

世茂股份(600823.sh)

世茂股份再研究

——江苏昆山、苏州及南京项目调研纪要

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010010

近期,我们调研了世茂股份昆山、苏州和南京项目,详细了解了项目的定位、区域位置、目前的开发进度等,主要内容如下:

昆山“世茂广场”

项目地理位置优越,位于市政府重点发展的东部新城的核心区域,是东部新城中唯一的一个城市综合体,填补了商业空白;从一期项目的招商与营运来看,应该算是比较成功的;从二期项目的招商和销售来看,自己持有型物业招商较好,下半年酒店式公寓及商业项目都会陆续推盘,投资者购买酒店式公寓的投资回报率约在4.5%左右,相对来说,收益率还是比较可观的。

苏州“世茂广场”

项目将打造成苏州沧浪新城的中央商务区,项目体量约为50万平,集消费购物、休闲娱乐、商务办公、市民活动等为一体,项目辐射整个沧浪新城;一期项目已经开业,从自持的大润发和电影院来看,项目开业是非常成功的;二期项目正在建设中,预计下半年将少量推盘。项目最大的优势是停车位多,满足了城市居民出行需求,能吸引众多人流,提升商业价值。

南京“世茂滨江”

项目定位于高端产品,在目前限购限贷的政策背景下,楼盘的去化速度不理想,预计全年的销售任务完成将依靠商业地产销售来完成。

对比总结

通过对昆山、苏州、绍兴、杭州等项目调研,我们总结如下:(1)公司商业地产项目均是与香港世茂房地产住宅项目合为一体;(2)项目选址较为成功,均位于城市新城的核心区,能填补当地的商业配套空白;(3)商业地产经营尚处在初级阶段,经营能力有待于进一步检验;(4)与万达不同,公司商业地产项目开发因地制宜,对人才储备要求高,扩张会相对缓,更稳健。

风险提示: 商业地产经营风险,行业政策风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,061.40	4,569.40	5028.18	6980.66	10919.18
增长率(%)	122.38%	330.51%	10.04%	38.83%	56.42%
EBITDA(百万元)	371.43	1,671.31	1585.91	2141.80	3267.62
净利润(百万元)	206.01	873.93	1077.94	1471.24	2116.81
增长率(%)	237.46%	324.21%	23.35%	36.49%	43.88%
每股收益(元)	0.176	0.747	0.92	1.26	1.81
市盈率	94.66	18.10	16.15	11.83	8.22
市净率	3.14	1.92	1.87	1.61	1.35
EV/EBITDA	58.88	12.40	13.08	8.76	6.36

数据来源:上海世茂股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易,亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考,并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

无评级

当前价格(元)	14.87
目标价格(元)	20.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	11.06%	-7.90%	16.24%
沪深300	2.47%	-7.83%	10.97%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

1,170.60/478.36

主要股东:

峰盈国际有限公司

主要股东持股比例

47.67%

财务比率

ROE	10.60%
ROA	7.93%
资产负债率	60.76%
每股净资产(元)	7.04

2010 年报数据

近期，我们调研了世茂股份昆山、苏州和南京项目，详细了解了项目的定位、区域位置、目前的开发进度等，主要内容如下：

昆山“世茂广场”：项目地理位置优越，位于市政府重点发展的东部新城的核心区域，是东部新城中唯一的一个城市综合体，填补了商业空白，改变了周边人群的消费方式；整个项目定位于餐饮娱乐，一期已经开业经营，二期正在建设中。从一期项目的招商与营运来看，目前已开业2个多月，全年下来预计略亏，明年将会盈利，应该算是比较成功的一个项目；从二期项目的招商和销售来看，自己持有型物业招商较好，下半年酒店式公寓及商业项目都会陆续推盘，投资者购买酒店式公寓的投资回报率约在4.5%左右，相对来说，收益率还是比较可观的。

