

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

6-12个月目标价: 20元

当前股价: 14.34元

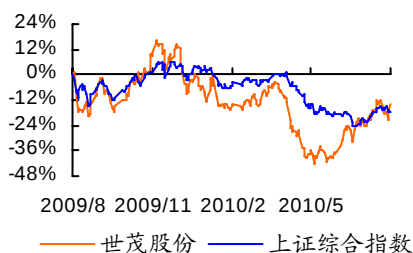
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2575.48
总股本(百万)	1171
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	68
EPS (TTM)	0.24
每股净资产(元)	5.98
资产负债率	56.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科A	9.05	36.99	-0.28
上证综合指数	3.40	-3.02	-14.67



相关报告

《房地产-9、10月份“价跌量升”是大概率事件,提升行业评级》2010-8-12

《房地产-4季度房价将进一步松动、成交量翻番、需求可持续---中国房地产信息集团

《房地产行业-成交面积持续上升,个别二线城市房价创新高-主要城市周交易报

世茂股份

600823

推荐

多业态盈利模式形成,投资价值就此打开

投资要点:

- **盈利进入上升通道,10年业绩高增长无疑。**上半年公司EPS0.24元,ROE4%,营业收入、归属于母公司所有者净利润分别为18.4亿元、2.75亿元,同比上升371%和707%。综合毛利率和净利率为42%和15%,同比降2个百分点,提升6.2个百分点,综合毛利率在开发类公司中处于领先地位。在上半可售量小的背景下实现签约金额23.4亿元,签约面积9.2万平米,签约均价2.5434万元,商业地产旺销使签约均价远高于结算均价(1.3435万元),全年毛利率和净利率仍有较大的提升空间。账面预收款19亿元+已签约未收款12亿元=31亿元已售未结款项大部分将在年底结算,业绩锁定。
- **未受行业调整影响加速开发,销售业绩将远高出行业水平。**上半年公司新增开工面积和在建面积122和207万平米,完成年度计划的57%和69%。公司仍计划加大开发量增加可售量保增长,上半年已完成经营性物业26万平米的年度竣工计划,我们预计公司有望完成全年212和301万平米的新开工和在建施工目标,下半年将有大量可售资源推出市场,销售业绩将远高出上半年。
- **已成功建立市场预期多时的多元化业态的商业盈利模式,公司的投资价值就此打开。**
百货业已有沈阳和福州的世茂百货开业,芜湖和烟台的年内也将开业,年内门店数及经营面积将达到4家和15万平米。**持有经营性物业**已有4座经营性物业在运行,建面31.3万平米,分别在上海、绍兴、北京和常熟市区。年底苏州、昆山及芜湖也将开业经营,经营性物业将达到48.2万平米。**影院业:**公司全新打造的首家绍兴超五星级现代化国际影城与绍兴世茂广场同时开业,影城规模和管理技术在当地首屈一指,年内还将再开3家五星级影院。
- **结算收入的大幅提升,三费水平大幅下降。**半年公司三项费用率为10.3%,同比降9个百分点,较09年底降10个百分点。**在开发规模大幅提升的背景下,公司财务管理依然稳健。**货币资金充裕24亿元,较09年底增加5亿元。提高长债比例,长期借款41亿元,较09年增加16亿元,短期借款下降3亿元。资产负债率、扣除预收帐款后的负债率、净负债率分别为59%、50%和36%,在业内处低水平。
- **公司定位“卓越的龙头商业及办公地产运营商”的定位明确,**以“标准化+连锁+可复制”及兼顾长、短期利益的“租+售+自营”为盈利模式,发展百货、影院、持有性物业等多业态运营商已初具规模。公司在业内拥有多方面突出的竞争优势。**分布于城市核心区超过800万平米的低廉资源正在分享城市快速发展的经济成果,近三年加大开发,公司资产和业务规模将成倍增长,盈利能力正纳入长期上升通道。**
- **维持公司10-12年EPS0.74、1.06、1.41元的预测,RNAV19元,“推荐”评级。**

风险提示: 国内外经济增长、居民收入低于预期、政策调控超出预期带来的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1061	4246	6368	8279
同比(%)	72%	300%	50%	30%
归属母公司净利润(百万元)	206	868	1244	1654
同比(%)	394%	321%	43%	33%
毛利率(%)	44.7%	45.0%	45.0%	45.0%
ROE(%)	3.3%	11.8%	14.1%	15.5%
每股收益(元)	0.18	0.74	1.06	1.41
P/E	81.54	19.35	13.50	10.16
P/B	2.71	2.28	1.90	1.58
EV/EBITDA	45	11	8	6

资料来源: 中投证券研究所

(接首页)

