。

假设公司在 10 年完成 1.5 亿股的增发，则 10 年每股 NAV 将小幅摊薄 5.35% 至 23.88 元，但 10 年每股账面价值 (BPS) 将增厚 9.67% 至 7.91 元。

敏感性分析

针对不同的折现率 (包括 WACC 和资本化率)、销售型物业的均价变动幅度和 10 年结算完成度，我们对公司 10 年预测每股 NAV 和 10 年的每股收益做了敏感性分析。

图表 37. 2010 年预测 每股 NAV 敏感性分析 - 绝对值

折现率 变动	10 年销售物业均价相对目前模型假设变动								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-2.0%	30.75	31.72	32.67	33.61	34.54	35.45	36.34	37.19	38.02
-1.5%	27.68	28.63	29.58	30.50	31.42	32.33	33.21	34.05	34.87
-1.0%	25.23	26.18	27.12	28.03	28.95	29.84	30.71	31.54	32.36
-0.5%	23.25	24.18	25.11	26.02	26.92	27.81	28.67	29.49	30.30
0.0%	21.59	22.52	23.44	24.34	25.23	26.11	26.96	27.78	28.58
0.5%	20.20	21.11	22.02	22.91	23.80	24.67	25.51	26.32	27.12
1.0%	19.00	19.90	20.81	21.69	22.56	23.43	24.26	25.06	25.85
1.5%	17.95	18.85	19.74	20.62	21.49	22.34	23.17	23.96	24.74
2.0%	17.04	17.93	18.81	19.68	20.54	21.38	22.20	22.99	23.76

资料来源：中银国际研究

图表 38. 2010 年预测每股 NAV 敏感性分析 - 相对基准情况变动率

折现率 变动	10 年销售物业均价相对目前模型假设变动								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-2.0%	21.9	25.7	29.5	33.2	36.9	40.5	44.0	47.4	50.7
-1.5%	9.7	13.5	17.2	20.9	24.5	28.1	31.6	34.9	38.2
-1.0%	0.0	3.7	7.5	11.1	14.7	18.3	21.7	25.0	28.2
-0.5%	(7.9)	(4.2)	(0.5)	3.1	6.7	10.2	13.6	16.9	20.1
0.0%	(14.4)	(10.8)	(7.1)	(3.5)	0.0	3.5	6.9	10.1	13.3
0.5%	(20.0)	(16.3)	(12.7)	(9.2)	(5.7)	(2.2)	1.1	4.3	7.5
1.0%	(24.7)	(21.1)	(17.5)	(14.1)	(10.6)	(7.2)	(3.9)	(0.7)	2.4
1.5%	(28.9)	(25.3)	(21.7)	(18.3)	(14.8)	(11.5)	(8.2)	(5.0)	(1.9)
2.0%	(32.5)	(29.0)	(25.4)	(22.0)	(18.6)	(15.3)	(12.0)	(8.9)	(5.8)

资料来源：中银国际研究

图表 39. 2010 年预测每股收益敏感性分析 - 绝对值

10 年销售物 业均价相对 目前模型假 设变动	10 年销售物业实际结算量和模型假设之比								
	80%	85%	90%	95%	100%	105%	110%	115%	120%
-20%	0.59	0.64	0.69	0.74	0.79	0.84	0.89	0.95	1.00
-15%	0.64	0.70	0.75	0.81	0.86	0.92	0.98	1.03	1.09
-10%	0.70	0.76	0.82	0.88	0.94	1.00	1.06	1.12	1.17
-5%	0.75	0.81	0.88	0.94	1.01	1.07	1.13	1.20	1.26
0%	0.80	0.87	0.94	1.01	1.07	1.14	1.21	1.28	1.34
5%	0.86	0.93	1.00	1.07	1.14	1.21	1.28	1.35	1.43
10%	0.91	0.98	1.06	1.13	1.21	1.28	1.36	1.43	1.51
15%	0.95	1.03	1.11	1.19	1.27	1.35	1.43	1.51	1.58
20%	1.00	1.08	1.17	1.25	1.33	1.41	1.50	1.58	1.66

资料来源：中银国际研究

图表 40. 2010 年预测每股收益敏感性分析 - 相对基准情况变动率

10 年销售物 业均价相对 目前模型假 设变动	10 年销售物业实际结算量和模型假设之比								
	80%	85%	90%	95%	100%	105%	110%	115%	120%
-20%	(45.4)	(40.6)	(35.8)	(31.0)	(26.2)	(21.4)	(16.7)	(11.9)	(7.1)
-15%	(40.2)	(35.0)	(29.8)	(24.6)	(19.5)	(14.3)	(9.2)	(4.0)	1.1
-10%	(35.0)	(29.4)	(23.8)	(18.3)	(12.7)	(7.2)	(1.7)	3.9	9.4
-5%	(30.0)	(24.1)	(18.2)	(12.3)	(6.4)	(0.4)	5.5	11.4	17.3
0%	(25.2)	(18.9)	(12.6)	(6.3)	0.0	6.3	12.5	18.8	25.1
5%	(20.3)	(13.7)	(7.0)	(0.4)	6.3	12.9	19.6	26.2	32.8
10%	(15.6)	(8.6)	(1.6)	5.4	12.4	19.4	26.4	33.4	40.4
15%	(11.1)	(3.7)	3.6	11.0	18.3	25.6	33.0	40.3	47.6
20%	(6.7)	1.0	8.7	16.4	24.1	31.7	39.4	47.1	54.7

