



世茂股份 (600823.SH)

推荐 (维持)

所属行业: 房地产
行业评级: 推荐

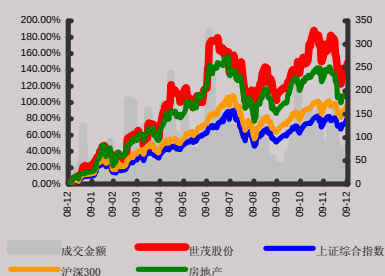
股价数据

12 个月股价区间 (元) 6.50—19.80
上一交易日价格 (元) 16.66

股本结构

总市值 (亿元)	195.02
流通市值 (亿元)	79.69
总股本 (亿股)	11.71
流通 A 股 (亿股)	4.78
流通 B 股 (亿股)	-

股价表现图



相关报告:

1、600823 世茂股份三季报点评:
华丽转型, 步入业绩增长快车道
2009 年 10 月 31 日

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

房地产行业分析师
丁晨、涂力磊

Tel: (8621) 68766624
(8621) 58306749
Fax: (8621) 58318543
Email:
dingchen@qlzq.com.cn
tull@qlzq.com.cn

世茂股份深度报告:

布局二三线锁定高红利, 城市综合体掘金无限量

投资要点:

- **强势转战商业地产, 盈利模式根本转变。**增发注资后公司主营业务由经营房地产业务变更为主要致力于商业地产的开发与经营, 商业模式由之前的开发和销售规模 20 万平方米以下的住宅和 10 万平方米以下的商业地产变更为开发、持有和经营商业地产, 并采取售、租和自营相结合的模式。此次重大重组带来了公司战略定位和基本面的根本转变, 从而为公司打开了利润增长和规模扩张的无限空间。
- **2010 年商业地产机会呈现。**判断基于以下理由: 一是宏观经济企稳将带动市场走出低谷; 二是商住倒挂, 商业地产价值相对低估; 三是政策调控对商业地产相对安全, 反而会受益于内外需刺激政策; 四是 REITs 即将出台和保险资金入市将加速商业地产发展。
- **抢先布局二三线城市, 锁定高红利。**公司项目分布在长三角、环渤海湾、海西和中部地区的二三线城市, 共拥有超过 830 万平方米的土地储备, 可供今后 5 年开发, 是目前国内商业地产土地储备最多房地产企业。其中二线城市占比 26%, 而三线城市占比高达 66%。但这些小城市人均收入普遍较高, 有培育商业地产的肥沃土壤, 且土地成本相对低廉, 而随着城镇化进程的深入、产业的升级及诸多区域经济政策的利好, 这里的商业地产将有更广阔的发展空间。
- **城市综合体收益高预期。**公司项目以地标性城市综合体为主, 因而在各城市具有绝对的拿地优势; 同时综合体项目是兼顾长短期效益的合理的投资模型; 其次公司将于近期成立合营公司统一运作城市综合体项目, 整合资源提高运营效率; 另外公司还将做强自身的百货、餐饮和影城等品牌, 从而提升物业价值; 而公司的招商引资优势也将保障项目运营的高回报。
- **非公开发行在即, 项目回报前景乐观。**本次增发募资除了 3 亿元补充流动资金外, 其余 17 亿分别投向青岛、常熟、苏州、北京项目, 项目回报前景较好。目前增发事项进展顺利, 正等待国土资源部审批。
- **全面公允价值计量将提高当期收益水平。**目前公司是国内唯一一家实行全面公允价值计量的商业地产上市公司, 根据公司未来 2 至 3 年的经营规划目标, 10 年以后将有大量优质物业完工, 在房价增长趋势下, 全面公允价值计量将提高当期的盈利水平。

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



- **估值和投资建议：**公司 09 年竣工面积有限，预售收入将远高于结算收入，2010 年公司业绩将呈现爆发式增长。我们预计公司 09 年、10 年和 11 年每股收益分别为 0.18 元、1.01 元和 1.37 元，截止上一交易日 16.66 元的收盘价，对应的 P/E 分别为 93 倍、16 倍和 12 倍，10 年以后具有长期估值优势，对应 RNAV 估值 23.48 元/股，考虑到公司业绩的高增长以及股价对 RNAV 的折价优势，维持公司“**推荐**”评级。

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	477.29	1361.00	8284.80	11398.80
增长率 (%)	—	285.15%	608.73%	137.59%
归属母公司股东净利润	61.05	215.76	1328.33	1807.07
增长率 (%)	—	353.42%	615.65%	136.04%
每股收益 (EPS)	0.05	0.18	1.01	1.37
销售毛利率 (%)	44.39%	45.00%	48.00%	50.00%
销售净利率 (%)	21.27%	17.25%	18.00%	18.00%

