

苏宁环球(000718.sz)

江北交通改善提升项目价值, 异地扩张增强公司实力

赵强 研究员 徐军平 研究员 沈爱卿 研究员
 电话: 021-68829698 021-68829441 020-87555888-637
 eMail: zhaoq@gf.com.cn xjp@gf.com.cn saq@gf.com.cn

影响公司股价的催化剂

- (1) 地铁3号线的开竣工及通车;
- (2) “佛手湖”等优质资产注入;
- (3) 吉林天润城的快速开发。

江北交通改善提升公司项目价值

根据南京市规划, 江北新城将有16条过江通道, 江南江北连为一体; 公司项目位于地铁三号线过江前三站, 项目价值得到有利的支撑。

公司核心竞争优势

- (1) 超大盘开发、土地储备丰富, 保障公司持续快速的发展;
- (2) 获取资源能力强, 土地成本低, 锁定红利;
- (3) 江北项目进入开发成熟期, 异地项目锦上添花。

重估净资产值计算

公司股价反应房价下降28%的预期, 与房价下降20%的合理预期下的重估净资产值12.84元/股折价25.39%, 股价具有较高安全边际。

盈利预测及投资建议

盈利预测: 预计2010至2012年的每股收益分别为0.67元、0.94元及1.33元; 对应于PE分别为14.30倍、10.19倍、7.20倍。

投资建议: 结合重估净资产值及盈利预测等, 我们认为公司股价具有较高的安全边际, 给予“买入”评级, 目标价12.84元。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2,285.58	2,793.13	4,571.94	5996.46	9462.22
EBITDA(百万元)	805.84	1,102.57	1,635.38	2311.55	3268.64
净利润(百万元)	519.97	714.01	1,144.57	1609.98	2271.34
净利润增长率	144.18%	37.32%	60.30%	40.66%	41.08%
每股收益(元)	0.367	0.419	0.67	0.94	1.33
市盈率	14.05	32.69	14.30	10.19	7.20
市净率	3.76	8.11	4.06	3.09	2.32
EV/EBITDA	9.25	22.29	9.83	7.08	6.53
每股红利(元)	0.12	0.05	0.21	0.30	0.42
股息率(%)	0.99	0.36	0.31	0.31	0.31

来源: 苏宁环球股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元) 9.58
 目标价格(元) 12.84
 前次评级 买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	16.52%	-24.17%	-28.27%
沪深300	-1.10%	-18.15%	-12.46%

股票数据

总股本(万股) 170,266.0
 5
 流通A股(万股) 106,466.1
 8

主要股东:

江苏苏宁环球集团有限公司
 主要股东持股比例 26.80%
 流通A股比例 62.53%

财务比率

ROE 24.85%
 ROA 13.99%
 资产负债率 66.72%
 每股净资产(元) 1.69

2009年报数据

目录索引

主要研究结论	3
一、影响公司股价的催化剂	3
(一) 地铁三号线开竣工及通车	3
(二) 优质项目再注入	3
(三) 吉林天润城快速开发	3
二、江北交通改善提升公司项目价值	4
(一) 江北过江交通将极大改善	4
(二) 江北项目价值得到极大提升	4
三、异地扩张渐成规模，增强公司实力	6
四、公司核心竞争优势	6
(一) 超级大盘开发，土地储备丰富	6
(二) 获取资源能力强，土地成本低，锁定红利	8
(三) 江北项目进入成熟期，异地开发锦上添花	9
五、公司重估净资产值	10
六、盈利预测及投资建议	11
(一) 盈利预测	11
(二) 投资建议	11

图表索引

图表 1、南京过江隧道规划图	4
图表 2、江南与江北房价对比	5
图表 3、地铁三号线示意图	5
图表 4、公司 2009 年以来，异地扩张步伐	6
图表 5、公司项目储备数据	7
图表 6、主要公司 2009 年三项费用率对比	7
图表 7、公司与行业主要公司盈利能力比较	8
图表 8、公司项目储备土地成本低	9
图表 9、公司江北项目待结算资源	9
图表 10、公司异地项目可售资源	10
图表 11、公司重估净资产值敏感性测试	10
图表 12、公司结算收入预计	11

主要研究结论

对苏宁环球及南京市发展规划系统分析，我们主要结论为：（1）目前江北房价与主城区房价差距依然较大，随着地铁3号线开工，桥北片区的价值洼地有望继续填平，因此苏宁环球公司项目房价具有一定的合理性。（2）公司异地扩张项目规模迅速提高，业绩即将释放，有利于改变目前盈利结构的单一性，提高公司抗风险能力。（3）对公司重估净资产值计算，公司股价反应目前房价下降28%的预期，与房价下降20%的合理预期下的重估净资产值12.84元/股折价25.39%，股价具有较高安全边际。（4）对盈利预测计算，公司未来三年的复合增长率高达50%，综合来看，我们认为公司股价被低估，给予公司“买入”评级，目标价12.84元。

一、影响公司股价的催化剂

（一）地铁三号线开工及通车

江北交通改善，提升公司项目价值。由于地铁交通具有速度快、时间准、运输量大的特点，因此，相比隧道、跨江大桥等，地铁三号线的开工及通车的影响力将会更大，届时，江北地区至市中心的时间成本将大幅度降低，其沿线的物业价值将不断攀升，商业运通也更为便捷。对比三号地铁沿线楼盘价格，江北项目正处在未来升值中的价格低谷；同时，公司楼盘项目均位于地铁三号线过江的前三站，因此，随着交通改善的预期，公司江北项目房价与主城区房价差距将缩小，有力的支撑公司项目价值。