苏州“世茂广场”：项目将打造成苏州沧浪新城的中央商务区，体量约为50万平，集消费购物、休闲娱乐、商务办公、市民活动等为一体，项目辐射整个沧浪新城；一期项目已经开业，从自持的大润发和电影院来看，项目开业是非常成功的；二期项目正在建设中，预计下半年将少量推盘。项目最大的优势是停车位多，能满足城市居民出行需求，吸引了众多人流，提升商业价值。

南京“世茂滨江”：项目定位于高端产品，在目前限购限贷的政策背景下，楼盘的去化速度不理想，售价相对于一期楼盘有所下调，预计全年的销售任务完成将依靠商业地产销售来完成。

通过对世茂股份昆山、苏州，以及前期绍兴、杭州等地商业地产项目的调研，我们总结如下：（1）公司商业地产项目均是与香港世茂房地产住宅项目合为一体，共同促进；（2）公司商业项目的选址是成功的，均位于城市新城的核心区域，能填补当地的商业配套空白；（3）商业地产项目发展尚处在初级阶段，经营能力有待于进一步检验；（4）公司商业地产发展模式与万达有不同之处，万达模式是全国跑马圈地，而公司是因地制宜，这样容易使得公司达到开一个商业项目就火一个项目的效果，当然，这对人才储备的要求比较高，扩张速度会相对缓，相对而言更稳健。

昆山“世茂广场”

布局昆山东部新城

昆山市经济发达，购买力强。从全国县级经济实力来看，昆山市经济发达，其2010年的GDP总量为2100亿元，常住人口人均GDP达10.9万元，折合16793美元，稳居“中国百强县”的前三甲。而根据项目处的相关人员介绍，在项目3平方公里的范围内，有230多家台资企业，其产值占到昆山市产值的40%；同时，在项目周边，居住人群有60万左右，超过30万平方米的高端楼盘就有9个，项目周边人群购买力强。

表1、江苏主要县级市经济情况对比

	GDP(亿元)	人口(常住人口, 万)	人均 GDP(元)	人均 GDP(美元)	零售总额(亿元)
昆山市	2,100	192	109,151	16,793	354
常熟市	1,454	182	79,798	12,277	360
江阴市	2,001	176	113,460	17,455	381

数据来源：广发证券发展研究中心

东部新城是未来的发展重点，项目位于东部新城核心区。从地图上，我们可以看出，整个昆山市往西边是阳澄湖，因而没有发展空间；而往东的东部新城则与上海连接，是

政府发展的重点。

世茂股份昆山项目就是位于昆山市政府重点发展的城东核心区域，在项目的周边，政府将建设28栋科技广场，将昆山由制造业中心向研发中心转变；而规划中的昆山金融街也于在今年7月23日动工，将建23栋超高层建筑，打造成集银行、保险、证券及配套的餐饮、文化、公证、会计事务所为一体的一站式金融城，这些政府配套设施将极大的提升世茂昆山项目商业价值。

图1、项目地理位置优越



数据来源：广发证券发展研究中心

世茂昆山项目交通便利。世茂股份昆山项目就是位于昆山市的城东核心区域，根据介绍，项目地理位置优越，往东距离嘉定35公里，往西距离昆山市区12公里，往北距离太仓15公里，往南则是花桥。根据规划，从上海延伸过来的11号线，将在项目附近有一个地铁站点；而“沪宁高铁”在昆山有三个站点，其中之一便是在距离项目2公里处，即“陆家站”，大约5分钟车程，项目地段优势相对突出。

周边商业环境好，竞争能力强。昆山的南边、西边和北边都有购物中心，而在东部新城中，“昆山世茂广场”是唯一的一个城市综合体项目；在此之前，该地区几乎没有像样的商业综合体，距离最近的一个大润发也有12公里的路程；公司项目的推出，改变了周边人群的生活方式，填补了城东新城的商业空白，因而商业环境好，竞争能力很强。