数据来源：齐鲁证券研究所



正文目录

一、华丽转型，强势转战商业地产	4
二、2010 年商业地产机会呈现	5
1、宏观经济企稳带动市场走出低谷	5
2、“商住倒挂”，商业地产价值相对低估	6
3、政策调控对于商业地产相对安全	6
4、REITs即将出台和保险资金入市将加速商业地产发展	6
三、抢先布局二三线城市，锁定高红利	7
1、小城优势	8
2、土地成本优势	8
3、城镇化和区域经济政策利好	9
四、城市综合体收益高预期	10
1、项目拿地优势	10
2、兼顾长短期效益的合理投资模型	10
3、成立合营公司以加强项目管理	11
4、品牌提升价值	11
5、招商引资优势	11
五、非公开发行在即，项目回报前景乐观	11
六、全面公允价值计量或将提高当期收益	13
七、2010 年公司业绩将呈爆发式增长，维持“推荐”评级	13

图目录

图 1：重组后公司股权结构	4
图 2：各项宏观经济指标	5
图 3：住宅与商业地产销售情况对比	5
图 4：住宅与商业地产新开工面积情况对比	6
图 5：住宅与商业地产新开工面积情况对比	6
图 6：公司现有土地储备城市分布	7
图 7：公司项目所在城市人均可支配收入（万元）	8

表目录

表 1：公司现有项目储备	9
表 2：募资项目情况	12
表 3：公司项目进度规划	13
表 4：收入预测	14
表 5：盈利预测	15
表 6：RNAV估算	15

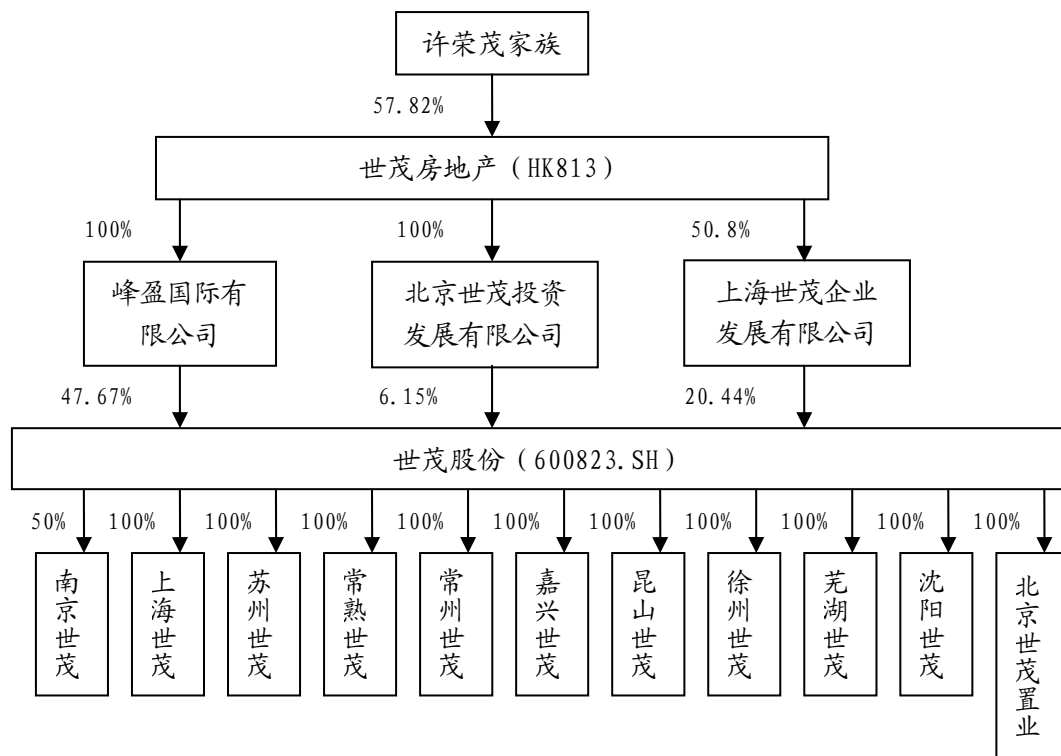


一、华丽转型，强势转战商业地产

2001 年 4 月，世茂集团收购上海本地上市公司——万象集团，并更名世茂股份，成功立足国内资本市场。公司于 2009 年 5 月完成了始于 2007 年重大资产重组，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、上海世茂企业发展有限公司以每股 12.05 元发行 69,224 万股购买资产，通过此方案，注入 9 家项目公司股权、北京世茂大厦及约人民币 7.5 亿元现金，增加了公司相应收益，获得总建筑面积逾 400 万平方米的优质商业地产，由此，公司成为内地规模最大的专业开发、经营商业及办公地产的龙头上市公司之一。

公司发行股份购买资产方案实施完毕之后，公司主营业务、商业模式和盈利模式、资产规模及财务状况同比都发生了巨大的变化。公司主营业务由经营房地产业务变更为主要致力于商业地产的开发与经营，2009 年三季报显示，公司总资产规模增长了 3.8 倍，净资产增长了 4.2 倍，商业模式和盈利模式由之前的开发和销售规模 20 万平米以下的住宅和 10 万平米以下的商业地产变更为开发、持有和经营商业地产，并采取售、租和自营相结合的模式。同时，根据公司实际控制人许荣茂先生和世茂房地产出具的“不竞争协议”，间接控股股东世茂房地产（HK0813）不从事商业地产的开发、销售和经营，而主要致力于住宅和酒店的开发、销售和经营。因此，此次重大重组带来了公司战略定位和基本面的根本转变，从而为公司打开了利润增长和规模扩张的无限空间。

