

世茂股份 600823.SH

调控中的绿洲

—— 世茂股份调研报告

事件:

我们于近日走访了世茂股份，与公司董秘等进行了交流。

报告要点:

● **转型商业地产，或成调控中的绿洲。**目前公司的项目储备中，除了南京仍有住宅项目之外，其余均为商业项目。尽管在大的调控环境之下，身为房地产企业，公司可能也难于独善其身。但转型为商业地产之后，公司所受影响有可能相对较小。

● **提前布局二三线，尽显成本优势。**公司在二三线城市的项目储备占总项目储备的 92.5%。提前布局二三线城市，公司不仅可以以较低的价格获得土地，更可以享受二三线城市经济快速发展的成长果实

● **标准化+连锁复制，形成正反馈。**世茂广场中的主力业态和商家将与公司形成战略发展合作伙伴关系，有助于公司商业地产的标准化，并可以实现异地复制、连锁扩张。

● **租售并举，兼顾长短期收益。**对于商业地产来说，最大的问题在于项目开发周期长、资金要求高。基于此，公司采取租售并举的经营模式，较好的兼顾了长短期收益。

● **扩张中的经营性物业，会生金蛋的鸡。**随着公司项目的陆续竣工，公司经营性物业面积将不断增加，公司租金收入也将不断增长，将为公司提供较为稳定的现金流。

● **盈利预测和投资建议。**公司 2009 年的每股收益为 0.18 元，我们预测，公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.99 元和 1.51 元，公司估值合理，给与“推荐”评级。

● **风险提示。**政策调控导致房地产市场深度低迷的风险。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	1,241.5	477.3	1,061.4	6925.8	9859.5
增长率(%)	-41.48	-61.55	122.38	552.5	42.36
归属母公司股东的净利润(百万元)	66.4	61.1	206.0	1160.9	1769.5
增长率(%)	-44.69	-8.03	237.46	463.53	52.42
每股收益(元)	0.14	0.13	0.18	0.99	1.51
市盈率	71.61	77.90	54	9.82	6.44

请务必阅读正文之后的重要声明

房地产

评级: 推荐(首次)

当前价格: ¥9.72

2010.06.01

基础数据

总市值(百万元)	11378.2
总股本/流通 A 股(百万股)	1170.6/478
流通市值(百万元)	4649.6
每股净资产(元)	5.33
净资产收益率(%)	1.42

交易数据

52 周内股价区间(元)	9.35 ~ 19.8
静态市盈率(倍)	20.42
动态市盈率(倍)	9.87
市净率(倍)	1.82

52 周内股价走势图



左红英 执业证书编号: S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

1. 转型商业地产——或成楼市调控中的绿洲

2009年5月，公司向特定对象发行股份购买资产暨重大资产重组方案实施完毕之后，公司主营业务转变为专业从事商业地产的投资、开发和经营。根据世茂房地产及许荣茂先生与公司所签订的《不竞争协议》及其补充协议，公司将致力于商业地产的投资、开发和经营，世茂房地产将从事住宅和酒店业务的投资、开发和经营。目前公司的项目储备中，除了南京仍有住宅项目之外，其余均为商业项目。

近年来，尤其是2009年3月份以来，我国的住宅销售价格涨幅远远高于商用物业。有些地方甚至出现了“商住倒挂”。由于住宅价格的快速飙升，偏离了民众的真实购买力，聚集了越来越多的泡沫，成为经济发展的隐患。政府多次出手，力图将房价稳定在合理水平。从历次调控来看，政策调控的主要是住宅市场。4月16日的房产新政之后，房地产市场成交量急剧萎缩，市场观望氛围浓厚。但与此同时，有迹象表明，商业地产正在逐步复苏。中原地产的统计显示，4月份北京、深圳的写字楼销售面积大幅增加，环比均超过100%，其中北京写字楼价格已达22173元/平方米，创一年来新高。租赁方面，4月份京、沪、深、广四个一线城市甲级写字楼租金均有2%左右的大幅回升，各地写字楼租赁市场也正走出“谷底”。此外，有多家原来专业从事住宅开发的房地产企业加快了布局商业地产的步伐。

