

分析师: 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120021

联系人: 乐加栋 (8621) 68751636 lej@cjsc.com.cn

播种商业地产的春天

事件描述与点评

世茂股份今日发布 2011 年中报, 11 年上半年公司实现营业收入 32.48 亿元, 同比增长 78.95%; 实现营业利润 7 亿元, 同比增长 30.08%; 实现归属母公司净利润 4.81 亿元, 同比增长 74.65%, 每股收益 0.41 元。

公司业绩基本符合预期, 毛利维持高位

业绩基本符合预期, 营业利润增长幅度低于营业收入主要原因是公司去年同期物业的公允价值变动增加了一个多亿, 而本期未重新评估公允价值。归属母公司利润增长较高的原因一个是本期结算的北京工三项目毛利率较高, 另一个原因是本期少数股东权益大幅减少, 而去年同期结算收入大部分来自于公司持股仅 50% 的南京项目。在分业务方面, 商业地产上半年实现合同销售额为 28 亿元; 百货方面, 目前世茂百货分别在沈阳、福州、烟台、芜湖开业经营 4 家门店, 下半年将增加北京工三百货店; 世茂广场方面, 上半年新增了昆山世茂广场, 目前运营的有 6 个世茂广场; 影院方面, 年内将会增加至 10 家影院; 世天乐乐城上半年新增两家, 目前持有四家, 年底加到 10 家的规模。

公司二季度供货断档, 下半年销售可期

公司上半年合同销售额为 31 亿元, 销售面积 10.7 万平米。上半年销售主要由北京、常熟、杭州等地商业项目贡献, 进入二季度后, 公司在商业地产供货方面有所断档, 销售的主力主要是南京世茂滨江的住宅项目, 由于限购等原因, 该项目销售并不理想。报告期末, 公司在手预收账款大约有 25 亿, 预计这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 0.4 元左右。进入下半年, 特别是 9 月份后, 公司商业地产可售货量上升较快, 主要为厦门福建新里程项目、常熟项目, 根据我们的实地调研, 预计下半年厦门超高层项目将会热卖。我们认为公司有能力完成 80 亿的销售目标。

资金突围, 加快布局与开发

公司资金方面, 在手货币资金接近 47 亿, 短期借款与一年内到期的非流动负债合计 25 亿元, 短期头寸方面较为宽裕。在净负债率方面, 报告期末为 33.35%, 与其他地产公司相比公司财务较为稳健。公司一直以来在探索房地产基金方面业务, 公司在八月份公告设立上海世茂汇天股权投资合伙企业, 基金规模将不超过 50 亿元人民币, 将用于公司下属房地产项目的投资、开发与经营。我们认为公司在金融创新方面的深入探索有利于公司在未来占据房地产金融制高点, 也有助于公司在未来 REITs 发行中抢得先机。公司自去年以来加快了信托融资的步伐, 其信托成本远低于其他房地产开发公司, 这源于公司百货与影院稳定的现金流, 这也是我们为什么看好公司的部分原因。公司提高杠杆运作, 其主要是想加快拿地与开发, 我们认可目前公司的战略, 加快商业地产的布局与开发。

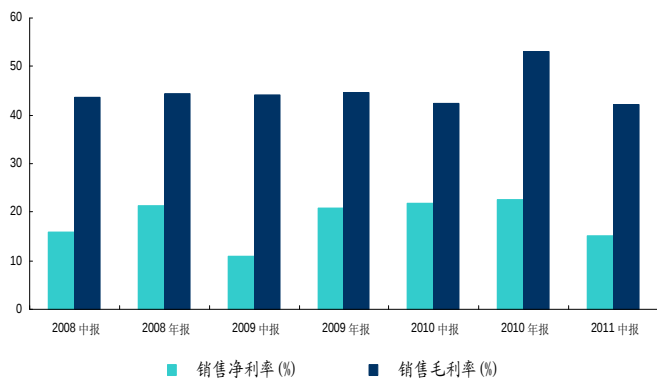
盈利预测与估值

从国际比较经验的角度看行业的未来, 我们更看好商业地产。公司自 09 年重组以来每年都在努力, 目前公司各项业务均已步入正轨, 未来增长可期。不考虑公允价值收益, 预计公司 11-12 年业绩为 0.9、1.21 元, 维持“推荐”评级。