图 1：重组后公司股权结构



资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所



二、2010年商业地产机会呈现

2010年，随着市场的持续回暖，商业地产的投资机会将逐步呈现。我们看好商业地产，判断理由如下文。

1、宏观经济企稳带动市场走出低谷

2009年在政策刺激下，宏观经济复苏态势已确立，从GDP、工业增加值、PMI等宏观指标来看，宏观经济整体向上，1-3季度，GDP季度同比增长分别为6.1%、7.9%、8.9%，2010年，从拉动经济的三架马车来看，出口在外需逐步改善的条件下，09年的降幅已经收窄，10年将恢复正增长；投资方面，政府投资仍将保持高位，而随着经济的回暖，企业投资意愿信心也在增强，企业投资也会回复高增长；消费方面，促消费政策在09年对经济复苏作出了很大贡献，只有消费稳定增长，以内需拉动战略逐步替代出口导向战略，中国经济增长才能基础稳固，因此促消费政策仍是10年的政策重点。而从政策面来看，政策也将为经济的进一步回暖保驾护航。由此可见2010年宏观经济向上格局毋庸置疑。

与住宅市场不同的是，商业地产与实体经济关系更加密切，受国内国际经济的基本面影响，因此更加受制于宏观经济的真实状况，也更能体现实体经济的走向。因此商业地产向来都是宏观经济的“晴雨表”。从市场销售情况来看，增速可能滞后于住宅，销竣比也小于住宅市场，但是供求基本平衡；而且从新开工面积情况对比来看，商业地产的同比增速明显快于住宅，特别是与内需增长最密切相关的商业营业用房增速最快，而新开工面积这一指标往往是市场景气情况的先行指标，这显示出对后期商业地产市场的看好。

综上所述，2010年，宏观经济的企稳、企业投资和内外需的扩张将带动商业地产市场走出低谷，商业地产的投资价值将会逐步显现。

图 2：各项宏观经济指标

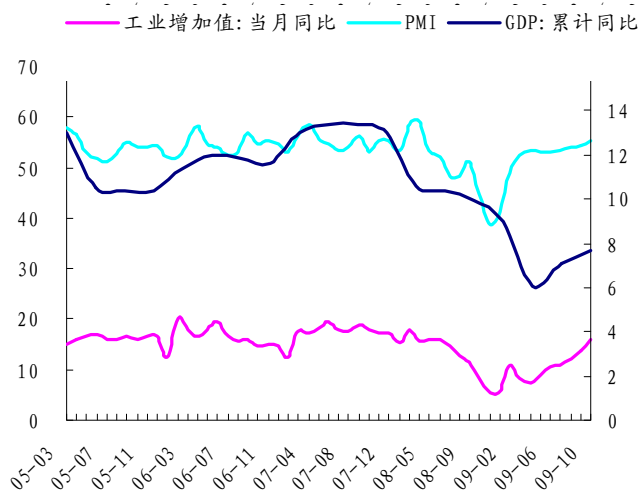
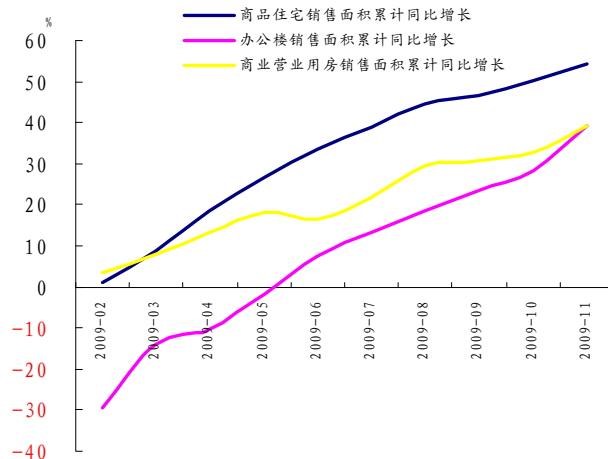