明确的商业地产发展战略与定位。公司发展战略定位于：“战略布局城市地标+高品质精致化标准+世茂资源平台”，以开发经营大型商场为发展的核心业务，综合百货、影院、主题乐园等业态，开发地标性商业综合体为经营模式；打开业务规模和经营业绩上升空间；“标准化+连锁+可复制”的发展模式实现快速发展；“提升中产阶级品质生活”的功能定位；租、售和自营相结合的商业和盈利模式兼顾长、短期利益，短期内项目 70%用于销售，30%用于持有，中长期则逐步增加持有性经营物业的比重以期业绩持久性增长和物业的长期增值；依托多元化的业态最终实现商业地产的投资、开发与经营协调发展。中报显示，公司的综合百货、影院、持有性物业等多业态商业地产运营商已初现规模。

公司的21个项目分布于等17个城市，建面超过800万平米。它们主要分布长三角、环渤海和海西区域，的重点城市（上海、北京、厦门、南京、武汉、无锡、杭州、芜湖、昆山、沈阳、青岛、苏州、常熟）的核心区或城市经济功能区，正在分享城市快速发展的经济成果。

公司在商业地产中竞争优势非常突出。拥有雄厚的资金实力、土地资源成本及地段优势突出（土地分布于发达城市的核心商业区域，正在分享城市的成长带来的收益）、拥有一支符合未来商业地产快速发展所需的商业运营、招商和管理的团队、突出的快速拿地及快速开发的能力、突出的业态运营及招商管理能力（拥有超过400家高端商业品牌战略合作伙伴）、独特的盈利模式（发展住宅、酒店式公寓、酒店、商业、办公楼等业态的多元化综合物业，延伸产业链使收入稳定增长，上半年多个城市的百货及影院已陆续开业。

公司的盈利能力已纳入长期上升通道，低廉的土地资源正成为盈利持续增长最重要动力。近三年公司正在把握住商业地产需求快速释放带来的历史机遇，加大开发经营与销售，我们预计公司的资产和业务规模将成倍增长，公司在A股市场中最具规模的卓越的商业及办公地产运营商的龙头地位将因此奠定。

表 1 公司近三年开发经营目标

总体目标	2010H	2010E	2011 E	2012 E
目标合约销售建筑面积	9.2	66	94	111
目标合约销售额（亿元人民币）	23.4	73	102	116
新增经营性物业建筑面积	26	26	22	51
累积经营性物业建筑面积	48	50	72	122
计划新开工面积	122	212	100	149
计划当年施工面积	207	301	332	363
计划竣工面积	*	69	115	168
其中经营性物业面积	26	26	22	51

