

世茂股份(600823): 销售符合预期、但结算低于预期

增持(维持)

房地产行业

当前股价: 13.94 元

报告日期: 2010 年 02 月 09 日

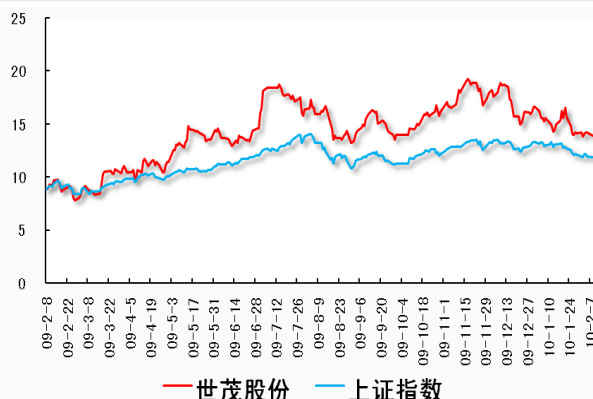
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	618	1061	6169	1024
(+/-)	-50.2%	71.8%	481%	66.0%
营业利润	112	303	1430	1978
(+/-)	-54.8%	171%	372%	38.2%
归属于母公司的净利润	42	206	1065	1478
(+/-)	-37.4%	395%	417%	38.8%
EPS (元)	0.04	0.18	0.91	1.26
市盈率(倍)	393	79.3	15.3	11.0

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/流通股本 (万股)	117,060/47,836
流通市值 (亿元)	66.68
每股净资产 (元)	5.30
资产负债率 (%)	56.23

股价表现 (最近一年)



天相房地产组 联系人 刘义

021-58824282-804

Liuyi002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **2009 年净利润符合预期。**公司今日发布 2009 年报: 营业收入 10.6 亿元、同比增长 71.8%; 归属母公司净利润 2.1 亿元、同比增长 395.3%; 每股收益 0.18 元, 与市场预期一致。剔除非经常性损益之后的净利润为 0.9 亿元、同比增长 243.4%。
- **虽然公司 2009 年净利润符合预期, 但从利润表的结构来看, 公司 2009 年并没有交出一份令市场比较满意的业绩, 主要有三个因素不符合预期。**
 - **结算进度低于预期:** 公司 2009 年参与结算的项目主要是沈阳项目、南京项目、芜湖项目、常熟项目和福州项目尾盘, 以 15000 元/平米的结算均价大致匡算, 公司 2009 年结算面积在 7 万平方米左右, 而公司当年销售面积 21 万平米、待售竣工面积 13 万平米、销售金额 33 亿元。
 - **结算毛利率低于预期:** 公司 2009 年房地产结算毛利率为 42.2%, 同比下降 8.2 个百分点, 主要原因可能在于南京、沈阳项目和福州尾盘毛利率较低。
 - **公允价值变动收益超出预期:** 公司 2009 年因投资性房地产公允价值提升带来净收益 1.6 亿元, 占当期营业利润的 53%。
 - **但从一个相对积极的角度来解读这份业绩:** 2009 年结算进度低于预期, 这给 2010 年业绩的释放奠定了基础; 并且公司 2010 年要做非公开增发, 业绩释放动力较强。
- **财务状况较为稳健。**公司 2009 年底资产负债率为 56.2%, 剔除预收款项 (18.5 亿元) 之后的真实资产负债率只有 44.6%, 在行业当中处于较低水平, 财务状况较为稳健。公司 2009 年末账面现金及其等价物为 19.1 亿元, 同比增加 14.7 亿元, 主要得益于银行借款大幅增加; 但经营现金流为 -10.4 亿元, 主要原因在于多个项目同时在建。公司 2010 年仍面临补充资本金的需要。
- **规模扩张能力比较突出。**根据公司最新的经营计划, 2009-2011 年的销售面积分别是 21、66 和 94 万平米, 待售竣工面积分别为 13、43 和 93 万平米。我们预计公司 2009-2011 年结算面积分别为 7、45、85 万平米, 结算收入分别为 10、59 和 98 亿元, 复合增长率为 213%。

- **盈利能力将在未来体现。**随着未来高毛利项目进入结算周期，我们预计公司突出的盈利能力将得到体现，预计公司 2010-2011 年房地产结算毛利率在 54%左右。
- **盈利预测与投资评级。**暂不考虑公司 2009 年度非公开发行预案，我们预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.91 元和 1.26 元，以 02 月 08 日收盘价 13.94 元计算，对应的动态市盈率分别为 15 倍和 11 倍，在商业地产股当中处于较低水平。鉴于商业地产行业对宏观经济周期的滞后性、遭遇政策调控的风险较小、2010 年促销费的大格局、人民币对内贬值和对外升值的预期，以及公司在 A 股商业地产的龙头地位、较为突出的盈利性和扩张性，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**
 - 2010-2011 年公允价值变动收益可能不达预期；
 - 对商业地产征收物业税的预期；
 - 项目销售和结算进度可能不达预期。

图表一：盈利预测关键假设

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E
预计合约销售面积(万平方米)	21	66	94	111
预计合约销售金额(亿元)	33	73	102	116
预计竣工面积(a)(万平方米)	26	69	115	168
自持竣工面积(b)(万平方米)	13	26	22	51
待售竣工面积(a-b)(万平方米)	13	43	93	117
结算面积(万平方米)	6.7	45	85	110
结算均价(万元/平米)	1.50	1.30	1.15	1.00
结算收入(亿元)	10.1	58.5	97.8	110.0
结算毛利率	42.2%	54.0%	54.0%	54.0%
累计经营性物业面积(万平方米)	12	50	72	122
出租率		60%	60%	60%
租金(元/平米/天)	3	2	2	2
出租收入(亿元)	0.3	2.2	3.2	5.3
出租毛利率	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表二：世茂股份（600823）盈利预测表

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	1241	618	1061	6169	10240
营业收入增长率	-41.5%	-50.2%	71.8%	481.2%	66.0%
减：营业成本	671	310	587	2706	4519
营业成本增长率	-44.9%	-53.9%	89.5%	361.0%	67.0%
综合毛利率	45.9%	49.9%	44.7%	56.1%	55.9%
营业税金及附加	156	80	114	1357	2458
销售费用	41	67	75	308	512
销售费用率	3.3%	10.8%	7.1%	5.0%	5.0%
管理费用	48	62	105	401	666
管理费用率	3.9%	10.1%	9.9%	6.5%	6.5%
财务费用	69	24	44	216	358
财务费用率	5.6%	3.9%	4.2%	3.5%	3.5%
资产减值损失	8	-2	-3	0	0
期间费用率	12.7%	24.8%	21.2%	15.0%	15.0%
加：公允价值变动净收益	0	1	161	250	250
投资净收益	0	34	4	0	0
二、营业利润	247	112	303	1430	1978
营业利润增长率	-35.0%	-54.8%	171.0%	372.1%	38.2%
加：营业外收入	25	22	14	25	35
减：营业外支出	23	1	1	2	2
三、利润总额	249	133	316	1453	2011
减：所得税费用	109	51	94	363	503
实际所得税率	43.8%	38.3%	29.7%	25.0%	25.0%
四、净利润	140	82	222	1090	1508
归属母公司净利润	66	42	206	1065	1478
归属母公司净利润增长率	-44.7%	-37.4%	395.3%	417.3%	38.8%
少数股东损益	73	41	16	25	30
EPS(摊薄、元)	0.06	0.04	0.18	0.91	1.26
最新股本(万股)	117060	117060	117060	117060	117060

资料来源：天相投资顾问有限公司

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	地址：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