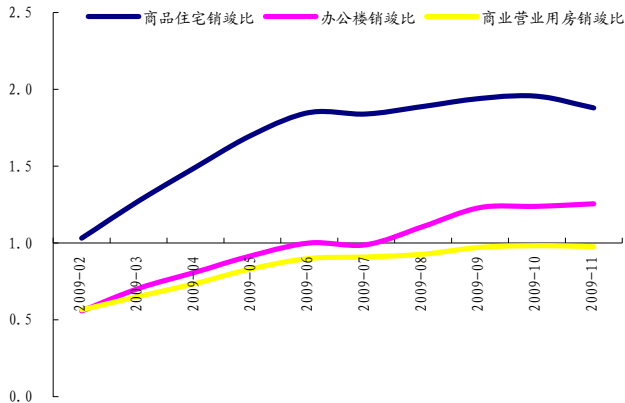
图 3：住宅与商业地产销售情况对比



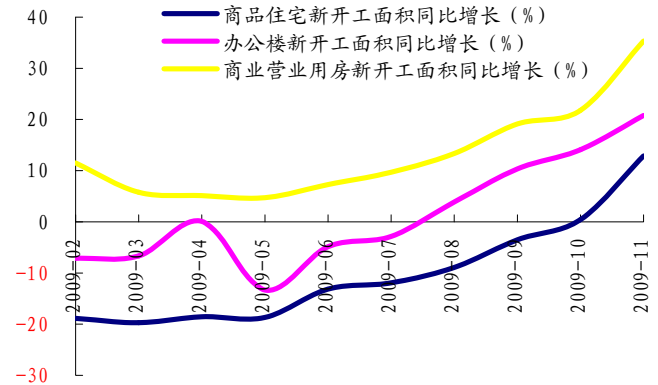
数据来源：Wind，齐鲁证券研究所

数据来源：Wind，齐鲁证券研究所




图 4：住宅与商业地产新开工面积情况对比


数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

图 5：住宅与商业地产新开工面积情况对比


数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

2、“商住倒挂”，商业地产价值相对低估

在一个相对健康的房地产市场，商业地产价格普遍高于住宅价格，而目前，各城市商住倒挂现象仍然存在，以上海为例，在上海浦东金桥板块，在售的写字楼联创国际的售价为 1.3 万元-1.7 万元/平方米，而同区域的住宅网上参考价则为 2.8 万元/平方米；位于静安区的南证大厦成交价为 2.6 万元/平方米，附近的住宅买卖价格约 5 万元/平方米。再看北京，据戴德梁行数据显示，位于北京花市大街的国瑞城公寓的价格已达到 3 万元/平方米，最高达到 3.5 万元/平方米；而在北京崇文区、宣武区，几乎没有发现单价高于 2 万元/平方米的写字楼。在 CBD 地区，御金台公寓售价高达 5.5 万元/平方米，而位于同一地段的 SK 大厦售价仅为 3.1 万元/平方米。在很多二线城市如成都、济南等地，商住倒挂现象也普遍存在。

这说明，相对于价格日益高涨的住宅市场，商业地产的价值没有被充分挖掘，仍处于估值洼地，投资优势较为明显。

3、政策调控对于商业地产相对安全

中央在 09 年年底表示要遏制部分城市房价的过快上涨，一些临时性优惠政策将会退出，关乎国计民生的住宅市场由于对政策更为敏感，将会退烧走向平稳的发展态势。相对于住宅，商业地产在政策调控方面将会相对安全，其走势将与实体经济走势密切相关，同时很多商业地产，例如超市、娱乐、餐饮等营业用房还会进一步受扩内需、促消费政策的刺激，而办公楼也会受益于内外需刺激政策，而处于快速上升通道中。

4、REITs 即将出台和保险资金入市将加速商业地产发展



今年8月份随着监管部门对REITs试点区域的密集调研, REITs的多个详细方案已经浮出水面。今年8月, 由银监会联合央行草拟完毕并负责解释的《房地产集合投资信托业务试点管理办法》已经基本勾勒出这一款REITs的雏形。而债权型REITs由于相对成熟简单, 尤其是不构成征税对象, 因而这种形式将先于股权型REITs出台。REITs将打开商业地产的融资渠道, 分散商业地产投资风险, 使得商业地产更显投资价值。而对于已明确定位于商业地产开发和持有盈利模式的公司来说, 将对股价提升有正面影响。

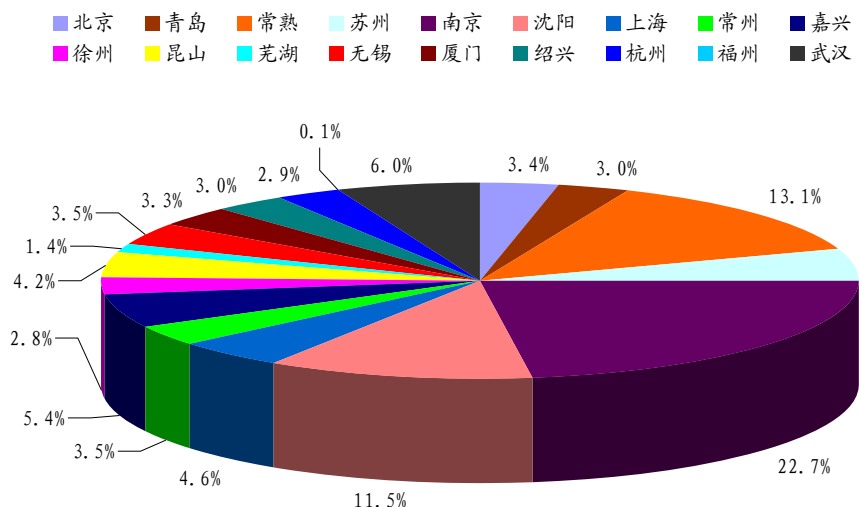
另外, 根据2009年10月1日新《保险法》规定, 保险资金可投资不动产; 并对投资不动产的类型有明确规定, 其中包括购买自用办公楼、投资廉租房、养老实体、商业物业等, 而不包括住宅。具体细则将在近期出台。相对而言, 商业地产将成为千亿保险资金最大的受益者。这对商业地产来说, 无疑又是一大利好。