资料来源：中银国际研究

风险因素

行业政策紧缩和宏观经济复苏低于预期

房地产行业受信贷、土地、税收等政策影响较大，与宏观经济运行态势紧密相关。与自住和改善性需求为主的住宅地产相比，商业地产的销售主要依赖于投资性需求，对经济周期和行业政策变动的敏感性更大。

商业地产开发运营风险较高

与住宅地产相比，商业地产资金需求量较大，资金周转和建设开发期也较长，而且竣工交付后若选择自持还涉及招商和后期持续运营等工作，因此对开发商综合开发运营能力的要求较高。无论在前期调研、选址规划、设计建造、招商运营任何一个环节出现纰漏都可能影响项目的进度和品质，并给现金流带来较大压力，进而影响公司业绩。

二三线城市商业地产市场有待培育

公司相当比重的项目储备位于二三线城市，这些城市的整体商业氛围和第三产业发展程度较一线城市有明显差距，商业地产市场尚不成熟，吸纳能力相对有限。公司项目的租售前景将很大程度上取决于其产品设计和招商运营管理能力。

公司治理的历史问题

世茂集团在 2000 年入主世茂股份后，曾在公司的资产重组和项目运作上引起一些媒体的负面报道，公司在集团架构中的定位也较为模糊。但我们认为 09 年完成资产注入后，世茂股份的发展定位和股东结构得以理顺，公司治理和信息披露的透明度大有改观，与控股股东世茂房地产签署的不竞争协议确保了公司未来的利益和成长空间。而且，集团此次注入资产的评估价格较低，留给上市公司较大的增值空间，体现了做大做强上市公司的决心。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	1,241	477	1,512	6,046	8,259
销售成本	(828)	(309)	(975)	(3,640)	(5,181)
经营费用	(78)	(46)	(161)	(413)	(503)
经营利润 (息税前利润)	336	122	376	1,993	2,575
折旧及摊销	(11)	(10)	(14)	(17)	(17)
息税折旧前利润	325	112	362	1,976	2,558
净利息收入/(费用)	(69)	(24)	(44)	(106)	(87)
其他收益/(损失)	(7)	57	32	0	0
税前利润	249	144	350	1,871	2,471
所得税	(109)	(43)	(88)	(468)	(618)
少数股东权益	(73)	(40)	(58)	(146)	(256)
净利润	66	61	205	1,257	1,598
核心净利润	66	61	185	1,257	1,598
每股收益(人民币)	0.139	0.128	0.175	1.074	1.365
核心每股收益(人民币)	0.139	0.128	0.158	1.074	1.365
每股股息(人民币)	0.050	0.030	0.035	0.215	0.273
收入增长(%)	(41)	(62)	217	300	37
息税前利润增长(%)	(22)	(66)	224	446	29
息税折旧前利润增长(%)	(22)	(64)	208	430	29
每股收益增长(%)	(45)	(8)	37	512	27
核心每股收益增长(%)	(45)	(8)	24	581	27

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	791	440	1,864	2,435	3,252
应收帐款	21	7	74	100	125
库存	1,241	6,245	9,223	8,756	8,698
其他流动资产	47	277	441	595	744
流动资产总计	2,100	6,969	11,602	11,885	12,819
固定资产	417	743	2,521	5,874	6,447
无形资产	25	23	23	22	21
其他长期资产	586	337	734	760	790
长期资产总计	1,028	1,104	3,277	6,657	7,258
总资产	3,128	8,073	14,879	18,542	20,077
应付帐款	482	683	853	939	986
短期债务	263	210	500	540	475
其他流动负债	623	2,196	3,890	4,523	5,542
流动负债总计	1,368	3,089	5,244	6,002	7,002
长期借款	100	385	2,556	2,815	1,534
其他长期负债	97	245	404	725	778
股本	478	478	1,171	1,171	1,171
储备	740	3,528	5,099	7,277	8,784
股东权益	1,218	4,006	6,270	8,448	9,955
少数股东权益	344	348	406	552	808
总负债及权益	3,128	8,073	14,879	18,542	20,077
每股帐面价值(人民币)	2.55	8.38	5.36	7.22	8.50
每股有形资产(人民币)	2.49	8.33	5.34	7.20	8.49
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	0.32	1.02	0.79	(1.06)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	249	144	350	1,871	2,471
折旧与摊销	11	10	14	17	17
净利息费用	69	24	44	106	87
运营资本变动	283	(766)	(1,344)	(1,057)	604
税金	(116)	(29)	(171)	(468)	(618)
其他经营现金流	8	(11)	(554)	74	69
经营活动产生的现金流	504	(626)	(1,661)	542	2,630
购买固定资产净值	(0)	(0)	(54)	(50)	(60)
投资减少/增加	(125)	131	(65)	0	0
其他投资现金流	0	34	5	0	0
投资活动产生的现金流	(125)	165	(114)	(50)	(60)
净增权益	0	0	850	0	0
净增债务	(12)	232	2,461	299	(1,346)
支付股息	(24)	(24)	(14)	(41)	(251)
其他融资现金流	(131)	(97)	(99)	(180)	(156)
融资活动产生的现金流	(166)	111	3,198	78	(1,753)
现金变动	212	(350)	1,424	571	817
期初现金	578	791	440	1,864	2,435
公司自由现金流	379	(461)	(1,774)	492	2,570
权益自由现金流	236	(326)	588	612	1,068

