

世茂股份(600823.SH)

业绩加速释放，后期增加可售库存是关键

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

19.22-21.4

联系人

分析师

丁晨

涂力磊

S0740210020003

021-68766624

021-58306749

dingchen@qlzq.com.cn

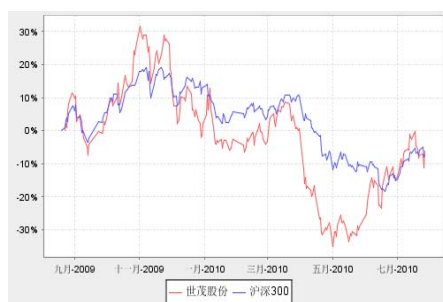
tulll@qlzq.com.cn

2010年8月15日

基本状况

总股本(百万股)	1170.60
流通股本(百万股)	478.36
市价(元)	13.75
市值(百万元)	16095.69
流通市值(百万元)	6577.39

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	617.92	1,061.40	7,807.75	10,083.9	12,524.9
营业收入增速	-50.23%	71.77%	635.61%	29.15%	24.21%
净利润增长率	-37.21%	394.28%	510.24%	24.75%	29.15%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.18	1.07	1.34	1.73
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	77.13	94.67	12.80	10.26	7.95
PEG	—	0.24	0.03	0.41	0.27
每股净资产(元)	8.37	5.30	6.38	7.72	9.45
每股现金流量	-1.32	-0.89	0.43	0.63	1.28
净资产收益率	1.04%	3.32%	16.84%	17.36%	18.31%
市净率	0.80	3.14	2.16	1.78	1.46
总股本(百万股)	478.36	1,170.60	1,170.60	1,170.60	1,170.60

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **公司发布10年中期业绩:** 报告期内实现营业收入 18.37 亿元, 同比增长 371%; 实现净利润 4.02 亿元, 同比增长 878%; 归属于母公司的净利润 2.75 亿元, 同比增长 744%; 每股收益 0.24 元, 同比增长 739.29%。
- **各项业务全面开花, 业绩加速释放。** 公司上半年各项业绩指标增速较高的原因一是在于 09 年基数较低, 二是 09 年完成重组之后专注以城市综合体为主的商业地产开发和经营, 大量优质物业 10 年开始进入收获期。目前销售物业依然占了 96% 的绝对比重; 经营物业虽然体量仍然较小, 但由于租金上涨, 毛利率提高了 30 个百分点; 而百货和影院业务目前虽然仍处于培育期, 但已初见成效, 预计后期公司会加速扩张这两项业务, 其意在提高公司品牌价值和项目价值。
- **有效增加可售库存是全年业绩是否能达预期的关键。** 对比公司 10 年的经营计划, 上半年合约销售额、新开工面积、施工面积和新增经营物业建面完成百分比分别为 32%、58%、69% 和 100%, 其中前两项指标低于我们的预期, 可售项目较少导致公司上半年合约销售额较低, 而开工速度较慢很有可能导致后期可售库存不足。
- **稳健经营, 弹药充足, 后续业务扩张依然存在动力。** 公司资金相对充裕, 资产负债率为 59%, 净负债率仅为 28%, 均维持较低水平, 因此存在进一步扩张动能。公司以城市综合体方式在二三线城市拿地优势显著, 报告期内拿下武汉项目表示公司并未停下扩张步伐, 后期依然会加快区域战略布局。
- **公司估值:** 我们预计公司 10 年、11 年和 12 年每股收益分别为 1.07、1.34 和 1.73 元, 对应 PE 为 13、10 和 8 倍, RNAVPS 为 24.02 元, 目标价为 19.22-21.4 元, 给予“买入”评级。

重组之后进入收获期

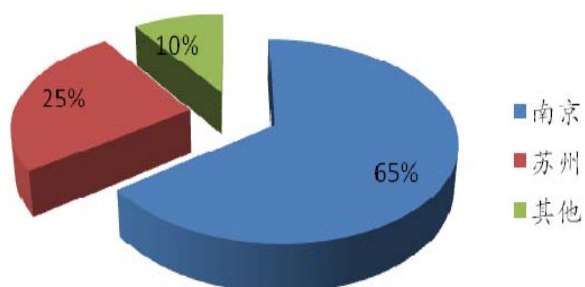
业绩加速释放，增速维持高位

- 报告期内实现营业收入 18.37 亿元，同比增长 371%；实现净利润 4.02 亿元，同比增长 878%；归属于母公司的净利润 2.75 亿元，同比增长 744%；每股收益 0.24 元，同比增长 739.29%。
- 公司增速维持高位，一是由于 09 年基数较低；二是由于 10 年是重组完成后的第一年，公司专注于商业地产的开发和经营，大量优质物业逐步进入收获期。

