

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

世茂股份

600823

推荐

全商业产业链运营模式初具规模, 业绩进入高速释放期

公司3月11日公布了10年年报。

投资要点:

- **盈利规模、盈利能力大幅提升, 进入业绩高速释放期。**实现营业收入、净利润 45.7 亿元和 10.3 亿元, 同比增长 331% 和 363%; 归属于母公司净利润 8.74 亿元, 同比增长 324% (09 年增长 72%); EPS0.75 元 (略超预期, 10 年中报我们预计 0.74 元), ROE10.6%。综合毛利率和净利率 53% 和 19%, 同比提升 8.5、0.3 个百分点。
- **开发销售高增长。**全年施工和竣工面积 261 万和 62.8 万平米, 实现合同签约额/签约面积 54.31 亿元/32.9 万平米, 签约均价 16493 元/平米, 签约量低于年初 70 亿元的计划, 但签约均价大幅提升。尚余预收款 29 亿为 11 年业绩高增长奠定了基础。
- **商业坚持“7/3”销售/持有模式, 物业销售大幅提升, 多业态发展顺利。**物业销售收入 43.33 亿元 (增长 328%), 销售结算面积 23 万平米, 结算均价 18839 元/平米; 物业租赁收入 1.76 亿元 (增长 387%), 新增百货销售、院线业务等新业态收入 5700 万元。5 家世茂广场、4 家世茂百货、4 家影院、2 家乐乐城等多业态开业运营, 因上述业态大多数 10 年底才开业, 以此在年报收入中占比低, 预计 11 年上述业态经营步入正常后收入将进一步提升。
- **结算规模与管理效率大幅提升, 三费大幅下降, 仍有努力的空间。**10 年结算规模大幅提升三项费用率由 09 年的 21.2% 下降到 12.2%, 降 9 个百分点, 略高于 10 年中期; 其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率下降 3.5、4.8、0.6 个百分点。
- **无长短期偿债风险。**资产负债率 61% 同比提升 4.5 个百分点, 仍在可控范围, 扣除预收账款的负债率、净负债率为 50%、29%。提升长债比重减少短债比重, 长期借款 43 亿 (增长 70%)。货币资金 40.6 亿元 (增长 113%), 短期借款和一年内到期非流动负债总仅为 27 亿元, 还有 13 亿元应收预售款, 上述资金完全能满足日常经营资金需求, 无长短期偿债风险。
- **在信贷紧缩的背景下基于 10 年尚余充足货量 11 年新开工增速大幅放缓。**11 年公司计划销售金额、新开工面积增长 47% 和 7%, 我们预计盈利增长 30% 以上。11 年公司计划销售金额与面积 80 亿元/59 万平米, 同比增长 79% 和 47%; 新增经营物业 6 万平米; 在建项目 15 个; 新开工/施工/竣工建面 188 万平米、378 万平米和 71 万平米, 分别增长 7%、45% 和 13%。
- **11 年开局良好, 基本不受限购政策影响, 是商业地产中业绩和规模增长最快的商业地产, 再次推荐。**据我们跟踪, 公司 11 年 1-2 月签约近 10 亿元, 同比增长翻几番。在货量充足下基本未涨价以加速销售, 4 月后占 20% 规模的住宅推新盘, 销售高速增长可期。提升 11-12 年 EPS1.15、1.64 元、RNAV19 元, 目前股价 7.6 折交易。

6-12 个月目标价: 19.00 元

当前股价: 14.22 元

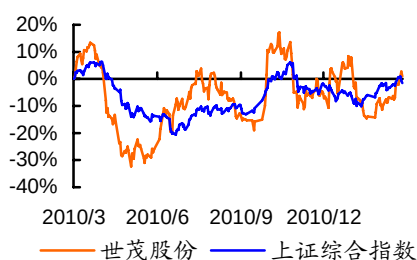
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2933.80
总股本(百万)	1171
流通股本(百万)	478
流通市值(亿)	68
EPS (TTM)	0.36
每股净资产 (元)	8.70
资产负债率	60.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
世茂股份	11.27	7.65	18.20
上证综合指数	3.77	3.26	10.16



相关报告

《世茂股份-多业态盈利模式形成, 投资价值就此打开》2010-8-16

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4569	5940	7722	10039
同比(%)	331%	30%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	874	1348	1920	2656
同比(%)	324%	54%	42%	38%
毛利率(%)	53.2%	50.0%	50.0%	50.0%
ROE(%)	10.6%	13.5%	15.6%	17.0%
每股收益(元)	0.75	1.15	1.64	2.27
P/E	19.05	12.35	8.67	6.27
P/B	2.02	1.67	1.35	1.06
EV/EBITDA	8	7	5	4

资料来源: 中投证券研究所

补充:

公司一直致力于打造独具特色的全商业产业链经营商业运营模式,实现以商业地产开发与多元商业业态的快速发展和业绩增长,目前各业态发展迅速,盈利贡献不断提升。

- 10年开业影院4家,38块银幕,11年将在徐州、咸阳、沈阳、福州等拓展到10家,75-100块银幕,约增长2.5倍左右。
- 致力打造涵盖大型购物中心、主题商业街、专业市场、儿童体验生活馆等多元主题的商业业态的“世茂广场”,已在上海、绍兴、苏州、昆山、常熟开业世茂广场,建面34.7万平米。
- 百货业在沈阳、福州、烟台、芜湖开业经营4家门店,建面15万平米,已加入国际购物中心协会,成为全球联盟成员之一。
- 正在构建儿童产业与文化产业结合的连锁经营体系-大型儿童亲子娱乐“世天乐乐城”,已在福州、烟台开业经营,11年将增至10家。5、10年公司完成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,营业收入同比增长超过6倍,达到2.34亿元,占年销售收入5.1%。

11年开局销售良好,基本不受限购影响,销售金额同比增长47%可期。

- 销售10年新开工面积168万平米,施工面积261万平米,竣工面积62.8万平米,投资性房产55万平米,在建项目13个,新拓展项目武汉、长沙规划建面46.7万平米。11年公司计划销售金额80亿元,销售面积59万平米,新增经营物业6万平米。在建项目15个,新开工188万平米,施工378万平米,竣工建面71万平米。开发经营规模较10年有较大的增长。
- 11年1-2月签约近10亿元,同比增长翻几番。销售好主因是可售物业同比大幅增加,其中一半为尾盘,一半为10年底次新盘,分布于北京、杭州、徐州、昆山、常熟、绍兴等商业物业。保持原价加速销售为原则,北京均价4万多,其他城市1-2万之间。4月南京住宅推盘,11年住宅销售(南京、武汉、常熟)将占全年销售额的20%。

风险提示: 注意政策调控加强、调控时间超预期等带来的行业及经营的风险。

表: 世茂股份2011年经营规划目标

各项指标	2011 年(公司计划)	2010 年(实际)	2011 年增幅
总体目标目标合约销售建筑面积(万平米)	59	32.93	79%
目标合约销售额(亿元人民币)	80	54.31	47%
新增经营性物业建筑面积(万平米)	6		
累计经营性物业建筑面积(万平米)	60	55	9%
新开工面积(万平米)	180	168	7%
当年施工面积(万平米)	378	261	45%
竣工面积(万平米)	71	62.8	13%
在建项目(个)	15	13	15%
其中经营性物业面积(万平米)	6		/
新增项目(城市/建面)		2/46.7	/
影院 家/块银幕	10 家, 75-100	4/38	200%
世茂广场(城市个数/营业建面)		5/34.7	/
百货业(家数/营业建面)		4/15.1	/
儿童乐乐城(个)	10	2	400%
物业销售收入(亿元)		43.3	/
销售结算面积(万平米)		23	/