三、抢先布局二三线城市, 锁定高红利

公司项目储备全国布局, 重点分布在全国经济发达的长三角和环渤海湾区域的15个城市包括北京、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、杭州合计18个项目中, 除此之外, 还在经济发达的海西地区, 如福州、厦门, 以及中部地区武汉积极购地, 共拥有超过830万平方米的土地储备, 可供今后5年开发, 是目前国内商业地产土地储备最多房地产企业。

除北京和上海之外, 公司的这些土地储备大多分布在16个二三线城市, 占总储备的92%, 公司基于以下几点优势, 抢先布局这些经济较发达二三线城市, 保障了较大的获利空间。

图6: 公司现有土地储备城市分布



数据来源: 齐鲁证券研究所



1、小城优势

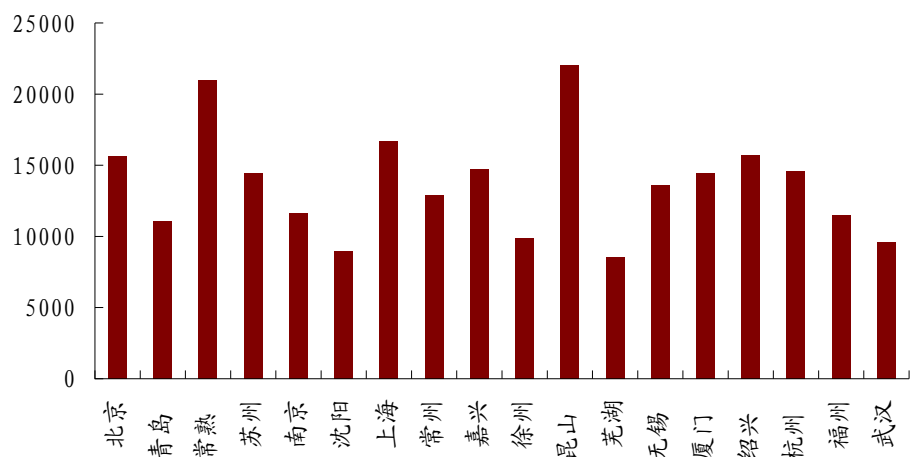
在公司项目所处的这些城市中，除一线城市上海和北京，二三线城市中长三角发达城市有 9 个，其余分布在环渤海、海西和中部发达地区；从城市来看，一线城市上海和北京，项目建筑面积占比 8%，南京、杭州为经济发达的二线城市，占比 26%，而其余三线城市占比高达 66%。

虽然二三线城市，尤其是三线城市占比较高，但这些城市普遍购买力较强，根据 2007 年全国各城市可支配收入统计，县级市昆山和常熟位列前两位，均超过了 2 万元。公司项目所在的所有 18 个城市中，只有武汉、沈阳、芜湖和徐州较低，在万元以下，其他均在万元以上，位列前 50 强。而项目所在的唯一的两个县级市昆山和常熟，在 2009 年全国县域经济基本竞争力百强县评比中位列第二和第四，竞争力等级和居民收入水平均为最高等级 A 级和 A+ 级。

而且，公司项目均处在这些城市的 CBD 核心区域或未来的城市中心，由于这些城市规模不大，因而商业地产项目将来可辐射到城市内区域较广，可吸引的消费人群也较多。

由此可见，这些三线城市当地的商业地产虽然暂不如一二线城市，但是这里有培育商业地产的肥沃土壤，随着城镇化进程的深入、产业的升级及诸多政策利好，这里的商业地产将有更广阔的发展空间。

图 7：公司项目所在城市人均可支配收入（万元）（2007 年）



数据来源：新华网，齐鲁证券研究所

2、土地成本优势



公司目前830万平土地储备大部分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为低廉。经测算，楼面土地成本每平方米仅为1498元，而据悉项目平均毛利率在40%以上，大量土地红利的锁定保证了较大的利润空间，是未来业绩的有力保障。

表 1：公司现有项目储备

序号	项目	计划建面 (万平)	土地金额 (亿元)	楼面地价 (元/平)
1	北京世茂国际中心	21.2	10.03	4732
2	青岛世奥大厦	25.3	9.11	3603
3	常熟世茂世纪中心	109	4.73	434
4	苏州世茂运河城	45.8	2.88	630
5	南京世茂滨江新城	188	47.47	2525
6	沈阳世茂商业项目	95	5.82	613
7	上海世茂新体验项目	37.2	3.33	896
8	常州世茂商业项目	29	1.69	583
9	嘉兴世茂商业项目	44.8	1.27	284
10	徐州世茂商业项目	23.3	1.65	707
11	昆山国际城	26	1.41	543
12	芜湖世茂商业项目	12	1.79	1488
13	昆山世茂华东商城	9	1.05	1171
14	北京世茂大厦（华平大厦）	7.2	3.41	4732
15	无锡项目	29	10.26	3538
16	厦门项目	27	7.09	2626
17	绍兴项目	25	3.2	1280
18	杭州项目	24	6.01	2505
19	福州世茂外滩项目	0.7	0.11	1500
20	上海南京西路持有商业	1	0.25	2500
21	武汉 2009-60 地块	50.11	1.69	336
	合计	829.61	120.84	1497.69