销售物业收入依然占绝对比重，其他业务处于培育期

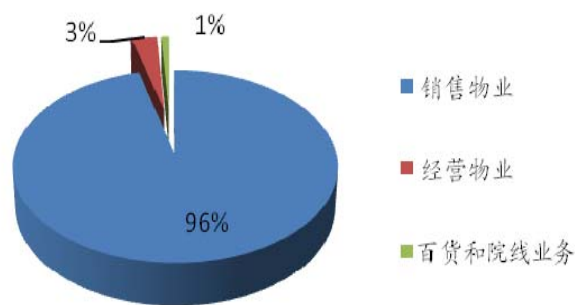
- 销售物业方面，上半年南京和苏州项目是主要利润贡献点，其中南京项目贡献了 11.94 亿，苏州项目贡献 4.65 亿，分别占总营业收入的 65% 和 25%。销售物业依然是占绝对比重的收入来源，占总收入的 96%。
- 经营物业方面，上海、绍兴、北京、常熟项目已开业经营，经营面积达到 31.3 万平，预计下半年苏州、芜湖、昆山的经营物业开业后将达到 48.2 万平。虽然经营物业规模依然较小，上半年共实现 0.56 亿元，仅占总收入的 3%。但由于租金上涨，物业品质和规模的提升，报告期内毛利率上升了 30 个百分点。
- 百货业务方面，沈阳和福州的世茂百货已开业经营，下半年烟台和芜湖的世茂百货也将开业，经营面积将达 15 万平。总体来说百货业务依然处于培育期，体量较小，占总收入的 1%。公司主要是通过百货业务增加人气，提高品牌知名度及商业物业价值。
- 影院业务方面，公司刚刚涉足该业务，上半年第一家世茂国际影城在绍兴开业，后期已规划 3 家影院。该项业务处于起步阶段，但毛利率较高，达到 48.65%，规模过大后可为公司带来丰厚利润；同时如同百货业务，公司也将通过影院业务提高品牌价值和商业物业价值。

图表 1：销售物业各项目利润贡献比例

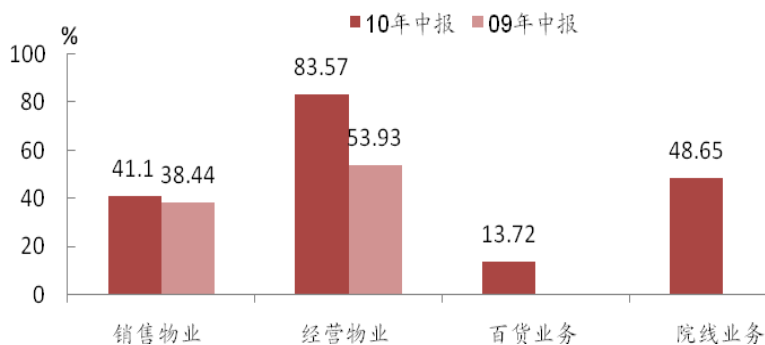


来源：齐鲁证券研究所

图表 2：各项业务占收入的比重



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：各项业务毛利率变化


来源：齐鲁证券研究所

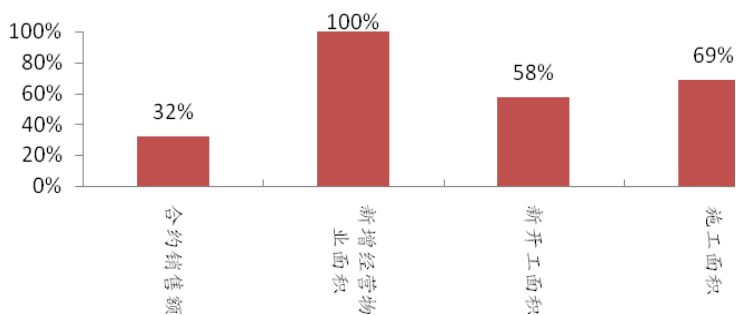
可售项目较少是制约因素，补库存是关键

项目全面启动导致在建项目多

- 报告期内在建项目 9 个，在建面积达到 207 万平方米，已达公司经营目标 301 万平的 7 成。目前公司在二三线城市规划的 22 个项目已全面启动，下半年在建项目会继续增加至 14 个。

