

2011年3月14日

世茂股份

全商业产业链初见成效

买入

A 600823.SS - 人民币 14.22

目标价格: 人民币 18.16 (▼20.36)

田世欣*

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	5	11	8	(2)
相对新华富时	2	8	7	9
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,171
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	6,827
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
09年净负债比率(%)	32
主要股东(%)	
峰盈国际有限公司	48

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

公司10年主营业务收入同比增长330.5%至45.69亿元, 归属于母公司的净利润同比增长324.2%至8.74亿元, 每股收益0.75元。在住宅全面限购及限贷严格执行情况下, 商业地产有望承接投资资金, 销售周转取得提升。另外, 公司全商业产业链的模式也在不断发展并开始显现竞争优势。我们维持对世茂的买入评级, 但将公司目标价从20.36元下调至18.16元。

支撑评级的要点

- 2010年公司结算面积和结算收入分别为23万平方米和43亿元, 归属于母公司的净利润8.74亿元, 同比增长324.2%, 合每股收益0.75元。
- 2010年, 公司实现合同签约额54.31亿元, 完成年初计划的74%, 合同签约32.93万平方米, 完成年初计划的50%。期末预收账款对11年预测收入的锁定率为43%。
- 2011年80亿元销售目标完成可能性较大, 上半年主要推盘项目为南京和常熟, 下半年厦门项目值得期待。公司现有土地储备855万平方米, 拿地成本低廉, 盈利空间可观。
- 2010年公司完成了5家世茂广场、4家世茂百货、4家影院、2家乐乐城的开业运营, 持有面积55万平方米, 全商业产业链模式初见成效, 未来3年预计公司经营性业务收入将以60%左右的复合增长率提升。

评级面临的主要风险

- 商业开发物业销售周转低于预期的风险。

估值

- 考虑公司11年销售存在超预期的可能性, 多业态组合式发展模式也将在未来不断凸显其竞争优势, 目前NAV折价优势突出, 我们维持对世茂的买入评级, 并下调2011-12年盈利预测, 将公司目标价从20.36元下调至18.16元, 相当于17倍2011年市盈率和30%的2011年末NAV折价。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,061	4,569	7,185	10,161	12,135
变动(%)	-	331	57	41	19
净利润(人民币 百万)	206	874	1,242	1,649	2,041
全面摊薄每股收益(人民币)	0.176	0.747	1.061	1.409	1.743
变动(%)	-	324.2	42.1	32.8	23.8
原先预测每股收益(人民币)	-	-	1.364	1.672	-
调整幅度(%)	-	-	(22.3)	(15.7)	NA
市盈率(倍)	80.8	19.0	13.4	10.1	8.2
每股现金流量(人民币)	(0.89)	(1.49)	(1.19)	0.35	(0.38)
价格/每股现金流量(倍)	(16.0)	(9.5)	(11.9)	40.1	(37.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	82.7	9.9	7.2	5.2	4.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.085	0.113	0.139
股息率(%)	0.0	0.0	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年净利润同比增长

报告期内，公司实现营业收入 45.69 亿元，同比增长 330.5%；实现净利润 10.27 亿元，同比增长 362.7%；归属于母公司的净利润 8.74 亿元，同比增长 324.2%，合每股收益 0.75 元。报告期内，公司实现物业销售收入 43.33 亿元，同比增长 328%，销售结算面积 23 万平方米；实现物业租赁收入 1.76 亿元，同比增长 387%；百货及影院收入 0.14 亿元。

2010 年，公司毛利率得以明显提升，主要来自于销售价格上涨以及高毛利的北京项目贡献，另外，公司在管理运营上的改善也使得费用率控制能力得以提升，管理费用和营业费用再度下降 4.8 和 3.5 个百分点至 5.1% 和 3.6%。

2010 年度，公允价值变动收益达到 4.26 亿元，全部非经常性损益项目合计金额 2.35 亿元，对公司的每股收益影响为 0.20 元。

销售额完成年初计划 74%，11 年完成目标有望

2010 年公司实现新增开工面积 167.9 万平方米，当年施工面积达到 261 万平方米，竣工面积达到 62.8 万平方米，公司持有的投资性房地产面积达到 55 万平方米。