项目规划、定位及销售

昆山“世茂广场”项目分为两期开发，一期项目为世茂华东商城，已开始营业；二期为世茂国际城，正在建设和销售中。

一期是世茂华东商城，建筑面积约为8.8万平，目前满租营运；根据项目人员介绍，随着项目的成熟，将把现有公共空间对外出租，改造成经营小饰品、饮料等小商品的经营空间，以进一步提高利用率。今年4月29日，一期华东世茂商城已正式开业，结合当地的特色，商业项目主要定位于餐饮、娱乐，并且各种类型的小吃都有，每家都不一样。

二期是世茂国际城，正在施工建设中，总建筑面积约为22.1万平，其中酒店式公寓9万平，可销售的商业部分约为3万平，其他商业主要为自持商业。根据规划，自持项目中的主力店为大润发、影城和第一食品等商家。

酒店式公寓已在6月18日正式开盘，开盘250套房源，受极端暴雨天气，当天去化了50套，5天内销售了100套，到目前为止去化率在50%以上，销售均价约为8500元/平方米，可销售额合计约为7.7亿元。

销售商业部分，将在四季度开盘销售，可售面积为3万平，约为100套，预计销售价格3万元/平左右，可销售额约为9亿元。

图2、昆山项目一二期效果图



数据来源：广发证券发展研究中心

项目租金收入及投资回报率

世茂昆山项目尚未完全竣工经营，同时，一期的世茂华东商城也仅开业2个多月，因而目前的租金收入并不能完全反映项目的真实价值，不过，我们可以定性的来判断，根据项目人员介绍，由于免租期等，整个一期项目今年的租金收入在1300万元左右，而成本支出在1500万左右，略微亏损；若正常年份，其租金收入在2600万元左右，因此，我们认为整个一期项目的开业经营情况还是比较成功的。

二期项目还在建设中，对于其价值可以从周边酒店式公寓的租金回报来看，一般装修程度的50平米左右的酒店式公寓总价大约50万，其月租金在1800元，折合为每年约为2.2万元，每年的租金回报率约为4.5%，相对来说投资回报率还比较可观的。

苏州“世茂运河城”

布局苏州沧浪新城

沧浪新城，新的城市副中心。苏州市规划了5个新城，而世茂运河城项目就是位于其中的沧浪新城。沧浪新城位于苏州的西南角，以前叫苏州科技创业园，将建成集创业、居住、商务、高科技研发中心为主要功能的城市副中心。

周边人群购买力强。根据调查数据，在以世茂运河城为中心的2平方公里的范围内，大约有16万户人家，折合总人口应该在50万人左右，其中25到35岁的年轻人占比30%至40%，月收入超过1万元的家庭约为13%；项目5平方公里的范围内，大约有25万户人家，约合75万人口，整体上来看，项目周边人群消费能力强。

世茂运河城商业定位起点高，周边交通便利，商业体量大，辐射范围广。世茂运河城商业综合体是沧浪新城建设中的一部分，将打造成为沧浪区中央商务区，项目定位起点高；整个项目的体量大，总建筑面积高达50万平，将城市苏州城南区域集消费购物、休闲娱乐、商务办公、市民活动等的一站式商务中心。项目地段优越是显而易见的，交通也十分便利，拥有众多的公交线路，而且地铁1号线也将于明年6月份开通，同时，地铁3号线也在建设中，预计也将于2014年开通。

图3、苏州“世茂广场”地理位置



数据来源：广发证券发展研究中心

项目规划、开发进度及优势

苏州“世茂广场”是政府规划的一个重点项目，总建筑面积约为50万平，分两期开发，一期总建筑面积为10万平，已经开发完毕，自持的商业部分已经开业了；二期总建筑面积约为40万平，正在开工建设。

一期项目，已经于2010年交付使用了，总建筑面积10万平，其中商业经营方面约5

万多平方米，写字楼约为1万多平方米，地下建筑面积约为4.5万平（车位等）；写字楼已经于去年销售交付了；5万平方米的商业物业中，自己持有的物业为1.8万平的大润发超市和0.47万平的影院。

二期项目已经在5月份开工了，总建筑面积约为40万平，业态为五星级酒店、写字楼、酒店式公寓、百货和IMAX影院，以及商业街等。今年年底开始招商，明年年底部分开业，预计2013年全部开业。