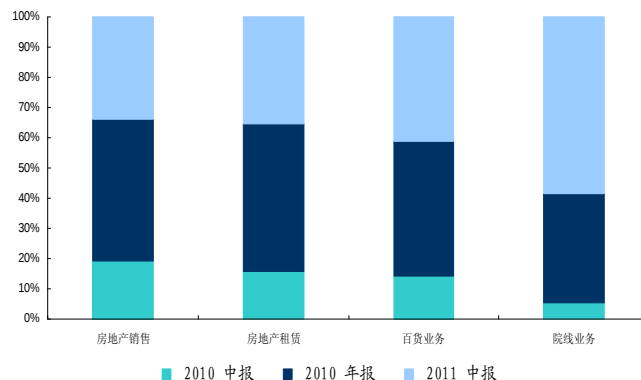
第一，公司业绩基本符合预期，毛利维持高位

公司报告期业绩基本符合预期，营业利润增长幅度低于营业收入主要原因是公司去年同期物业的公允价值变动增加了一个多亿，而本期未重新评估公允价值。归属母公司利润增长较高的原因一个是本期结算的北京工三项目毛利率较高，另一个原因是本期少数股东权益大幅减少，而去年同期结算收入大部分来自于公司持股仅 50% 的南京项目。

图：公司近期利润率



图：公司各项业务占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

分业务方面，商业地产销售上半年实现合同销售额为 28 亿元，合同签约 17.5 万平方米，分别同比增长 18.8% 和 90.2%，随着供货量的上升，预计下半年商业地产销售将会放量；百货方面，目前世茂百货分别在沈阳、福州、烟台、芜湖开业经营 4 家门店，总经营建筑面积已达到 15 万平方米，今年下半年将会增加北京工三百货店，预计下半年随着消费旺季的到来，百货经营收入将实现显著增长；世茂广场方面，上半年新增了昆山世茂广场，目前在运营的有 6 个世茂广场；影院方面，年内将会增加至 10 家影院；世天乐乐城上半年新增两家，目前持有四家，年底加到 10 家的规模。

表：公司经营指标

年份	新开工 (万平方米)	施工面积 (万平方米)	竣工面积 (万平方米)	持有投资性房地 产 (万平方米)	新增世茂广 场	世茂百货	时间欢乐影城	世天乐乐城
2010 年	167.9	261	62.8	55	34.7 万平米	15 万平米	4 家 38 块银屏	2 家
2011 年	180	378	71	61			10 家 75---100 块银屏	10 家
2011 年中	101	304		66	新增昆山	北京工三	年底到 10 家	4 家

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司二季度供货断档，下半年销售可期

公司上半年合同销售额为 31 亿元，销售面积 10.7 万平米。上半年销售主要由北京、常熟、杭州等地商业项目贡献，进入二季度后，公司在商业地产供货方面有所断档，销售的主力主要是南京世茂滨江的住宅项目，由于限购等原因，该项目销售并不理想。