新开工面积和合约销售额低于预期，可售项目较少制约后期业绩释放

- 报告期内可售项目仅 4 个，因此合约销售金额 23.4 亿元，仅完成年初目标的 32%，低于我们预期；但是，上半年公司新开工面积仅为 122 万平，是年内计划的 57%，一般新开工面积集中于上半年，因此这个数字也低于我们的预期。因此后期加快开工力度，补充有效可售库存是业绩能否到达预期的关键因素。

图表 4：10 年上半年各项经营指标完成百分比


来源：齐鲁证券研究所

二三线城市扩张依然充满动力

稳健经营，负债水平合理

- 报告期内公司资产负债率提高了 3 个百分点，达到 59.3%，但净负债率仅为 28.38%，两者依然保持行业内较低水平，财务安全边际较高。资金相对充裕，货币资金 24.25 亿元，比年初提高 27%。

弹药充足，后续依然有扩张能力

- 公司目前商业地产项目已进入 20 个城市，项目大多数分布在长三角、环渤海湾、海西和中部地区的二三线城市，其中二线城市占比 26%，而三线城市占比高达 66%。这些小城市人均收入普遍较高，购买力强，而随着城镇化进程的深入、产业的升级及内需刺激政策的利好，这里的商业地产将有更广阔的发展空间。
- 公司以城市综合体方式在二三线城市拿地优势明显，土地成本较低，报告期内公司又再次拿下占地 50 万平的武汉地块，楼面地价仅 1652 元/平。由于公司保持低负债水平，资金相对充裕，因此后续依然有持续拿地能力。

图表 5：公司项目储备情况

项目名称	股权比例	建筑面积 (万平)	楼面地价 (元/平)	权益建筑面积 (万平)	09年末未结权 益面积(万平)
北京世茂国际广场	100%	21.20	4732.00	21.20	21.20
青岛世奥大厦	75%	25.30	3603.00	18.98	18.98
常熟世茂世纪中心	100%	109.00	434.00	109.00	107.40
苏州世茂运河城	100%	45.80	630.00	45.80	45.80
南京世茂滨江新城	50%	188.00	2525.00	94.00	92.60
沈阳世茂商业项目	100%	95.00	613.00	95.00	93.90
上海世茂新体验项目	100%	37.20	896.00	37.20	37.20
常州世茂商业项目	100%	29.00	583.00	29.00	29.00
嘉兴世茂商业项目	100%	44.80	284.00	44.80	44.80
徐州世茂商业项目	100%	23.30	707.00	23.30	23.30
昆山国际城	100%	26.00	543.00	26.00	26.00
芜湖世茂商业项目	100%	12.00	1488.00	12.00	10.70
昆山世茂华东商城	100%	9.00	1171.00	9.00	9.00
北京世茂大厦	100%	7.20	4732.00	7.20	7.20
无锡项目	25%	29.00	3538.00	7.25	7.25
厦门项目	51%	27.00	2626.00	13.77	13.77
绍兴项目	100%	25.00	1280.00	25.00	25.00
杭州项目	100%	32.00	2505.00	32.00	32.00
上海南京西路持有商业	100%	1.00	2500.00	1.00	1.00
武汉2009-60地块	51%	50.11	336.00	25.56	25.56
武汉市2010-47、48、49、50地块	100%	34.27	1651.88	34.27	34.27
济南项目	100%	35.00	4857.14	35.00	35.00
合计		906.88	1619.95	711.67	740.92

来源：齐鲁证券研究所

公司估值

估值偏低，目标价 **19.22-21.4**

- 相对估值：假设公司能完成经营计划，预计公司 10 年，11 年和 12 年的营业收入分别为 78.08 亿元、100.84 亿元，125.25 亿元，实现净利润 14.01、17.47 和 22.57 亿元，每股收益为 1.07、1.34 和 1.73 元，对应 PE 为 13、10 和 8。由于 09 年基数过低，因此 10 年收入和净利润增长率分别在 6 倍和 5 倍以上，11 年开始进入稳健增长期，收入和净利增长率保持在 25% 左右。
- RNAV 绝对估值：公司 RNAVPS 为 24.02 元，目前股价相对于 RNAVPS 折价 41%，估值优势非常显著。
- 目标价和评级：考虑到公司现有物业结算时间较长，长期具有不确定性，我们取 RNAVPS 折价 20%，同时取行业平均 20 倍 PE，目标价区间为 19.22-21.4 元，给予“买入”评级。