苏州“世茂广场”的优势：一是大润发和影院，能吸引人流，这点从大润发的营业额可以看出，大润发平时每日的营业额在60万元左右，到周末则能达到100万元的营业额。二是车位比较多，停车方便；一期项目中，大约有700个车位，其中地下500个，地上200个；而二期商业中的地下二三层均为地下车位，能满足城市居民出行需求，吸引人气，提升商业价值。

图4、苏州“世茂广场”二期项目效果图



数据来源：广发证券发展研究中心

南京“世茂滨江”

世茂滨江项目是南京首个超高层全江景国际品质的高端住宅社区，公司占50%的权益。项目位于长江与秦淮河的交汇处，属于南京市政府规划中的“现代化滨江城区”的滨江版块。项目周边交通便捷，距市区商业中心、南京长江大桥车程均在10分钟左右，有10路、34路、57路、307路、53路、54路、810路、815路等十多条公交线路直达新街口、夫子庙、玄武湖、中山陵等商业及旅游胜地。

图5、南京世茂滨江地理位置图



数据来源：广发证券发展研究中心

图6、南京世茂滨江一期实景图



数据来源：广发证券发展研究中心

世茂滨江项目总建筑约为180万平，其中30万平方米为社区配套，如医院、活动区及中小学学校等，住宅总面积约为150万平。

住宅150万平方米是有17栋超高层组成，分为两期开发，目前已经交付了第一期，约为50万平，有5栋超高层组成，剩余了一个五星级酒店（希尔顿酒店）也将于今年交

付给大股东。一期项目，2005年第一次开盘，当时销售价格为1万元/平（含2500元/平的装修费），售价最高时为2009年开盘的3号楼，当时最高价格触及了2.6万元/平。

二期项目共有12栋超高层，17号楼和6号楼正在施工。目前17号楼正在销售，今年4月底开始开盘销售，将在2013年交付；总共约450套，以大户型为主，一单元共9户，其中85平和102平户型为3户，其余均为160至270平，毛坯销售，均价约为1.6万元/平。当时整栋楼全部推出，目前大约成交了100套左右，都以两房为主，约回笼资金2亿元。

6号楼正在建设中，计划下半年的10月份推出，以大户型为主，将进行精装修交付，预计售价会在2万元/平左右，预计2014年才能交付使用。

由于南京属于限购区域，而公司的楼盘又属于高端项目，受政策调控影响比较大，预计今年住宅项目销售去化情况不会乐观，对公司全年销售计划会有一定影响；因此，公司在下半年将会把二期中的商业项目开盘销售，商业项目可售面积约为3.7万平，业态主要为电影院、儿童游乐场和商业，售价大约会在4万元/平。

研究结论

通过对世茂股份昆山、苏州、南京项目的考察，以及前期对绍兴和杭州项目的调研，我们得出了以下几个特点：

一是，公司商业项目均是与香港世茂房地产共同拿地开发，无论是在拆分上市前拿下的项目还是拆分上市后获得的项目，作为一个整体，住宅与商业相互提高自身的价值。

二是，在项目的选址上，公司的能力无疑是非常强的，公司商业项目基本上都是处于城市新城区的核心区域，能填补该区域内的商业配套空白，商业价值高。

三是，公司项目大部分都是处在商业地产发展的初期，很多项目刚完成一期，商业经营尚处于发展阶段，经营能力有待于检验。

四是，公司商业地产发展模式与万达集团有所不同，万达模式是全国跑马圈地，而公司商业地产项目是结合当地特点，因地制宜，这样能达到开一个项目就火一个项目的效果，当然，这对人才储备的要求比较高，从而导致扩张的速度会相对缓。