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

3、城镇化和区域政策利好

12月5日至7日召开的中央经济工作会议指出，积极稳妥推进城镇化，放宽中小城市和城镇居民户籍限制，这成为中央加大经济结构调整，扩大内需的重要举措。这一政策有利于二三线城市房地产市场释放需求。作为城市化进程中吸纳农村人口的主要区域，二、三线城市未来的房地产发展潜力巨大，导入型人口红利将给这些城市带来巨大的消费需求，尤其在很多发达的城市，如常熟、苏州、昆山、无锡、绍兴等，城乡差异较小，农村人口消费水平并不亚于城市人口，因此这一政策将



给这些城市商业地产，特别是超市、百货和餐饮等带来持续利好。

另外，国务院 09 年先后批复了 8 个上升为国家战略的区域发展规划，批复的区域经济规划数量是过去四年的总和，出台速度前所未有。《江苏沿海地区发展规划》、《辽宁沿海经济带发展规划》、《关于支持福建省加快海峡西岸经济区的若干意见》和《促进中部地区崛起规划》等。而公司的项目大多位于长三角、环渤海的 15 个发达城市，也有海西地区发达城市，如福州和厦门，而 09 年年底又在武汉摘得 50 多万平米的商业用地，表明公司也将在中部发达城市积极储地。这些城市的商业地产市场都将受国家区域经济政策的推动，前景看好。

四、城市综合体收益高预期

公司顺应商业地产发展趋势和城市化进程的需求，各项目以城市综合体为主，如北京世茂国际中心、青岛世奥大厦、常熟世茂世纪中心、苏州世茂运河城、南京世茂滨江新城、沈阳世茂项目、嘉兴世茂项目、徐州世茂项目等，且综合体体量较大，平均在 40 万平方米以上。虽然这么多大型的综合体项目，开发周期长，回报周期也较长，对公司的资金流转和运营能力存在较大考验，但是城市综合体项目依然有较高的收益预期。

1、项目拿地优势

正如上文所述，公司以城市综合体项目拿地，土地成本较为低廉。这是因为城市综合体均为地标性建筑，是城市的名片，可以极大地提升城市的想象，满足政绩工程的需求；同时城市综合体的建成有利于当地就业和税收，有利于消费升级、产业升级和招商引资，从而拉动区域经济和文化发展。因此以城市综合体项目形式拿地普遍受到当地政府的欢迎。

2、兼顾长短期效益的合理投资模型

城市综合体对于公司来说，是一个兼顾长短期收益的合理的投资模型，可以通过销售与持有类型产品的比例和组合、开发顺序和周期的调整，完成资金的长短结合和良性循环。有效地解决变现和运营的矛盾。

一个城市综合体一般包含酒店、写字楼、商业、公寓和住宅五种或其中的三种以上业态。公司根据项目具体情况，调整出售、出租和自持比例。一般来说住宅、商铺和一些次主力店会考虑出售，以保证短期资金流，并保证后期的开发资金。而一些主力店，如百货、餐饮及影城等，公司会出租和持有，靠这些主力店吸引和提高人气。出租物业一方面可以为公司带来稳定的租金收入，另一方面，还可以享受项目培养成熟后以及时间沉淀所带来的物业升值；而自持物业，一方面可以提供稳定的经营收益和享受物业升值外，还可以加强公司与战略合作伙伴的亲密关系，进一步提升公司品牌。目前用于出售的比例总体上大致为 50% - 70%，用于出租和自持的比例大致为 30% - 50%，随着公司实力的增强，公司将进一步提高出租和自持比例。



除此之外，城市综合体项目长期来看还能有更多的经济附加值，例如人气效益以及通过综合体本身价值的提升带来自身及周边地块价值的增长。

3、成立合营公司以加强项目管理

公司 09 年 12 月 22 日公告，同意公司与关联方上海世茂建设有限公司共同出资设立综合体投资管理公司，公司将以现金方式出资 10.2 亿元，占注册资本的 51%，世茂建设将以现金方式出资 9.8 亿元，占注册资本的 49%。公司这一举措将在有效规避同业竞争的同时加强综合体的项目管理。

根据与世茂房地产间的不竞争协议，世茂股份将主营商业地产，而世茂房地产则偏重于住宅项目。但综合体一般商住两用，为规避同业竞争，对于商住定位不可分割的土地，将由成立的合营公司统一运作，而对于可分割的土地，而当地政府要求统一运营，则项目也由合营公司统一运作管理。