（二）优质项目再注入

“佛手湖”项目注入及昆明市超大盘开发预期。公司大股东在南京市老山国家级森林公园的珍珠泉度假区拥有建筑面积约16万平方米的项目，靠近佛手湖，具备开发高档独栋别墅的自然条件，公司承诺时机成熟时注入到上市公司，若此项目顺利注入，将可能增厚公司近2元/股的重估净资产值，并进一步丰富公司的产品线，提高公司的品牌影响力。同时，公司大股东在云南昆明市有近8平方公里的土地一级开发项目，届时，上市公司很可能在昆明复制目前的大盘开发经验，这将进一步增强公司实力。

（三）吉林天润城快速开发

吉林天润城利润贡献潜力大。吉林市是一个商品房市场化程度不高的城市，房地产市场处于正在开发状态，往往具有泡沫成分少、刚性需求比例高、发展空间大的特点，随着吉林市城镇化发展，吉林市商品房成长空间大；而公司吉林天润城项目也是一个大盘开发项目，建筑面积580多万平方米，该项目已经陆续进入结算期，随着项目逐渐成熟，未来利润增长潜力大。

二、江北交通改善提升公司项目价值

（一）江北过江交通将极大改善

根据南京市发展规划战略，江北过江交通将得到极大的改善。根据南京2009年版《南京城市总体规划》，南京江北新城的定位从原先的“江北新市区”变更为“现代化江北新城”，未来的江北新城将有16条过江通道与江南主城连接，此举将彻底打破南京过江交通的瓶颈。按照南京市规划，浦口区50公里岸线内，每5公里就有一条过江通道，届时江南主城与江北新城连为一体，交通不便的时代将一去不复返。

图表 1、南京过江隧道规划图



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

除了过江交通远景规划之外，真正让大家兴奋的是，2010年5月，纬七路过江通道已经顺利通车；地铁三号线也将于2010年7月份动工建设，计划2013年9月份竣工，同时江北距离主城区仅6公里，根据南京市地铁1号线的行驶速度（包括减速停站等，35公里/小时），到地铁3号线通车时，两地的交通时间将会缩短至10分钟左右，江北新城将成为离主城最近的新城区，江北地区将彻底成为南京人名副其实的第一居所。

（二）江北项目价值得到极大提升

2010年年初，在隧道通车的预期之下，江北楼盘上涨幅度居南京市之首；相比隧道交通，轨道交通更具备吸引力，轨道交通速度快、运输量大、时间准确，不受堵车等影响，对拉近两地的时空距离更为直接，因此，到

轨道交通3号线通车之时，江北与主城区的房价差距将会更为明显的缩小。

图表 2、江南与江北房价对比

江南楼盘项目		江北楼盘项目	
楼盘名称	售价（元/平）	楼盘名称	售价（元/平）
江雁依山郡	15000	威尼斯水城	9500
金城中央	15000	天润城	9000
万科红郡	14000	明发滨江新城	9500
玉桥国际公寓	19000	旭日上城	6500

数据来源：搜房网、广发证券发展研究中心

江北楼盘项目，在经历2009年及2010年的快速上涨之后，主要楼盘售价在9000元/平方米左右，而江南楼盘售价均价在15000元/平方米左右，两地楼市价格差距依然较大，因此，相比较来看，江北楼盘项目售价的泡沫并没有想象中的大，江北项目售价具有较高的合理性。

图表 3、地铁三号线示意图



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

苏宁环球公司在江北拥有5个楼盘，分别为威尼斯水城、天润城、天华硅谷、浦东大厦和天华绿谷，公司项目均位于地铁三号线过江的前三站，其中威尼斯水城位于过江的第一站，天润城位于过江后的第二站，天华硅

谷等位于过江后的第三站。以天润城所在站点京新村站计算，从此处至市政府站有7站路程，整个交通时间预计在20分钟以内，这将有利的支撑公司江北楼盘项目售价。

三、异地扩张渐成规模，增强公司实力

2009年以前，公司项目均位于南京江北地区，项目总储备面积多，近900万平方米，但楼盘的过于集中使得公司盈利能力受局部因素影响较大。

2009年以后，公司加快了“立足南京、布局全国”的拓展战略步伐，2009年至今，共获得南京江北地区以外的项目约219万平方米，占目前未结算面积1500万平方米的14.6%；若加上公司在吉林市的590万平方米的超大盘开发项目，公司异地开发项目高达800多万平方米，占总项目储备53.33%，公司异地开发渐成规模，这将改变公司目前盈利结构的单一模式，有利的提高公司抗风险能力，增强公司实力。

图表 4、公司 2009 年以来，异地扩张步伐

日期	城市	项目名称	权益	土地面积	建筑面积
2009 年 8 月 11 日	南京	南京栖霞项目	100%	37,763	60,933
2009 年 8 月 11 日	南京	南京下关项目	100%	9,276	14,841
2009 年 8 月 27 日	上海	上海市长风地块	100%	39,507	98,750
2009 年 9 月 8 日	南京玄武	南京玄武项目	100%	69,773	55,818
2009 年 12 月 9 日	宜兴市	宜兴市地块	100%	384,261	701,491
2010 年 1 月 6 日	无锡市	无锡项目地块	100%	58,121	133,677
2010 年 4 月 7 日	芜湖	安徽省芜湖市项目	100%	614,741	1,126,060
合计				1,213,441	2,191,570

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

四、公司核心竞争优势

（一）超级大盘开发，土地储备丰富

公司擅长大盘开发，公司的几个核心项目均是300至500万平方米的大型居住社区，如南京天润城项目、南京威尼斯水城，吉林天润城等；公司项目总储备面积高达1700多万平方米，未结算面积近1500万平方米，公司项目储备极其丰富；同时，公司2009年开工250万平方米，2010年计划开工200万平方米，公司后续可售资源饱满；丰富的土地储备、饱满的可售资源，将有利的保障公司持续快速的发展。