尽管在大的调控环境之下，身为房地产企业，公司可能也难于独善其身。但转型为商业地产之后，公司所受影响有可能相对较小，成为调控中的绿洲。

图 1：全国房屋销售价格指数（住宅与商业营业用房）

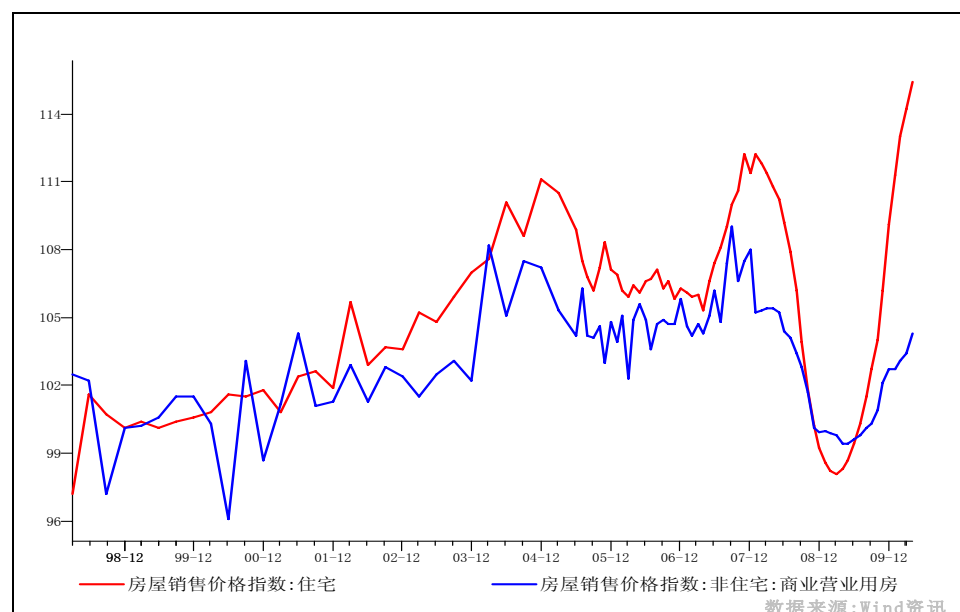
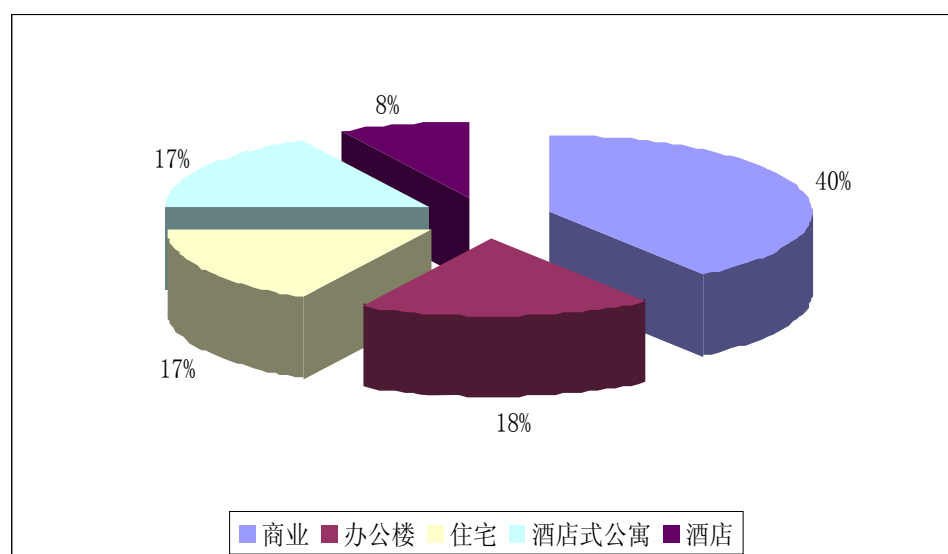


图 2：项目储备的用途分布



数据来源：公司资料，爱建证券研发部

2. 提前布局二三线——尽显成本优势

公司从 2004 年开始进入二三线城市。目前，公司在北京、上海、沈阳、青岛、徐州、南京、常州、苏州、常熟、昆山、杭州、绍兴、嘉兴、芜湖、厦门、武汉、大连、无锡、济南合计拥有 21 个项目，土地储备（建筑面积）逾 800 万平方米，平均楼面地价约 1600 元/平方米。价格较为低廉。除了北京世茂国际中心项目 21 万平方米（建筑面积）、北京世茂大厦 7 万平方米（建筑面积），以及上海世茂新体验 37 万平方米（建筑面积），总计约 65 万平方米项目储备之外，其余项目储备均位于经济较为发达的二三线城市。公司在二三线城市的项目储备占总项目储备的 92.5%。