图表 6：收入预测

项目名称	权益结算面积（万平）			权益结算收入（万元）			权益租金收入（万元）		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
北京世茂国际广场	5	2	4	175000	70000	140000	6300	6300	6300
青岛世奥大厦		5	5	0	125000	125000	0	0	0
常熟世茂世纪中心	10	15	15	125000	187500	187500	3525	3525	3525
苏州世茂运河城	6	3	5	60000	30000	50000	1500	1500	1500
南京世茂滨江新城	8	8	8	160000	160000	160000	0	0	0
沈阳世茂商业项目	5	5	5	118000	118000	118000	0	0	0
上海世茂新体验项目	2	2	2	40000	40000	40000	0	0	0
常州世茂商业项目		2	3	0	20000	30000	0	0	0
嘉兴世茂商业项目		3	3	0	30000	30000	0	0	0
徐州世茂商业项目	3	6	3	18000	36000	18000	1620	1620	1620
昆山国际城				0	0	0	11700	11700	11700
芜湖世茂商业项目		2	3.7	0	26000	48100	0	1950	1950
昆山世茂华东商城				0	0	0	4050	4050	4050
北京世茂大厦				0	0	0	6480	6480	6480
无锡项目		1	1.25	0	10000	12500	0	1500	1500
厦门项目			2	0	0	40000	0	0	0
绍兴项目	2	3	3	40000	60000	60000	9600	9600	9600
杭州项目			2	0	0	50000	0	0	4500
上海南京西路持有商业				0	0	0	0	0	0
武汉 2009-60 地块		2	2	0	40000	40000	0	7666.83	7666.83
武汉市 2010-47、48、49、50 地块				0	0	0	0	0	0
济南项目			2	0	0	40000	0	0	3000
合计	41.00	59.00	68.95	736000	952500	1189100	44775	55891.83	63391.83

来源：齐鲁证券研究所

图表 7: RNAV 估值

项目名称	股权比例	项目毛利率	单位土地增值税	销售物业溢价现值	出租物业溢价现值
北京世茂国际广场	100%	67.91%	8374.00	70668.70	82568.81
青岛世奥大厦	75%	64.39%	5266.31	61121.83	0.00
常熟世茂世纪中心	100%	60.44%	2678.63	163736.99	55439.06
苏州世茂运河城	100%	38.70%	701.25	22190.64	19659.24
南京世茂滨江新城	50%	57.38%	3204.69	193949.37	0.00
沈阳世茂商业项目	100%	77.91%	7969.56	265533.67	0.00
上海世茂新体验项目	100%	66.52%	4559.50	94134.20	0.00
常州世茂商业项目	100%	43.17%	868.88	21082.43	0.00
嘉兴世茂商业项目	100%	42.16%	831.00	30921.54	0.00
徐州世茂商业项目	100%	28.22%	0.00	3223.12	21231.98
昆山国际城	100%	62.38%	2915.06	0.00	153342.07
芜湖世茂商业项目	100%	57.02%	2056.75	8916.35	25557.01
昆山世茂华东商城	100%	58.19%	2472.56	0.00	53079.95
北京世茂大厦	100%	63.89%	6199.00	0.00	84927.92
无锡项目	25%	23.62%	0.00	228.50	19659.24
厦门项目	51%	57.87%	3260.38	31389.03	0.00
绍兴项目	100%	66.10%	4491.25	23541.62	125819.13
杭州项目	100%	66.78%	5752.19	82425.47	58977.72
上海南京西路持有商业	100%	81.56%	17143.75	0.00	17693.32
武汉2009-60地块	51%	75.32%	6138.50	33681.84	100482.70
武汉市2010-47、48、49、50地块	100%	68.74%	4920.35	85191.73	0.00
济南项目	100%	55.21%	2961.61	62003.29	39318.48
WACC					7.63%
销售型物业新增NAV (万元)					1253940.32
出租物业新增NAV (万元)					857756.62
09年末账面净资产 (万元)					699541.41
RNAV (万元)					2811238.35
最新总股本 (万股)					117059.53
RNAVPS (元/股)					24.02

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-8-12	XX	14.22	19.22 ~ 21.40