全年实现合同签约额 54.31 亿元，合同签约 32.93 万平方米，销售主要来自南京、北京、常熟项目。总体来看，商业地产的周转速度仍是问题，从不同业态的销售去化速度来看，办公楼消化较慢，沿街商铺和类住宅较快。

报告期内，开竣工面积仅完成年初计划量的 79% 和 91%，销售面积仅完成年初计划的 50%，销售额完成年初计划的 74%。2010 年末公司预收帐款为 28.8 亿元，比 2009 年末增加了 56%。预收账款对我们 2011 年预测收入的锁定率为 43%，假如含 2011 年至今的销售额约 10 亿元在内，预售锁定率为 57%，锁定情况一般。

由于公司整体开工计划后移，今年可售量将有较大增加，2011 年，公司计划实现合约销售 80 亿元，合约销售面积达到 59 万平方米。

图表 2. 公司 2010 年实际经营指标和 2011 年经营规划目标

经营指标(万平方米, 亿元)	2010	2011E
目标合约销售建筑面积	33	59
目标合约销售额	54	80
新增经营性物业建筑面积	29	6
累积经营性物业建筑面积	55	60
计划新开工面积	168	180
计划当年施工面积	261	378
计划竣工面积	63	71
其中经营性物业面积	29	6

资料来源：公司资料，中银国际研究

据我们调研了解，11 年新推可售资源共约 80 亿，其中南京和常熟各计划新推 20 亿左右，厦门项目下半年的新推盘也值得期待，武汉的别墅项目预计也将于年内推出。另外，年初老盘存量可售面积约为 30 万平米，主要为北京、昆山、杭州、徐州项目的存量可售资源。按照 12,000 元/平米的均价估算存量可售资源，2011 年总可售资源约为 115 亿元。

在住宅全面限购及限贷严格执行的情况下，商业地产由于不受上述政策影响，一定程度上成为住宅投资性资金的承接者，今年公司顺利完成销售目标的可能性较大，我们将继续跟踪关注公司未来的销售情况。

完善产业链延伸，业态组合力度得以提升

报告期内，公司继续按照既定的方针和战略实施，稳步布局商业地产开发、广场、百货、影院、儿童事业发展等多元主题经营业态，积极推进各商业业态的经营与发展。完成了 5 家世茂广场、4 家世茂百货、4 家影院、2 家乐乐城的开业运营，世茂广场的业态组合力度得以提升。

2010 年，公司实现上海世茂商都、绍兴世茂广场、苏州世茂广场、昆山世茂广场、常熟世茂广场等 5 家世茂广场的开业运营，总建筑面积达到 34.7 万平米。

世茂百货分别在沈阳、福州、烟台、芜湖开业经营 4 家门店，并进一步扩大了福州世茂百货的经营面积，总经营建筑面积已达到 15 万平方米。

目前已开业的世茂影院数量达到 4 家，分布于绍兴、烟台、苏州和昆山等地，共有 38 块银幕，拥有超过 5,500 多个座位。2011 年，世茂影院将在徐州、咸阳、沈阳、福州等地拓展扩张，预计在今年年底前将达到 10 家影院、75-100 块银幕。

由于大部分的广场、百货、影院等业态均在 2010 年底才相继开业，年内经营性业务的收入为 1.75 亿元，仅占总销售收入的 5.1%，但我们预计出租业务随着持有面积的快速扩大，在未来 3 年内将以 60% 左右的复合增长率快速成长。

财务稳健，拿地谨慎

公司多年来一直重视和采取比较稳健的财务策略。2010 年，公司通过银行贷款、信托融资等方式新增融资使得期末资产负债率从 2009 年期末的 56.2% 上升至 60.8%，净负债率上升至 29.2%，负债尚属于合理区间；每股经营活动产生的现金净流出为 1.49 元。期末，公司手持超过 40.6 亿元的货币资金，加上未体现在帐上的约 13 亿元应收预售款，而短期借款仅为 19.2 亿元，显示公司短期偿债压力较小，财务安全边际较高。公司除了采用银行及信托等传统性的融资方式以外，目前正积极的开拓 REITS 等新型融资方式，希望借助金融杠杆拉动商业地产加速发展。