有研究显示，北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市的百货和购物中心短期存在供大于求的局面，尤其是上海体现更为明显。提前布局二三线城市，公司不仅可以以较低的价格获得土地，更可以享受二三线城市经济快速发展的成长果实。从美、日历史数据看，人均 GDP 在 1000 - 3000 美元之间，日本百货消费复合增长率最高，而随着人均 GDP 的进一步增长，美日两国百货消费复合增长率都逐渐下降。目前我国大多数二三线城市的当前人均 GDP 处于 1000 - 3000 美元之间，理论上正是百货业高速发展期，成长空间较大。

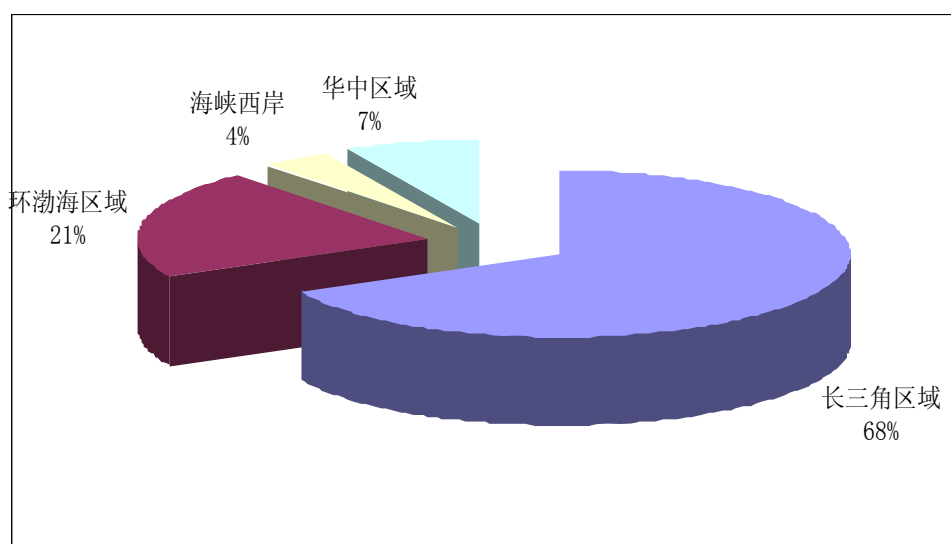
表 1：公司开发项目情况（面积单位：万平方米）

项目	预计建筑面积	土地面积	土地金额（亿元）
北京世茂国际中心项目	21	3	10
青岛世奥大厦项目	25	1	9
常熟世茂世纪中心	98	35	5
苏州世茂运河城	45	9	3
南京世茂滨江新城（住宅）	160	48	37
沈阳世茂商业项目	95	6	6
上海世茂新体验（佘山）项目	37	43	3

常州世茂商业项目	31	6	2
嘉兴世茂商业项目	44	14	1
徐州世茂商业项目	23	9	2
昆山世茂国际城项目	22	13	1
芜湖世茂商业项目	12	8	2
昆山世茂华东商城项目	10	7	1
北京世茂大厦	7	1	—
无锡世茂商业项目	34	7	11
济南世茂商业项目	41	13	17
厦门世茂商业项目	34	3	7
绍兴世茂商业项目	27	17	3
杭州世茂商业项目	32	6	6
武汉世茂嘉年华项目	66	55	2
合计	864	304	128

数据来源：公司资料，爱建证券研发部

图 3：公司土地储备区域分布



数据来源：公司资料，爱建证券研发部

表 2：美国和日本人均 GDP 与百货消费复合增长率的对应关系

人均 GDP (美元)	美国百货消费复合增长率	日本百货消费复合增长率
1000 - 3000	N/A	25.86%
3000 - 6000	8.69%	20.72%
6000 - 10000	9.03%	13.03%
10000 - 12000	8.07%	12.42%
12000 - 15000	6.77%	N/A
15000 以上	6.07%	2.96%