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.1	25.6	24.9	33.0	31.2
息税前利润率(%)	26.2	23.4	23.9	32.7	31.0
税前利润率(%)	20.0	30.3	23.2	30.9	29.9
净利率(%)	5.3	12.8	13.6	20.8	19.3
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.3	2.2	2.0	1.8
利息覆盖率(倍)	4.3	3.7	7.3	16.9	25.3
净权益负债率(%)	净现金	3.6	17.9	10.2	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.2	0.5	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	127.1	138.2	100.6	16.4	12.9
核心业务市盈率(倍)	127.1	138.2	111.8	16.4	12.9
目标价对应市盈率(倍)	181.8	197.7	143.8	23.5	18.5
市净率(倍)	6.9	2.1	3.3	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	16.7	(13.5)	(12.4)	38.1	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.4	96.0	71.7	13.9	10.4
周转率					
存货周转天数	657.3	4421.6	2896.4	901.3	614.8
应收帐款周转天数	4.7	10.8	9.8	5.2	5.0
应付帐款周转天数	146.8	445.5	185.4	54.1	42.5
回报率					
股息支付率(%)	36.0	23.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	6.2	2.3	4.0	17.1	17.4
资产收益率(%)	6.1	1.4	2.4	8.9	9.9
已运用资本收益率(%)	18.4	3.4	5.0	18.0	20.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

世茂股份 (600823.SS/人民币 17.64, 买入)
万科 A (000002.SZ/人民币 11.97, 买入)
保利地产 (600048.SS/人民币 25.52, 买入)
招商地产 (000024.SZ/人民币 33.15, 买入)
金地集团 (600383.SS/人民币 16.04, 买入)
华侨城 A (000069.SZ/人民币 20.90, 买入)
华发股份 (600325.SS/人民币 22.35, 买入)
冠城大通 (600067.SS/人民币 17.00, 持有)
深振业 A (000006.SZ/人民币 12.95, 持有)
中华企业 (600675.SS/人民币 16.49, 买入)
中航地产 (000043.SZ/人民币 17.70, 持有)
京投银泰 (600683.SS/人民币 13.55, 买入)
嘉凯城 (000918.SZ/人民币 19.24, 买入)
泛海建设 (000046.SZ/人民币 16.60, 未有评级)
苏宁环球 (000718.SZ/人民币 16.60, 未有评级)
ST 鲁置业 (600223.SS/人民币 11.86, 未有评级)
中南建设 (000961.SZ/人民币 23.24, 未有评级)
阳光股份 (000608.SZ/人民币 12.40, 未有评级)
首开股份 (600376.SS/人民币 24.80, 未有评级)
新湖中宝 (600208.SS/人民币 11.58, 未有评级)
上实发展 (600748.SS/人民币 16.73, 未有评级)
荣盛发展 (002146.SZ/人民币 20.74, 未有评级)
栖霞建设 (600533.SS/人民币 7.57, 未有评级)
广宇集团 (002133.SZ/人民币 11.27, 未有评级)
北京城建 (600266.SS/人民币 20.52, 未有评级)
亿城股份 (000616.SZ/人民币 7.75, 未有评级)
滨江集团 (002244.SZ/人民币 16.60, 未有评级)
浦东金桥 (600639.SS/人民币 14.51, 持有)
张江高科 (600895.SS/人民币 14.12, 买入)
金融街 (000402.SZ/人民币 14.29, 买入)
中国国贸 (600007.SS/人民币 13.23, 持有)
陆家嘴 (600663.SS/人民币 28.10, 未有评级)
外高桥 (600648.SS/人民币 17.76, 未有评级)
苏州高新 (600736.SS/人民币 9.66, 未有评级)
北辰实业 (601588.SS/人民币 6.55, 未有评级)
海通证券 (600837.SS/人民币 18.15, 持有)

以 2009 年 12 月 4 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;

卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。

未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 12 月 2 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371