2010 年至 2011 年初，公司在拿地方面较为谨慎，仅在武汉和长沙两地获取新项目，累计增加土地面积 91.63 万平方米，增加规划建筑面积 46.7 万平米。截至目前，公司土地储备已达到 855 万平方米，其中商业地产开发类储备 624 万平米，经营性物业总体量达到 231 万平米。公司城市综合体的拿地模式使得其土地成本较为低廉，每平方米平均楼面地价不足 2,000 元/平米，而最近几年开发类物业销售均价一直在 15,000 元/平米以上，盈利空间非常可观，目前继续扩张土地储备并非公司首要任务，加快销售周转、提升管理能力和商业地产运营能力将是 2011 年的工作重点。

下调盈利预测和目标价格

尽管我们认为公司完成 2011 年 80 亿元的销售目标的可能性还是比较大的，由于公司 2010 年销售及预售锁定低于我们之前的预期以及 11 年 80 亿元销售目标较我们之前的预测也有较大差距，我们大幅调低了对公司的盈利预测。

我们预计公司商业地产开发类业务 2011-13 年结算面积为 47.3、64.9 和 75.2 万平米，结算金额分别为 67.9、94.5 和 120.0 亿元。我们下调公司 2011 和 12 年的盈利预测 22.3% 和 15.7% 至 1.06 和 1.41 元。2011 年末 NAV 为 25.95 元，目前股价较 11 年末 NAV 折价率为 45%，NAV 估值优势突出。

住宅全面限购及限贷严格执行下，商业地产板块有望成为投资热点。世茂商业地产开发、广场、百货、影院等多业态组合式发展模式在全产业链上的复合竞争优势正在不断培育和发展中，未来这一优势将更加突出。我们维持对世茂的**买入**评级，综合考虑 NAV 估值和市盈率估值，将公司目标价从 20.36 元下调至 18.16 元，相当于 17 倍 2011 年市盈率和 30% 的 2011 年末 NAV 折价。

图表 3. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
销售收入	1,061	4,569	331
销售成本	587	2,139	264
销售税金	114	679	494
毛利	360	1,751	386
其他业务收入	3	(5)	(275)
销售费用	75	162	115
管理费用	105	233	121
经营利润	183	1,351	640
投资收益	165	263	59
财务成本	44	161	264
其他	13	49	290
税前利润	316	1,501	375
税金	94	474	406
少数股东权益	16	153	859
净利	206	874	324
盈利能力(%)			
毛利率	34	38	
经营利润率	17	30	
净利率	19	19	