资产负债表

单位：百万元

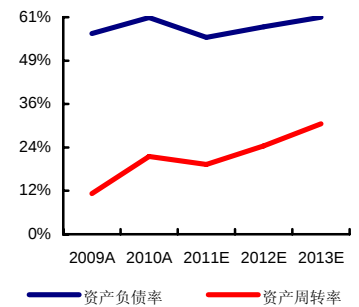
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	12,282	16,932	16,198	21,649	29,630
货币资金	1,908	4,061	2,700	6,206	5,090
应收及预付	941	3,222	2,877	4,064	6,446
存货	9,432	9,642	10,621	11,380	18,093
其他流动资产	1	7	0	0	0
非流动资产	3,698	9,014	9,174	9,435	9,840
长期股权投资	2	3	3	3	3
固定资产	41	88	88	88	88
在建工程	450	532	532	532	532
无形资产	24	52	37	37	37
其他长期资产	3,180	8,339	8,514	8,775	9,180
资产总计	15,979	25,946	25,372	31,084	39,470
流动负债	5,926	10,401	8,653	11,235	16,370
短期借款	920	1,917	0	0	0
应付及预收	4,976	7,691	7,953	10,505	15,550
其他流动负债	30	794	700	730	820
非流动负债	3,058	5,364	5,334	6,834	7,634
长期借款	2,546	4,334	5,334	6,834	7,634
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	512	1,030	0	0	0
负债合计	8,984	15,765	13,987	18,069	24,004
股本	1,171	1,171	1,171	1,171	1,171
资本公积	3,846	5,003	5,003	5,003	5,003
留存收益	1,193	2,067	3,145	4,616	6,733
归属母公司股东权益	6,210	8,241	9,319	10,790	12,907
少数股东权益	786	1,939	2,066	2,225	2,559
负债和股东权益	15,979	25,946	25,372	31,084	39,470

利润表

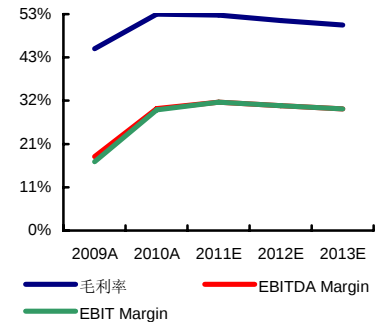
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1061	4569	5028	6981	10919
营业成本	587	2139	2367	3378	5404
营业税金及附加	114	679	623	833	1265
销售费用	75	162	176	244	382
管理费用	105	233	277	384	601
财务费用	44	161	196	207	241
资产减值损失	-3	5	0	0	0
公允价值变动收益	161	253	267	321	385
投资净收益	3	10	0	0	0
营业利润	303	1452	1658	2256	3412
营业外收入	14	54	50	50	50
营业外支出	1	5	10	10	10
利润总额	316	1501	1698	2296	3452
所得税	94	474	492	666	1001
净利润	222	1027	1205	1630	2451
少数股东损益	16	153	127	159	334
归属母公司净利润	206	874	1078	1471	2117
EBITDA	193	1370	1586	2142	3268
EPS (元)	0.18	0.75	0.92	1.26	1.81

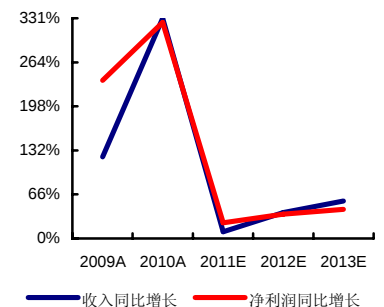
资产负债率趋势



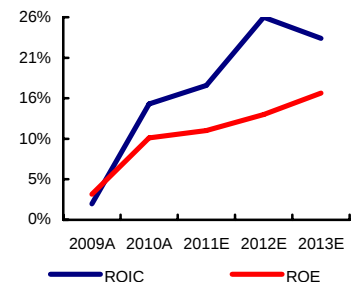
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