本次将成立的合营公司将提请股东大会审议，计划在 2010 年成立。与以往厦门、南京、武汉等地成立的合营公司不同，不仅仅针对单一项目，今后所有涉及商住综合体项目都纳入本次将成立的合营公司管理，它将在今后的城市综合体项目运作上发挥主导作用，这对于整合公司资源，提高项目运营管理效率都有积极影响。

4、品牌提升价值

公司致力于提高自身品牌价值，除了提升地产品牌，还将通过城市综合体项目在百货、影院和餐饮做大做强自己的品牌，从而有助于吸引人气，提高综合体项目的经济附加值，自己的综合竞争力也将上一个新的台阶。目前“世茂百货”的品牌已扬名国内的一些大中城市，如沈阳、北京、昆山等。而百货需要两至三年的培育期，虽然毛利率不高，但一旦走上正轨，将带来更多的人气效益，提升物业的整体价值。

5、招商引资优势

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。

五、非公开发行在即，项目回报前景乐观

2009 年 7 月 13 日，公司第五届董事会第六次会议通过决议，同意公司向不超过十家特定对象非公开发行数量不超过 15,000 万股股份，发行价格不低于公司第五届董事会第六次会议决议公告前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 13.81 元/



股。目前该项目已报国土资源部审批，有望在明年上半年实行。

本次增发募资除了 3 亿元补充流动资金外，其余 17 亿分别投向青岛、常熟、苏州、北京项目，项目回报前景较好。

其中青岛世奥大厦项目位于青岛市的政治、文化、商贸、金融、旅游及科研中心区域，目前该区域住宅部分销售价格为 20,000-35,000 元/平方米左右，而写字楼的售价在 25,000 元/平方米左右。而该项目作为该区域内大型综合体项目，包含住宅、酒店式公寓、酒店、办公楼和车库，将是该区域及青岛市标志性建筑及高端商业营运场所。该项目楼面地价为 3603 元/平米，销售毛利率约为 34%，综合收益率为 15.39%。目前项目的土地出让金已付第一期，将在 10 年 5 月付清，预计 11 年 12 月将开始预售。

常熟世茂世纪中心项目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，加速了常熟城市化进程。常熟市场目前处于成长阶段，鉴于市场具有较强的可塑性，项目回报前景乐观，该项目楼面地价仅为 434 元/平米，土地红利较高，预计销售毛利率 42%，项目综合收益率 11.41%。该项目 07 年就开始动工，物业形态包括酒店式公寓、商铺、办公楼、车库和持有或出租商铺，目前一些商铺已出售，大型超市欧尚已开业，后期工程也在继续推进，项目从 09 年开始每年都会产生可观的收入。

苏州世茂运河城商业项目位于江苏省苏州市，南临京杭运河。该项目规划建设内容包括大型购物中心及部分商务配套设施，项目建成后将成为苏州现代化的商务居住综合示范区的重要组成部分。该项目将建成为沧浪新城的 CBD 区域，必将吸引较多公司入驻。该项目楼面地价仅为 630 元/平米，土地红利同样很高，预计销售毛利率 39%，项目综合收益率 14.11%。目前该项目已经开工，预计 10 年开始预售。

北京世茂国际中心位于朝阳区三里屯，三里屯区域是朝阳区确定的文化产业区。位于 CBD 商圈、燕莎商圈、东直门商圈三大商圈的交会点，地理位置得天独厚。目前该区域的房价在 20,000-40,000 元/平方米之间。该项目包括酒店式公寓、办公楼、出售商铺和持有商铺，项目作为大型商业综合体的启动，将为三里屯地区的飞速发展提供条件和可能。该项目楼面地价为 4732 元/平米，预计销售毛利率 46%，而项目综合收益率为 23.35%。目前该项目第一期酒店式公寓已于 09 年 6 月开盘，开盘价格为 2.8 万元/平米，该批公寓预计将于 10 年 9 月交房，10 年将有部分办公楼预售，预计 11 年初交房。

表 2：募资项目情况

序号	项目名称	预计总投资（万元）	募集资金拟投入额（万元）	销售毛利率	综合收益率
1	青岛世奥大厦	398,768.35	80,000	34%	15.39%
2	江苏常熟世茂世纪中心	449,440.80	40,000	42%	11.41%
3	苏州世茂运河城商业	222,914.76	30,000	39%	14.11%
4	北京世茂国际中心	259,777.97	20,000	46%	23.35%





5	补充流动资金	30,000.00	30,000	-	-
	合计	1,360,901.88	200,000		

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

六、全面公允价值计量或将提高当期收益

2009年6月12日，公司第五届董事会第四次会议决议公告：为合理及准确地反映公司新主营业务的经营成果，便于投资者合理判断公司商业地产项目内在价值，同意公司会计政策变更及《投资性房地产公允价值计量管理办法（试行）》的决议。采用公允价值模式计量的，不对投资性房地产计提折旧或进行摊销，以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。

目前公司是国内唯一一家实行全面公允价值计量的商业地产上市公司，根据公司未来2至3年的经营规划目标，10年以后将有大量优质物业完工，在商业地产价格总体见底回升的趋势下，全面公允价值计量将提高当期的盈利水平。

