

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

苏宁环球 (000718)

推荐

房地产开发

7月29日涨停点评

(维持评级)

2011年8月2日

重估价值较高，市值管理动力足

证券分析师：方焱 0755-82130648 fangyan@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120001

证券分析师：区瑞明 0755-82130678 ourm@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

事项：

7月29日，地产板块较弱，而苏宁环球一枝独秀、放量涨停，从整个7月份来看，公司股价表现强劲，累计上涨16.5%，跑赢大盘约19个百分点。

评论：

■ 上半年销售较差，导致股价上半年大幅跑输地产板块

上半年，公司南京江北项目销售受调控影响较大，销售额仅完成9亿多元（据南京网上房地产数据统计），销售面积不及去年全年的25%。销售疲弱、加上市场预期“其低成本地价优势或面临被严格清算土地增值税”，导致上半年股价表现疲弱，下跌14.44%，跑输地产板块18个百分点！

■ 7月初高管集体增持，彰显市值管理动力

公司7月初公告，部分董事、监事及高管共10人自6月29日起至7月4日以个人自有资金以市场价格从二级市场购入公司A股股票，合计51.48万股，占公司未摊薄前总股本的0.03%，买入成本均价约为6.70元/股（送股除权价格）。我们认为此次集体增持行动，彰显出管理层在市值管理方面有较强的压力和动力。

■ 公司优势在于“大股东具备较强攫取资源能力”

大股东苏宁集团是国内知名的民营企业，在协调政府关系方面能力突出，善于低价拿地。公司在南京有较强的品牌号召力，所储项目也具有无可比拟的低成本优势，其中南京威尼斯水城的楼面地价在400元/平米左右，但目前售价却已攀升至高达8000-10000元/平米。2010年，大股东这种较强的攫取资源能力在南京以外地区继续得以发挥，除原有吉林项目外，宜兴、上海、芜湖等地项目相继启动，并在无锡、芜湖、昆明获得3个项目，共增加项目储备144万平米。

■ 在市值管理动力下，下半年资源禀赋有望加速释放，地产销售或将发力

下半年，芜湖、宜兴项目将推盘销售，推盘总量有望分别达到10万平和5万平，这两个城市上半年房价涨幅不大，我们预计难以被纳入限购名单，在市值管理动力下，公司将把去化率放在首位，包括南京在内的优质地产资源禀赋有望加速释放。

■ 未来三年地产业务有望平稳增长，维持推荐评级

我们认为，民营地产商的优势在于“大股东超强的攫取资源能力+管理层较强的执行力”，而且船小好调头，抵御调控风险的能力不见得比全国龙头小！我们看好公司未来三年的发展，预计11-13年EPS分别为0.53元、0.76元和1.01

元, RNAVPS 12.8 元/股, P/NAV 为 0.6, 估值低廉, 维持推荐。

风险提示: 下半年销售不畅, 低于预期。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	975	800	5393	5917
应收款项	403	581	190	249
存货净额	12979	16088	10456	13674
其他流动资产	449	647	1318	1727
流动资产合计	14806	18116	17357	21566
固定资产	211	226	240	251
无形资产及其他	17	16	16	15
投资性房地产	178	178	178	178
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	15212	18536	17790	22009
短期借款及交易性金融负债	1344	774	700	700
应付款项	1322	1830	2115	2766
其他流动负债	6009	8508	6295	8240
流动负债合计	8675	11111	9110	11706
长期借款及应付债券	2781	2781	2781	2781
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)
长期负债合计	2781	2781	2781	2781
负债合计	11456	13892	11891	14487
少数股东权益	196	304	453	650
股东权益	3560	4339	5446	6872
负债和股东权益总计	15212	18536	17790	22009

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.38	0.53	0.76	1.01
每股红利	0.16	0.15	0.21	0.32
每股净资产	1.74	2.12	2.67	3.36
ROIC	14%	17%	29%	46%
ROE	22%	25%	28%	30%
毛利率	48%	49%	51%	51%
EBIT Margin	35%	36%	37%	38%
EBITDA Margin	35%	36%	38%	38%
收入增长	24%	44%	33%	31%
净利润增长率	8%	41%	42%	34%
资产负债率	77%	77%	69%	69%
息率	2.1%	2.0%	2.8%	4.1%
P/E	20.3	14.4	10.1	7.5
P/B	4.4	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	22.1	16.2	10.9	9.1

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3473	5002	6652	8715
营业成本	1821	2551	3293	4314
营业税金及附加	286	412	548	704
销售费用	86	131	175	233
管理费用	75	107	142	186
财务费用	11	147	147	147
投资收益	(15)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1178	1653	2347	3130
营业外净收支	(6)	0	0	0
利润总额	1172	1653	2347	3130
所得税费用	293	413	587	769
少数股东损益	108	152	215	287
归属于母公司净利润	772	1088	1545	2073

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	772	1088	1545	2073
资产减值准备	(1)	0	0	0
折旧摊销	23	23	25	28
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	11	147	147	147
营运资本变动	(2789)	(477)	3424	(1089)
其它	63	109	148	198
经营活动现金流	(1930)	742	5142	1209
资本开支	(34)	(38)	(38)	(38)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(34)	(38)	(38)	(38)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	1670	0	0	0
支付股利、利息	(321)	(308)	(438)	(647)
其它融资现金流	(588)	(571)	(74)	0
融资活动现金流	2110	(879)	(511)	(647)
现金净变动	146	(175)	4593	524
货币资金的期初余额	829	975	800	5393
货币资金的期末余额	975	800	5393	5917
企业自由现金流	(1896)	858	5282	1372
权益自由现金流	(814)	177	5098	1261

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。