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,061	7,808	10,084	12,525	货币资金	1,908	1,696	2,621	4,276
增长率	71.8%	635.6%	29.2%	24.2%	应收款项	45	192	248	308
营业成本	-587	-3,137	-4,202	-5,151	其他应收款	546	2,500	3,229	4,010
%销售收入	55.3%	40.2%	41.7%	41.1%	存货	9,432	13,621	15,580	17,971
毛利	474	4,670	5,882	7,374	其他流动资产	351	1,874	2,510	3,077
%销售收入	44.7%	59.8%	58.3%	58.9%	流动资产	12,282	19,883	24,187	29,642
营业税金及附加	-114	-1,171	-1,513	-1,879	%总资产	76.9%	84.2%	86.5%	88.5%
%销售收入	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%	长期投资	3,049	3,049	3,049	3,049
营业费用	-75	-554	-715	-888	固定资产	491	538	585	632
%销售收入	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	%总资产	3.1%	2.3%	2.1%	1.9%
管理费用	-105	-775	-1,001	-1,243	无形资产	24	19	19	19
%销售收入	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	非流动资产	3,698	3,740	3,787	3,834
息税前利润 (EBIT)	180	2,171	2,654	3,364	%总资产	23.1%	15.8%	13.5%	11.5%
%销售收入	16.9%	27.8%	26.3%	26.9%	资产总计	15,979	23,623	27,974	33,476
财务费用	-44	-179	-169	-154	短期借款	945	25	25	25
%销售收入	4.2%	2.3%	1.7%	1.2%	应付款项	5,064	12,291	14,585	17,535
资产减值损失	3	0	0	0	其他流动负债	-83	-648	-837	-1,041
公允价值变动收益	161	0	0	0	流动负债	5,926	11,669	13,773	16,518
投资收益	3	0	0	0	长期贷款	2,546	3,046	3,546	4,046
%税前利润	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	512	512	512	512
营业利润	303	1,992	2,485	3,209	负债	8,984	15,227	17,831	21,076
营业利润率	28.6%	25.5%	24.6%	25.6%	普通股股东权益	6,210	7,467	9,035	11,061
营业外收支	13	0	0	0	少数股东权益	786	929	1,108	1,339
税前利润	316	1,992	2,485	3,209	负债股东权益合计	15,979	23,623	27,974	33,476
利润率	29.7%	25.5%	24.6%	25.6%	比率分析				
所得税	-94	-591	-738	-953		2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	每股指标				
净利润	222	1,401	1,747	2,257	每股收益 (元)	0.176	1.074	1.340	1.730
少数股东损益	16	143	179	231	每股净资产 (元)	5.305	6.379	7.718	9.449
归属于母公司的净利	206	1,257	1,568	2,025	每股经营现金净流 (元)	-0.888	0.433	0.626	1.284
净利率	19.4%	16.1%	15.6%	16.2%	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
现金流量表 (人民币百万元)					回报率				
	2009	2010E	2011E	2012E	净资产收益率	3.32%	16.84%	17.36%	18.31%
净利润	222	1,401	1,747	2,257	总资产收益率	1.29%	5.32%	5.61%	6.05%
少数股东损益	0	143	179	231	投入资本收益率	2.09%	21.10%	21.81%	24.49%
非现金支出	11	3	3	3	增长率				
非经营收益	-162	253	258	297	营业总收入增长率	71.77%	635.61%	29.15%	24.21%
营运资金变动	-1,110	-1,150	-1,276	-1,054	EBIT增长率	80.58%	1109.14%	22.25%	26.76%
经营活动现金净流	-1,040	650	912	1,734	净利润增长率	394.28%	510.24%	24.75%	29.15%
资本开支	244	45	50	50	总资产增长率	83.69%	47.83%	18.42%	19.67%
投资	-539	0	0	0	资产管理能力				
其他	4	0	0	0	应收账款周转天数	9.0	9.0	9.0	9.0
投资活动现金净流	-780	-45	-50	-50	存货周转天数	5,068.2	1,341.0	676.7	1,119.3
股权募资	1,124	0	0	0	应付账款周转天数	527.9	527.9	527.9	527.9
债权募资	2,318	-420	500	500	固定资产周转天数	50.1	1.9	1.3	1.0
其他	-155	-253	-258	-297	偿债能力				
筹资活动现金净流	3,287	-673	242	203	净负债/股东权益	22.64%	16.38%	9.37%	-1.65%
现金净流量	1,467	-68	1,104	1,886	EBIT利息保障倍数	4.1	12.1	15.7	21.8
					资产负债率	56.22%	64.46%	63.74%	62.96%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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各种金融服务。本公司及其本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“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501