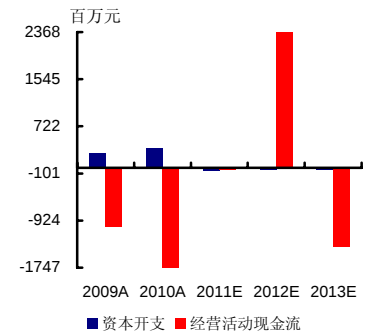
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1,040	-1,747	-172	2,209	-1,720
净利润	222	1,027	1,205	1,630	2,451
折旧摊销	14	14	0	0	0
营运资金变动	-1,110	-2,622	-378	606	-4,051
其它	-165	-166	-999	-27	-119
投资活动现金流	-780	-327	55	40	40
资本支出	-244	-331	55	40	40
投资变动	-536	4	-267	-321	-385
其他	0	0	267	321	385
筹资活动现金流	3,287	4,227	-1,244	1,256	564
银行借款	3,121	6,634	-917	1,500	800
债券融资	-803	-3,094	-81	30	90
股权融资	1,124	1,001	0	0	0
其他	-155	-314	-247	-274	-326
现金净增加额	1,467	2,153	-1,361	3,505	-1,115
期初现金余额	401	1,908	4,061	2,700	6,206
期末现金余额	1,868	4,061	2,700	6,206	5,090

主要财务比率

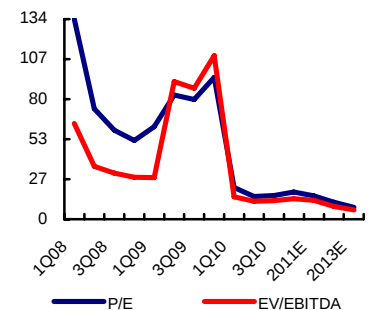
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	122.4%	330.5%	10.0%	38.8%	56.4%
营业利润	145.7%	379.0%	14.2%	36.1%	51.3%
归属于母公司净利润	237.5%	324.2%	23.3%	36.5%	43.9%
获利能力					
毛利率	44.7%	53.2%	52.9%	51.6%	50.5%
净利率	20.9%	22.5%	24.0%	23.3%	22.4%
ROE	3.3%	10.6%	11.6%	13.6%	16.4%
ROIC	2.1%	15.0%	17.4%	26.2%	23.5%
偿债能力					
资产负债率	56.2%	60.8%	55.1%	58.1%	60.8%
净负债比率	22.6%	29.2%	29.3%	10.4%	21.8%
流动比率	2.07	1.63	1.87	1.93	1.81
速动比率	0.42	0.54	0.44	0.69	0.46
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.22	0.20	0.25	0.31
应收账款周转率	40.70	9.91	12.17	12.17	12.17
存货周转率	0.11	0.22	0.23	0.30	0.30
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.75	0.92	1.26	1.81
每股经营现金流	-0.89	-1.49	-0.15	1.89	-1.47
每股净资产	5.30	7.04	7.96	9.22	11.03
估值比率					
P/E	94.7	18.1	15.5	11.4	7.9
P/B	3.1	1.9	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	109.2	13.7	12.6	8.4	6.1

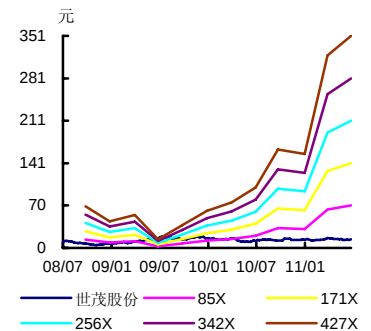
资本支出与经营活动现金流



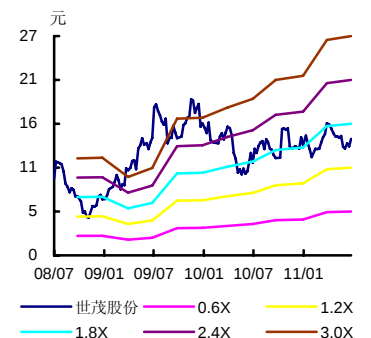
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

世茂股份(600823.sh)：选址、规划及租户管理--世茂股份项目调研及盈利模式初探_公司调研简报 徐军平 2011-05-26

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy） 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
 持有（Hold） 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
 卖出（Sell） 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。