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,061	4,569	7,185	10,161	12,135
销售成本	(701)	(2,818)	(4,461)	(6,417)	(7,592)
经营费用	(167)	(381)	(673)	(953)	(1,044)
经营利润(息税前利润)	193	1,370	2,051	2,791	3,499
折旧及摊销	(14)	(14)	(10)	(12)	(12)
息税折旧前利润	180	1,356	2,042	2,779	3,487
净利息收入/(费用)	(44)	(161)	(265)	(338)	(435)
其他收益/(损失)	181	306	263	263	263
税前利润	316	1,501	2,040	2,704	3,315
所得税	(94)	(474)	(571)	(757)	(928)
少数股东权益	(16)	(153)	(227)	(298)	(346)
净利润	206	874	1,242	1,649	2,041
核心净利润	90	705	1,053	1,460	1,852
每股收益(人民币)	0.176	0.747	1.061	1.409	1.743
核心每股收益(人民币)	0.077	0.602	0.899	1.247	1.582
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.085	0.113	0.139
收入增长(%)	NA	331	57	41	19
息税前利润增长(%)	NA	655	51	36	25
息税折旧前利润增长(%)	NA	609	50	36	25
每股收益增长(%)	NA	324	42	33	24
核心每股收益增长(%)	NA	680	49	39	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,908	4,061	3,593	4,065	4,854
应收帐款	591	1,547	1,437	1,524	1,820
库存	9,432	9,642	13,652	17,274	20,630
其他流动资产	351	1,682	1,645	2,432	2,841
流动资产总计	12,282	16,932	20,326	25,295	30,144
固定资产	491	620	612	602	591
无形资产	19	37	35	33	31
其他长期资产	3,188	8,357	8,002	7,807	7,566
长期资产总计	3,698	9,014	8,649	8,442	8,189
总资产	15,979	25,946	28,975	33,737	38,333
应付帐款	3,212	4,556	6,581	8,268	8,522
短期债务	945	2,697	2,971	2,698	3,796
其他流动负债	1,769	3,148	3,664	5,182	6,189
流动负债总计	5,926	10,401	13,216	16,149	18,507
长期借款	2,546	4,334	4,334	4,334	4,334
其他长期负债	512	1,030	0	0	0
股本	1,171	1,171	1,171	1,171	1,171
储备	5,039	7,071	8,248	9,803	11,723
股东权益	6,210	8,241	9,419	10,974	12,893
少数股东权益	786	1,939	2,007	2,280	2,599
总负债及权益	15,979	25,946	28,975	33,737	38,333
每股帐面价值(人民币)	5.30	7.04	8.05	9.37	11.01
每股有形资产(人民币)	5.29	7.01	8.02	9.35	10.99
每股净负债/(现金)(人民币)	1.35	2.54	3.17	2.54	2.80

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	316	1,501	2,040	2,704	3,315
折旧与摊销	14	14	10	12	12
净利息费用	44	161	265	338	435
运营资本变动	(1,110)	(2,622)	(1,849)	(1,619)	(3,017)
税金	(94)	(474)	(571)	(757)	(928)
其他经营现金流	(210)	(328)	(1,293)	(263)	(263)
经营活动产生的现金流	(1,040)	(1,747)	(1,398)	416	(446)
购买固定资产净值	(244)	(331)	9	10	12
投资减少/增加	4	4	0	0	0
其他投资现金流	(539)	0	498	301	192
投资活动产生的现金流	(780)	(327)	507	311	204
净增权益	1,124	1,001	0	0	0
净增债务	2,318	3,540	273	(273)	1,098
支付股息	(146)	(299)	(99)	(132)	(163)
其他融资现金流	(10)	(10)	249	150	96
融资活动产生的现金流	3,287	4,232	423	(254)	1,031
现金变动	1,467	2,158	(468)	472	789
期初现金	401	1,908	4,061	3,593	4,065
公司自由现金流	(1,820)	(2,074)	(891)	726	(241)
权益自由现金流	499	1,467	(618)	454	857

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.2	30.0	28.6	27.5	28.8
息税前利润率(%)	16.9	29.7	28.4	27.4	28.7
税前利润率(%)	29.7	32.9	28.4	26.6	27.3
净利率(%)	19.4	19.1	17.3	16.2	16.8
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.6	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	4.1	8.4	7.5	8.0	7.8
净权益负债率(%)	22.6	29.2	32.5	22.4	21.1
速动比率(倍)	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	80.8	19.0	13.4	10.1	8.2
核心业务市盈率(倍)	184.2	23.6	15.8	11.4	9.0
目标价对应市盈率(倍)	103.2	24.3	17.1	12.9	10.4
市净率(倍)	2.7	2.0	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	(16.0)	(9.5)	(11.9)	40.1	(37.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	82.7	9.9	7.2	5.2	4.4
周转率					
存货周转天数	4,909.3	1,235.2	953.0	879.6	911.1
应收帐款周转天数	203.3	85.4	75.8	53.2	50.3
应付帐款周转天数	1,104.7	310.3	282.9	266.7	252.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	3.3	12.1	14.1	16.2	17.1
资产收益率(%)	0.8	4.4	5.4	6.4	7.0
已运用资本收益率(%)	1.7	9.8	11.4	14.3	15.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371