数据来源：上市公司年报中报，中投证券研究所 注：*不详。

附：公司 10 年中报财务指标

图 1：经营情况

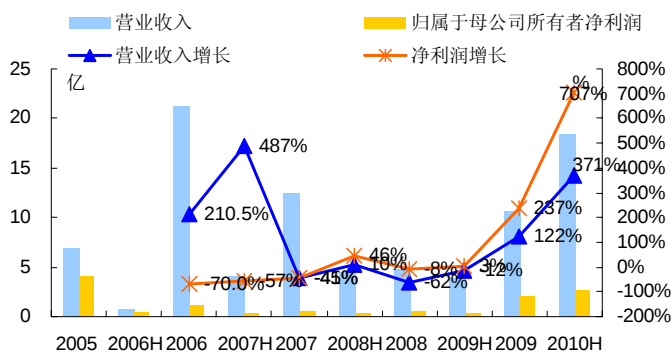


图 2：EPS 和 ROE

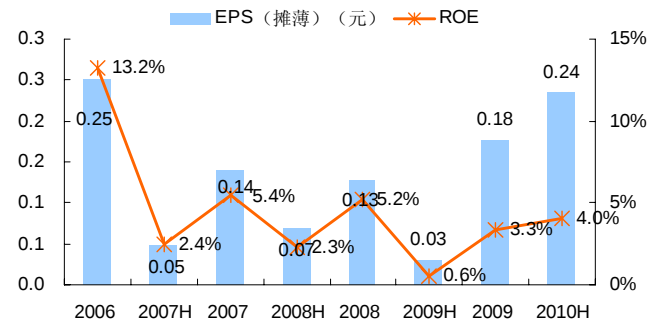


图 3：综合毛利率和净利率

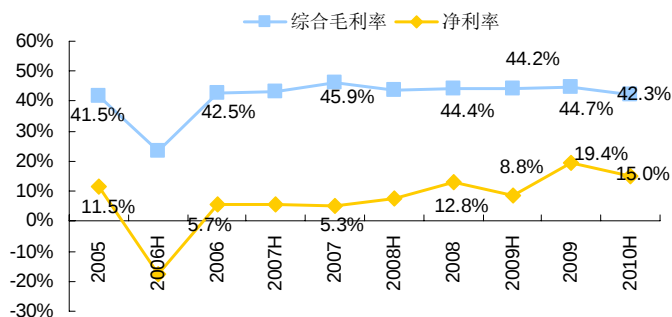


图 4：三费水平

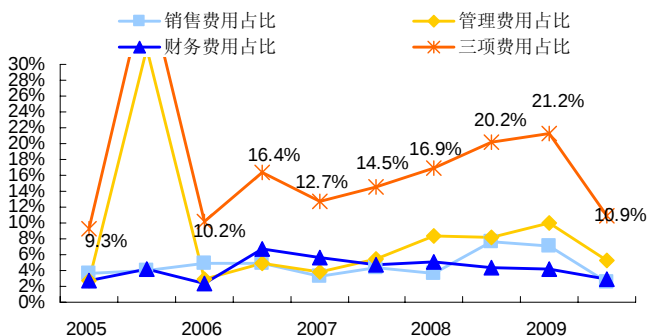
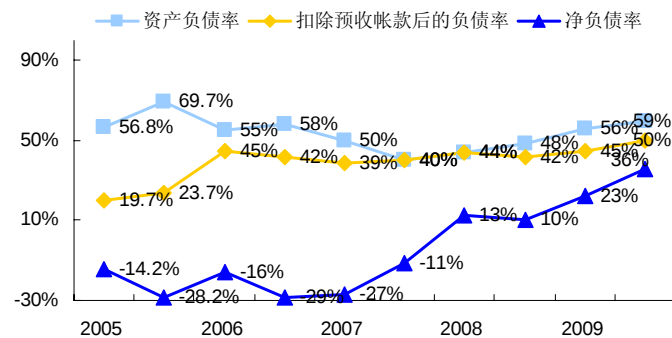


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12282	14168	16432	19148	营业收入	1061	4246	6368	8279
现金	1908	1908	1908	1908	营业成本	587	2335	3503	4553
应收账款	45	45	45	45	营业税金及附加	114	457	686	891
其它应收款	546	546	546	546	营业费用	75	127	191	248
预付账款	351	351	351	351	管理费用	105	195	293	381
存货	9432	11318	13582	16299	财务费用	44	236	293	248
其他	1	1	1	1	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	3698	8391	8370	8343	公允价值变动收益	161	300	300	300
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	41	253	343	371	营业利润	303	1195	1703	2256
无形资产	19	13	12	11	营业外收入	14	0	0	0
其他	3635	8122	8012	7958	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	15979	22559	24801	27491	利润总额	316	1195	1703	2256
流动负债	5926	11321	12090	12935	所得税	94	311	443	587
短期借款	920	4461	3375	2551	净利润	222	884	1260	1670
应付账款	939	939	939	939	少数股东损益	16	16	16	16
其他	4067	5922	7776	9445	归属母公司净利润	206	868	1244	1654
非流动负债	3058	3058	3058	3058	EBITDA	361	1444	2021	2536
长期借款	2546	2546	2546	2546	EPS (元)	0.18	0.74	1.06	1.41
其他	512	512	512	512	主要财务比率				
负债合计	8984	14379	15148	15993	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	786	802	818	834	成长能力				
股本	1171	1171	1171	1171	营业收入	71.8%	300.0%	50.0%	30.0%
资本公积	3846	3846	3846	3846	营业利润	171.0	294.2%	42.5%	32.5%
留存收益	1193	2061	3219	4748	归属于母公司净利润	394.3	321.5%	43.3%	32.9%
归属母公司股东权益	6210	7378	8835	10665	获利能力				
负债和股东权益	15979	22559	24801	27491	毛利率	44.7%	45.0%	45.0%	45.0%
现金流量表					净利率	19.4%	20.5%	19.5%	20.0%
单位: 百					ROE	3.3%	11.8%	14.1%	15.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	4.1%	17.9%	23.4%	25.2%
经营活动现金流	-1040	1401	1468	1200	偿债能力				
净利润	222	884	1260	1670	资产负债率	56.2%	63.7%	61.1%	58.2%
折旧摊销	14	14	25	31	净负债比率	38.86	48.90%	39.25	32.03%
财务费用	44	236	293	248	流动比率	2.07	1.25	1.36	1.48
投资损失	-3	0	0	0	速动比率	0.48	0.25	0.24	0.22
营运资金变动	-1110	-35	-413	-1051	营运能力				
其它	-206	303	302	301	总资产周转率	0.11	0.22	0.27	0.32
投资活动现金流	-780	-4706	-2	-2	应收账款周转率	40	93	140	182
资本支出	244	0	0	0	应付账款周转率	0.92	2.49	3.73	4.85
长期投资	0	4709	0	0	每股指标 (元)				
其他	-536	3	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.74	1.06	1.41
筹资活动现金流	3287	3305	-1465	-1197	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.89	1.20	1.25	1.02
短期借款	820	3541	-1085	-824	每股净资产(最新摊薄)	5.30	6.30	7.55	9.11
长期借款	2161	0	0	0	估值比率				
普通股增加	692	0	0	0	P/E	81.54	19.35	13.50	10.16
资本公积增加	3643	0	0	0	P/B	2.71	2.28	1.90	1.58
其他	-4030	-236	-380	-373	EV/EBITDA	45	11	8	6
现金净增加额	1467	0	0	0					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、苏宁环球、滨江集团、广宇发展、亿城股份、中华企业、冠城大通、大龙地产、上实发展、沙河地产、胜利股份、金融街、世茂股份、华发股份、首开股份、香江控股。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434