七、2010年公司业绩将呈爆发式增长，维持“推荐”评级

公司09年竣工面积有限，预售收入将远高于结算收入，10年公司业绩将呈现爆发式增长。我们预计公司09年、10年和11年每股收益分别为0.18元、1.01元和1.37元，截止上一交易日16.66元的收盘价，对应的P/E分别为93倍、16倍和12倍，10年以后具有长期估值优势，对应RNAV估值23.48元/股，考虑到公司业绩的高增长以及股价对RNAV的折价优势，维持公司“推荐”评级。

表3：公司项目进度规划

总体目标	2009年	2010年	2011年	2012年
目标合约销售建筑面积（万平方米）	21	46	72	>90
目标合约销售额（亿元人民币）	32	73	98	>100
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	-
各项目计划竣工面积				
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	
竣工面积合计	26	68	75	73

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

表 4：收入预测

项目	结算面积（万平方米）			结算均价（元/平米）			结算收入（万元）		
	09	10	11	09	10	11	09	10	11
北京世茂国际中心		4	5.69		35000	45000		125000	256000
青岛世奥大厦									
常熟世茂世纪中心	2	5	7.5	15000	17250	19800	30000	86250	148500
苏州世茂运河城		3	7		10000	11000		30000	77000
南京世茂滨江新城	3	15	12	15000	20000	25000	45000	300000	300000
沈阳世茂商业项目	3	4	5	15000	15000	17000	45000	60000	85000
上海世茂新体验项目		3	3		20000	25000		60000	75000
常州世茂商业项目									
嘉兴世茂商业项目			3.5			5500			19250
徐州世茂商业项目		2	3		5500	6300		11000	18900
昆山国际城									
芜湖世茂商业项目		4	3		14000	15000		56000	45000
无锡项目			3			7000			21000
厦门项目									
绍兴项目		4	2		20000	22000		80000	44000
杭州项目									
福州世茂外滩项目		0.7		14000			9800		
销售物业收入合计							129800	808250	1089650
自持物业租金收入							6300	20230	50230
收入合计							136100	828480	1139880

数据来源：齐鲁证券研究所


表 5: 盈利预测

百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2121.30	1241.48	477.29	1361.00	8284.80	11398.80
减: 营业成本	1219.25	671.23	265.42	748.55	4308.10	5699.40
营业税金及附加	321.61	156.36	43.54	108.88	828.48	1367.86
营业费用	102.71	40.62	16.98	40.83	248.54	341.96
管理费用	62.23	48.30	39.61	81.66	497.09	683.93
财务费用	50.41	69.16	24.11	68.05	414.24	569.94
资产减值损失	-15.76	8.25	-1.70	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.07	-0.13	34.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	380.90	247.43	123.36	313.03	1988.35	2735.71
加: 其他非经营损益	7.62	1.18	21.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	388.52	248.62	144.44	313.03	1988.35	2735.71
减: 所得税	165.82	108.81	42.93	78.26	497.09	683.93
净利润	222.70	139.81	101.52	234.77	1491.26	2051.78
减: 少数股东损益	102.69	73.43	40.47	28.17	164.04	246.21
归属母公司股东净利润	120.01	66.38	61.05	206.60	1327.22	1805.57
每股收益 (EPS)	0.10	0.06	0.05	0.18	1.01	1.37

数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

表 6: RNAV 估算

项目	权益	计划建筑面积 (万平米)	土地金额 (亿元)	土地均价 (元/平米)	毛利率	新增 NAV (万元)
北京世茂国际中心	100%	21.2	10.03	4732	46%	186,787.47
青岛世奥大厦	75%	25.3	9.11	3603	34%	115,000.00
常熟世茂世纪中心	100%	109	4.73	434	42%	210,345.09
苏州世茂运河城	100%	45.8	2.88	630	39%	47,313.42
南京世茂滨江新城	50%	188	47.47	2525	42%	132,096.21
沈阳世茂商业项目	100%	95	5.82	613	52%	108,583.15
上海世茂新体验项目	100%	37.2	3.33	896	39%	77,476.39
常州世茂商业项目	100%	29	1.69	583	46%	41,500.00
嘉兴世茂商业项目	100%	44.8	1.27	284	55%	49,908.93



徐州世茂商业项目	100%	23.3	1.65	707	48%	34,383.05
昆山国际城	100%	26	1.41	543	47%	37,560.00
芜湖世茂商业项目	100%	12	1.79	1488	35%	31,019.68
无锡项目	25%	29	10.26	3538	32%	6,781.16
厦门项目	51%	27	7.09	2626	35%	41,500.00
绍兴项目	100%	25	3.2	1280	45%	24,483.54
杭州项目	100%	24	6.01	2505	43%	60,315.00
福州世茂外滩项目	50%	0.7			35%	938.96
销售房产权益净资产增值合计						1,205,992.05
投资性房产权益净资产增值						1,089,500
净资产账面价值						804,150
重估净资产						3,099,642.05
RNAV（按增发后的净资产和总股本计算）						23.48 元/股

数据来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791