报告期末，公司在手预收账款大约有 25 亿，主要为杭州、常熟等地的销售，预计这部分为公司未来锁定 EPS 大约为 0.4 元左右。

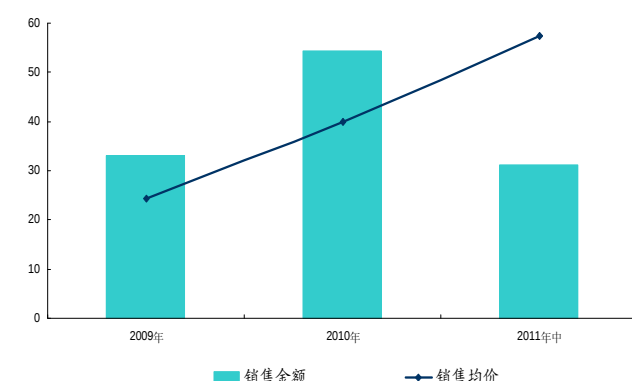
表：下半年主要货量明细

项目名称	权益	业态	预计可售面 积 (万平)	预计单价 (万元)	预计可售金 额 (亿元)	预计权益可售金 额 (亿元)	预计推盘时 间
常熟世茂世纪中心	100%	酒店式公寓	10.00	1.25	12.50	12.50	9--10 月份
	100%	住宅	10.00	1.00	10.00	10.00	

	100%	办公楼	2.00	1.20	2.40	2.40	
	100%	商铺	5.00	2.80	14.00	14.00	
苏州南区商铺	100%	商铺+办公	2.00	1.70	6.80	6.80	11 月
昆山世茂国际城	100%	商铺	2.00	1.50	3.00	3.00	三季度
	100%	酒店式公寓	8.00	1.20	9.60	9.60	
南京世茂滨江新城	50%	A 地块商业	2.50	3.50	8.75	4.38	9 月份
福建新里程(厦门超高层项目)	51%	写字楼	4.00	3.50	14.00	7.14	9--10 月份
	51%	soho	8.00	3.50	28.00	14.28	

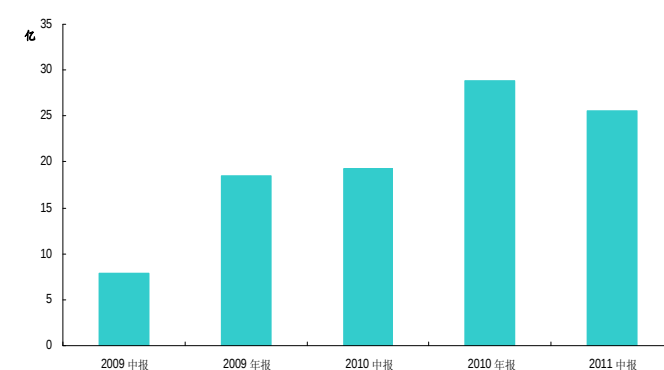
资料来源：长江证券研究部

图：公司合同销售额与均价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司预收账款



资料来源：公司公告，长江证券研究部

进入下半年，特别是9月份后，公司商业地产可售货量上升较快，主要为厦门福建新里程项目、常熟项目，根据我们的实地调研，预计下半年厦门超高层项目将会热卖。我们认为公司有完成80亿的销售目标。

第三，资金突围，加快布局与开发

公司资金方面，在手货币资金接近47亿，短期借款与一年内到期的非流动负债合计25亿元，短期头寸方面较为宽裕。在净负债率方面，报告期末为33.35%，与其他地产公司相比公司财务较为稳健。

公司一直以来在探索房地产基金方面业务，公司在八月份公告设立了上海世茂汇天股权投资合伙企业，由公司下属全资子公司上海世茂汇天股权投资管理有限公司作为有限合伙企业的普通合伙人，管理公司首只私募股权基金。基金规模将不超过50亿元人民币，将用于公司下属房地产项目的投资、开发与经营。公司作为有限合伙人参与认缴不超过15亿元人民币。我们认为公司在金融创新方面的深入探索有利于公司在未来占据房地产金融制高点，也有助于公司在未来REITs发行中抢得先机。

公司自去年以来加快了信托融资的步伐，其信托成本远低于其他房地产开发公司，这源于公司百货与影院稳定的现金流，这也是我们为什么看好公司的部分原因。公司提高杠杆运作，其主要是想加快拿地与开发，我们认可目前公司的战略，加快商业地产的布局与开发。

表：公司去年以来信托融资

时间	信托总额	期限	利率	投入项目	信托公司
May-10		6.03 2 年	第一年 7.1% 第二年 7.8%	苏州世茂运河城商业项目	中原信托
Sep-10		6 1 年	7.90%		中投信托
Dec-10		4 1 年	9%	百货与影院	中投信托
Aug-11		3.2 5 年		北京新世纪百货	渤海信托