数据来源：CEIC

3. 标准化+连锁复制——形成正反馈

公司的商业地产项目统一称为“世茂广场”，这将成为公司的连锁商业地产品牌。世茂广场中的主力商场和业态主要包括超市、百货、影院、专业专卖和美食广场、儿童乐园等。这些主力业态和商家将与公司形成战略发展合作伙伴关系。这样有助于公司商业地产的标准化，并可以实现异地复制、连锁扩张。另一方面，由于战略合作伙伴入驻新的商业地产项目确定时间较早，有利于缩短招商时间和装修时间。同时，早期成熟商业模式的异地复制既积累了运营经验、建立了品牌知名度，又可以缩短项目培育期，使项目的商业价值更快得到体现。对于公司来讲，可以提高出租项目的租金水平和出租率，也可以提高出售项目的售价和销售率。从而形成有效的正反馈机制，良性循环。

4. 租售并举——兼顾长短期收益

对于商业地产来说，最大的问题在于项目开发周期长、资金要求高。如果开发的商业地产纯粹用于出租或自营，更面临资金回笼慢的问题。基于此，公司采取租售并举的经营模式，较好的兼顾了长短期收益。

按照公司的总体规划，从所有待开发的商业地产项目来说，用于出售的比例总体上大致为 60% - 70%，用于出租和自持的比例大致为 30% - 40%（各个项目的比例并不一致，有些项目可能整体用于出售，有些项目可能整体用于出租和自营），此比例亦随着公司实力增强和市场形势的变化而动态调整。

5. 扩张中的经营性物业——会生金蛋的鸡

随着公司项目的陆续竣工，公司经营性物业面积将不断增加。同时，随着项目逐渐培育成熟，出租率和租金水平的上涨，公司租金收入也将不断增长。截至今年年底，公司持有性物业预计将达到 50 万平方米。预计明年公司的持有性物业的租金收入将占到公司营业收入总额的 5%，后年这一比例将提高到 10%。这将为公司提供一笔较为稳定的现金流。

此外，持有性物业抵押可为公司提供数额可观的固定资产抵押贷款，从另一个方面为公司提供资金来源。由于固定资产抵押贷款是根据收益法计算的评估价放贷。随着商业项目的日益成熟，出租率和租金水平的提升，按收益法计算的资产评估价也将得到提升，公司可贷额度也将提高。

6. 盈利预测和投资建议

公司 2009 年的每股收益为 0.18 元。由于今明两年公司的租金收入在营业收入中的比重相对较低，公司的营业收入主要来自于销售商业和住宅地产项目，因此，我们主要依据公司的销售收入来估算公司今明两年的盈利情况，并按照销售收入的百分比简单测算公司的租金收入。我们预测，公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.99 元和 1.51 元，按照 6 月 1 日的收盘价 9.72 元计算，对应的市盈率分别为 54 倍、9.82 倍和 6.5 倍，估值合理。给与“推荐”评级。

表 3：公司主要项目结算进度及盈利预测

	2010E				2011E			
	结算面积	结算均价	毛利率	毛利润	结算面积	结算均价	毛利率	毛利润
北京世茂国际广场	5	33000	45%	74250	8	33000	45%	118800
苏州世茂运河城商业	3	11000	38%	12540	5	11000	38%	20900
常熟世茂世纪中心	3	8500	40%	10200	8	8500	40%	27200
绍兴商业项目	7	11000	38%	29260	2	11000	38%	8360
南京项目	10	23000	32%	73600	10	23000	32%	73600
徐州新都会商业	1	8500	40%	3400	5	10000	42%	21000
昆山世茂国际城				0	4	10000	40%	16000
上海新体验	4	30000	42%	50400	2	30000	42%	25200
杭州置业	1	20000	40%	8000	3	25000	42%	31500
武汉世茂嘉年华					5	15000	40%	30000
小计				261650				372560
租金收入				13580				46950
所得税				81743.31				124594.47
净利润				193486.69				294915.53
少数股东损益				77394.68				117966.21
归属于上市公司股东的净利润				116092.01				176949.32
总股本(股)				1170595338				1170595338
每股收益(元)				0.99				1.51

数据来源：爱建证券研发部

注：结算面积单位为万平方米，结算均价单位为元/平方米，毛利润单位为万元。

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。