物业租赁收入 (亿元)	1.76	/
营业收入 (亿元)	45.69	/
净利润 (亿元)	10.27	/

数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

附: 公司10年年报财务与经营等指标

图 1: 经营情况

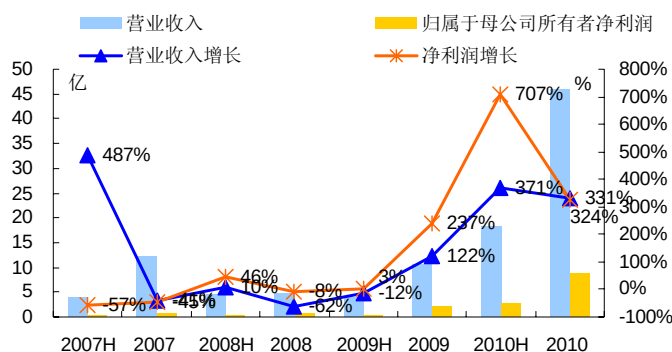


图 2: EPS 和 ROE

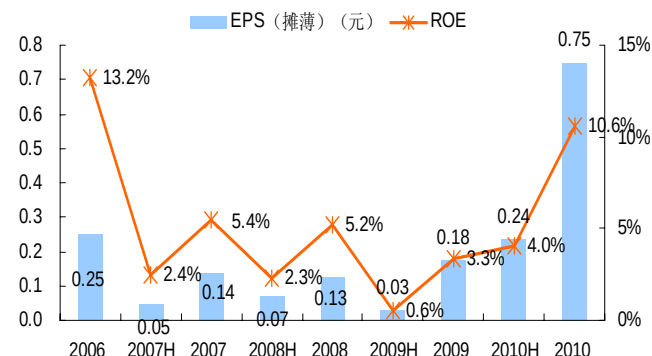


图 3: 综合毛利率和净利率

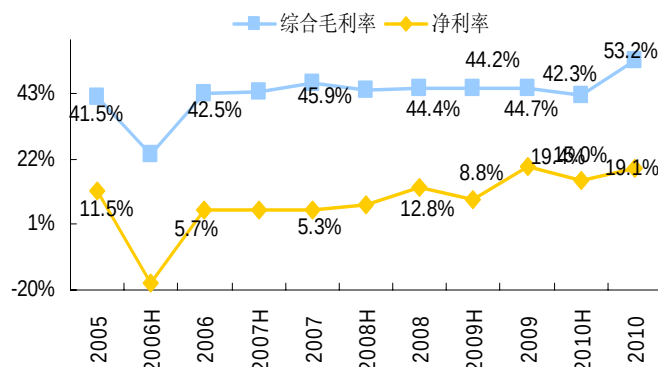


图 4: 三费水平

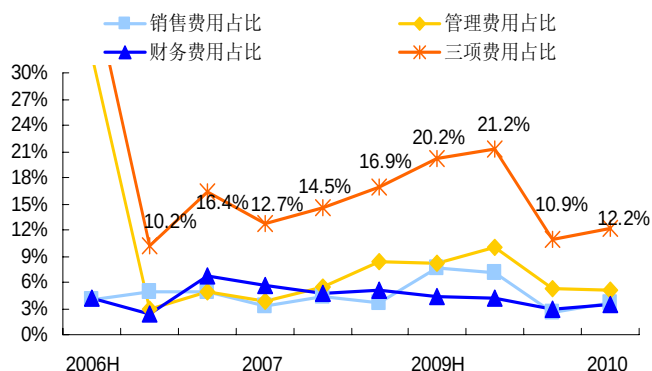
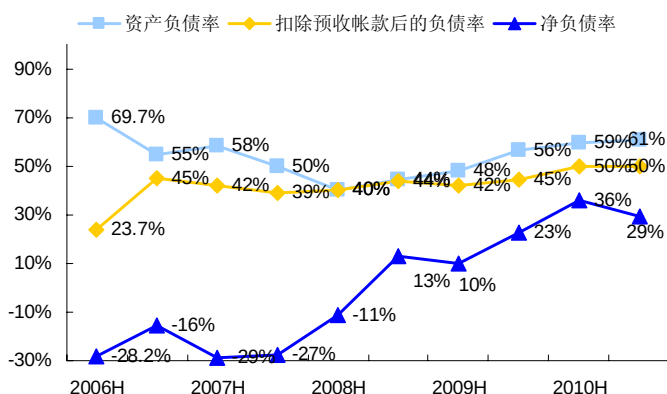


图 5: 负债水平



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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	16932	21311	28457	37147	营业收入	4569	5940	7722	10039
现金	4061	5132	7777	12125	营业成本	2139	2970	3861	5019
应收账款	877	877	877	877	营业税金及附加	679	883	1147	1492
其它应收款	662	662	662	662	营业费用	162	202	263	341
预付账款	1682	1682	1682	1682	管理费用	233	297	386	502
存货	9642	12951	17451	21793	财务费用	161	-61	-168	-259
其他	7	7	7	7	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	9014	10165	11897	13974	公允价值变动收益	253	379	568	853
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	88	338	442	473	营业利润	1452	2029	2801	3796
无形资产	37	53	51	50	营业外收入	54	0	0	0
其他	8886	9772	11401	13448	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	25946	31476	40354	51121	利润总额	1501	2029	2801	3796
流动负债	10401	11369	14254	17715	所得税	474	527	728	987
短期借款	1917	0	0	0	净利润	1027	1501	2073	2809
应付账款	1326	1326	1326	1326	少数股东损益	153	153	153	153
其他	7159	10043	12928	16389	归属母公司净利润	874	1348	1920	2656
非流动负债	5364	8046	11533	15369	EBITDA	1627	1989	2668	3579
长期借款	4334	7017	10503	14339	EPS（元）	0.75	1.15	1.64	2.27
其他	1030	1030	1030	1030					
负债合计	15765	19416	25787	33084					
少数股东权益	1939	2092	2245	2399	主要财务比率				
股本	1171	1171	1171	1171	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	5003	5003	5003	5003	成长能力				
留存收益	2067	3415	5200	7664	营业收入	330.5	30.0%	30.0%	30.0%
归属母公司股东权益	8241	9968	12322	15638	营业利润	379.0	39.7%	38.1%	35.5%
负债和股东权益	25946	31476	40354	51121	归属于母公司净利润	324.2	54.3%	42.4%	38.3%
					获利能力				
					毛利率	53.2%	50.0%	50.0%	50.0%
					净利率	19.1%	22.7%	24.9%	26.5%
					ROE	10.6%	13.5%	15.6%	17.0%
					ROIC	18.8%	23.1%	24.7%	29.9%
					偿债能力				
					资产负债率	60.8%	61.7%	63.9%	64.7%
					净负债比率	44.60	40.16%	43.76	45.70%
					流动比率	1.63	1.87	2.00	2.10
					速动比率	0.70	0.73	0.77	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.22	0.21	0.22	0.22
					应收账款周转率	10	7	9	11
					应付账款周转率	1.89	2.24	2.91	3.79
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	1.15	1.64	2.27
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.49	1.21	0.76	2.19
					每股净资产(最新摊薄)	7.04	8.52	10.53	13.36
					估值比率				
					P/E	19.05	12.35	8.67	6.27
					P/B	2.02	1.67	1.35	1.06
					EV/EBITDA	8	7	5	4

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

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、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、云南城投、北京城建、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

李 丹: 实习生, 国内某著名大学研究生。

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434