

证券研究报告

房地产行业

强烈推荐 (首次)

证券分析师

窦泽云

S1060210090001
0755-22621631
douzeyun001@pingan.com.cn

世茂股份(600823)

进入高速成长轨道的商业龙头

近日，我们对世茂股份进行了调研，就公司的经营情况和未来的发展与管理层进行了交流。平安观点如下：

■ 平衡的商业模式

由于缺乏有效的金融工具，资金周转问题一直困扰着国内商业地产的开发，单纯的依靠出租难以解决前期大量的资金沉淀问题。在不断的实践中，“销售+出租”的模式被证明是解决这一问题的有效途径之一。世茂股份正是租售并举模式的主要践行者之一：公司在项目开发中实行“7/3”法则，即约 70%的物业用于出售，其余 30%的物业自己持有；销售物业的及时回款实现了资金的有效周转；而对部分优质商业物业的持有沉淀则保证了公司经营的稳定性和持续成长能力。我们认为，通过对租售比例的合理分配，公司实现了资金与资产、当期现金流与未来现金流之间的平衡。解决了资金周转问题后，公司的高速成长值得期待。

■ 睿智的区域布局

目前，公司的项目主要分布于长三角、环渤海以及中西部地区，以二三线城市为主。其中，长三角地区占比接近 60%，布局城市数量达到 11 个；环渤海地区是第二大目标市场，占比 30%。公司目前在北京、上海等一线城市的项目数量有限，总面积占比仅为 10%左右，其余项目都分布在经济发达地区的三线城市以及中西部地区的核心二线城市。我们认为公司的布局选择非常合理，具有极高的成长潜力：1、已经布局的城市商业地产空间广阔，未来具有非常大的提升空间；2、符合公司布局思路的城市数量众多，潜在目标市场容量巨大。

■ 商业地产风景独好

相比于住宅地产，商业地产受调控政策的影响较小：1、商铺、写字楼、SOHO 公寓等物业的购买依然没有限制，而且在可以预见的将来出台相关限制规定的可能性非常小；2、紧缩的信贷政策对于商业物业的购买有一定影响，但是程度有限。一般来说，商业的首付比例和贷款利率都要明显高于住宅，所以信贷环境收紧对于商业的影响并不显著。不仅如此，限购政策还导致了一部分投资性资金由住宅领域流向商业领域，增加了商业地产的需求。

■ 给予“强烈推荐”评级

我们预测，公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 1.16 和 1.80 元，最新收盘价对应的 PE 分别为 12.1 和 7.8 倍；根据我们的测算，公司 2011 年的每股 RNAV 为 26 元，股价相对于 NAV 折让 45%。我们认为，公司已经进入高速成长的轨道，给予“强烈推荐”的评级。

附表：盈利预测与估值（单位：万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	1,790.81	12,281.52	16,931.58	31,675.64	46,810.90	营业收入	477.29	1,061.40	4,569.40	6,801.80	10,313.52
货币资金	400.75	1,907.64	4,060.86	11,441.02	11,051.05	营业成本	265.42	586.97	2,139.23	2,946.75	4,759.63
应收账款	7.04	45.12	877.21	1,140.37	1,482.48	营业税金及附加	43.54	114.28	678.98	1,299.52	1,719.50
预付帐款	203.84	896.73	2,351.59	2,586.75	2,845.43	主营业务利润	168.34	360.15	1,751.19	2,555.53	3,834.39
存货	1,179.18	9,432.04	9,641.91	16,507.50	31,431.92	营业费用	16.98	75.26	162.13	321.88	268.15
其他流动资产	-	-	-	-	0.02	管理费用	39.61	105.37	232.96	204.05	309.41
非流动资产	923.91	3,697.90	9,014.02	1,354.67	1,388.44	财务费用	24.11	44.32	161.41	20.41	30.94
长期股权投资	0.15	2.50	3.04	3.95	5.14	投资收益及其他	35.72	167.92	257.28	252.62	252.62
固定资产	560.87	491.25	619.88	650.87	683.41	营业利润	123.36	303.12	1,451.97	2,261.81	3,478.51
投资性房地产	13.92	2,354.60	7,639.30	-	0.01	营业外收入	21.72	13.73	53.85	53.85	53.85
其他	348.98	849.55	751.80	699.84	699.88	营业外支出	0.63	1.13	4.65	4.65	4.65
资产总计	2,714.72	15,979.42	25,945.60	33,030.31	48,199.34	利润总额	144.44	315.72	1,501.17	2,311.01	3,527.71
流动负债	748.29	5,926.03	10,401.40	14,455.29	24,563.64	所得税	42.93	93.72	473.96	502.30	806.47
短期借款	100.00	920.00	1,916.70	2,216.70	3,716.70	净利润	101.52	222.00	1,027.21	1,808.71	2,721.24
应付账款	338.90	938.96	1,325.96	1,723.74	2,240.87	少数股东损益	40.47	15.99	153.28	446.66	614.68
预收款项	9.69	1,854.47	2,884.60	5,925.40	12,558.25	归属母公司净利润	61.05	206.01	873.93	1,362.06	2,106.56
其他	299.70	2,212.59	4,274.14	4,589.45	6,047.82	EPS(元)	0.05	0.18	0.75	1.16	1.80
长期负债	449.33	3,057.98	5,363.99	6,063.99	7,564.00	重要财务指标					
长期借款	385.00	2,546.05	4,334.24	5,034.24	6,534.24	营业收入	477.29	1,061.40	4,569.40	6,801.80	10,313.52
应付债券	-	-	-	-	-	同比(%)	-61.55	122.38	330.51	48.86	51.63
其他	64.33	511.92	1,029.75	1,029.75	1,029.76	归属母公司净利润	61.05	206.01	873.93	1,362.06	2,106.56
负债合计	1,197.63	8,984.00	15,765.39	20,519.28	32,127.64	同比(%)	-8.03	237.46	324.21	55.85	54.66
少数股东权益	348.36	785.75	1,938.83	2,908.25	4,362.37	毛利率(%)	44.39	44.70	53.18	56.68	53.85
股本	478.36	1,170.60	1,170.60	1,170.60	1,170.60	主营业利润率(%)	35.27	33.93	38.32	37.57	37.18
留存收益	690.38	5,039.07	7,070.79	8,432.19	10,538.74	净利率(%)	12.79	19.41	19.13	20.02	20.43
归属母公司权益	1,168.73	6,209.67	8,241.38	9,602.78	11,709.34	总资产周转率	0.18	0.07	0.18	0.21	0.21
负债和股东权益	2,714.72	15,979.42	25,945.60	33,030.31	48,199.34	ROE(%)	5.22	3.32	10.60	14.18	17.99
现金流量表						资产负债率(%)	44.12	56.22	60.76	62.12	66.66
会计年度	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	权益比率	2.32	2.57	3.15	3.44	4.12
经营活动现金流	-665.58	-1,039.83	-1,747.24	6,825.76	8,633.38	每股收益(元)	0.05	0.18	0.75	1.16	1.80
投资活动现金流	164.89	-779.69	-326.65	-430.33	-559.43	每股净资产(元)	1.00	5.30	7.04	8.20	10.00
筹资活动现金流	110.84	3,286.69	4,231.94	984.73	2,977.10	P/E	269.99	80.01	18.86	12.10	7.82
现金净增加额	-389.85	1,467.17	2,158.05	7,380.16	11,051.05	P/B	14.10	2.65	2.00	1.72	1.41

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257