Aug-11	7.88 1 年	百货、影院与项目公司	山东省国际信托
Aug-11	7 1 年	百货、影院与项目公司	山东省国际信托

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：公司年初以来土地获取情况

项目名称	权益	土地面积	建筑面积	地价	楼面地价	获取时间
长沙市芙蓉区肇家坪	100%	1.38	17.00	4.15	2440	Feb-11
胶南市海滨大道	100%	8.69	17.40	2.96	1699	May-11
济南市历下区	100%	13.26	42.43	17.10	4031	May-11
天津市武清区	100%	20.04	28.06	4.28	1526	Aug-11

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，盈利预测与估值

从国际比较经验的角度看行业的未来，相对于普通住宅我们更看好商业地产。公司自 09 年重组以来每年都在努力，目前公司各项业务均已步入正轨，未来增长可期。我们在不考虑公允价值收益后，预计公司 11-12 年业绩为 0.9、1.21 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4569	7161	8378	11392	货币资金	4061	4645	5699	5747
营业成本	2139	3548	3886	5614	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2430	3613	4492	5778	应收账款	1539	2412	2822	3837
% 营业收入	53.2%	50.5%	53.6%	50.7%	存货	9642	9527	10855	16114
营业税金及附加	679	1064	1245	1693	预付账款	1682	2856	3038	4509
% 营业收入	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	162	251	293	399	流动资产合计	16932	19447	22421	30215
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	348	348	348	348
管理费用	233	358	419	570	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	3	3	3	3
财务费用	161	268	220	218	投资性房地产	7639	7639	7639	7639
% 营业收入	3.5%	3.7%	2.6%	1.9%	固定资产合计	620	623	614	608
资产减值损失	5	0	0	0	无形资产	37	35	33	31
公允价值变动收益	253	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	10	0	0	0	递延所得税资产	352	0	0	0
营业利润	1452	1672	2315	2899	其他非流动资产	15	15	15	15
% 营业收入	31.8%	23.3%	27.6%	25.5%	资产总计	25946	28110	31073	38859
营业外收支	49	0	0	0	短期贷款	2697	0	0	0
利润总额	1501	1672	2315	2899	应付款项	1326	2246	2388	3545
% 营业收入	32.9%	23.3%	27.6%	25.5%	预收账款	2885	4511	5278	7177
所得税费用	474	418	579	725	应付职工薪酬	3	5	5	8
净利润	1027	1254	1736	2174	应交税费	250	326	401	532
归属于母公司所有者					其他流动负债	3240	5412	5869	8557
的净利润	873.9	1053.4	1435.3	1768.6	流动负债合计	10401	12500	13942	19818
少数股东损益	153	201	301	406	长期借款	4334	4334	4334	4334
EPS（元/股）	0.75	0.90	1.23	1.51	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1030	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-1747	3730	1514	565	负债合计	15765	16834	18276	24153
取得投资收益	4	0	0	0	归属于母公司	8241	9137	10357	11860
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1939	2139	2440	2846
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	10180	11276	12797	14706
固定资产投资	-331	-21	-25	-34	负债及股东权益	25946	28110	31073	38859
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-327	-21	-25	-34		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.747	0.900	1.226	1.511
股权融资	1001	0	0	0	BVPS	7.04	7.81	8.85	10.13
银行贷款增加（减少）	3540	-2697	0	0	PE	18.22	15.11	11.09	9.00
筹资成本	299	-426	-435	-483	PEG	0.69	0.57	0.42	0.34
其他	-608	0	0	0	PB	1.93	1.74	1.54	1.34
筹资活动现金流净额	4232	-3124	-435	-483	EV/EBITDA	11.65	7.96	5.66	4.59
现金净流量	2158	585	1054	48	ROE	10.6%	11.5%	13.9%	14.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。