

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

2012 年销售有望大幅增长

——苏宁环球 (000718) 调研简报

证券研究报告-调研简报

增持 (维持)

发布日期: 2012 年 10 月 15 日

报告关键要素:

苏宁环球近几年顺应房地产行业大繁荣之大势, 凭借其在南京江北的超大而高毛利的天润城和威尼斯水城两项目取得了高速的成长, 成为房地产行业快速扩张的典型之一。公司今年上半年取得了优异的销售成绩, 未来两年业绩有望快速增长。我们维持公司“增持”投资评级。

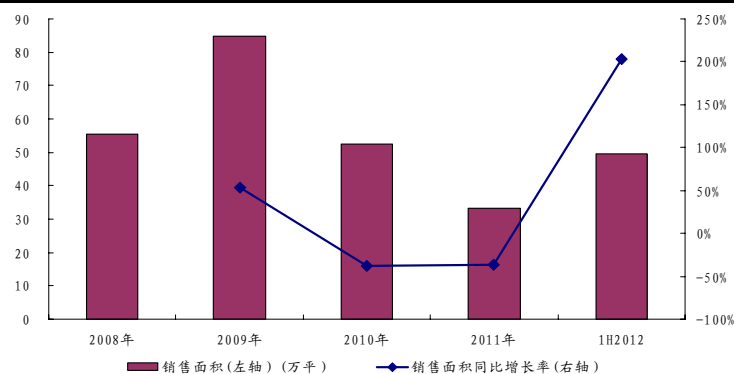
事件:

我们最近对苏宁环球做了实地调研, 就公司项目施工、销售情况及公司发展的主要问题与公司高管进行了沟通交流, 并实地参观了公司在南京的天润城和威尼斯水城项目, 详细考察了威尼斯水城的销售状况。

点评:

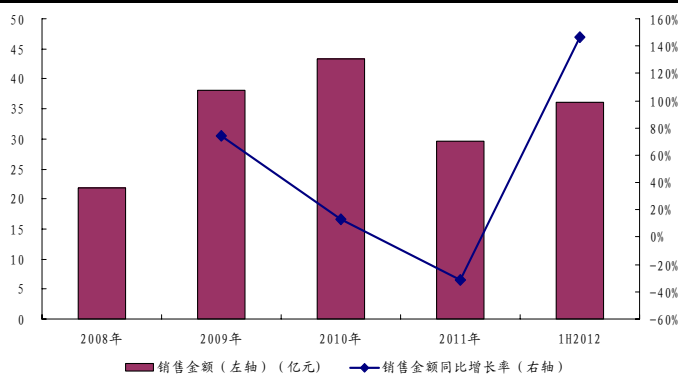
1、上半年销售成绩优异。今年南京楼市成交非常活跃, 3-8 月保持 70-90 万平方米的月度成交水平, 其中, 7 月份南京市成交量达到 90 万平方米, 创下 2009 年后南京市单月成交新高。公司目前在售的主要资源是地处南京江北的超大盘项目天润城和威尼斯水城, 产品以满足首次置业的刚需和改善性需求为主, 销售出现供不应求, 销售价格在最近两三月出现较大幅度的上涨。宜兴天沅御城项目和芜湖城市之光项目也取得了较好的销售业绩。上半年公司实现签约销售面积 49.46 万平方米, 比去年同期增长 203.62%; 签约销售额 36.16 亿元, 比去年同期增长 146.32%。根据公司前 8 个月的销售结果及对年内市场的判断, 公司今年有望实现 85 亿元的销售目标。

图 1: 苏宁环球 2008-1H2012 年销售面积及增长率



资料来源: 中原证券研究所, 公司历年公告

图 2: 苏宁环球 2008-1H2012 年销售金额及增长率



资料来源: 中原证券研究所, 公司历年公告

2、公司今年主要在售项目及销售状况。根据实地调研得知，下半年公司主要推盘项目及销售状态如下：

(1) 芜湖城市之光项目。该项目平均房价约 5000 元/平左右，去化率约 70%左右，开盘至今每月约 1 亿元左右销售收入，但是由于该项目地价较高，目前处于微利状态。(2) 南京威尼斯水城。该项目今年 9 月份推出第三街区二期，货值约为 10 亿元，该项目目前在售资源主要为沿江高层，均价约 9000 元/平，由于该项目地价便宜，毛利超过 60%，今年销售状态良好。(3) 其他项目。公司目前在推或即将推出的项目还包括宜兴天沅御城（约 10 亿货值）、上海长风地块项目及吉林天润城项目少量尾盘。

3、公司土地储备充足。公司目前可供开发销售的权益土地储备资源总计建筑面约 757 万平方米，分布在南京、宜兴、芜湖、无锡、上海、昆明和吉林等城市，其中，公司目前主要的大盘项目南京威尼斯水城和南京天润城项目由于购地时间早，楼面价极低，以目前房价估计的毛利率有望超过 60%。

表 1：苏宁环球土地储备情况列表

项目	时间	所在城市	权益 (%)	占地面积 (万平米)	未结面积 (万平米)	权益未结面积 (万平米)	楼面价 (元/平)
南京威尼斯水城	2002 年 9 月	南京浦口区	84%	300.00	345.00	290.00	140
南京天润城	2003 年 7 月	南京浦口区	100%	286.00	167.00	167.00	528
南京天华硅谷	2003 年 7 月	南京浦口区	100%	32.85	14.00	14.00	-
南京天华绿谷	2003 年 7 月	南京	100%	7.87	6.00	6.00	-
南京 NO. 2009G27 (南京名都汇)	2009 年 8 月	南京栖霞区	100%	3.78	6.00	6.00	4401
南京浦东大厦	2002 年	南京	84%	0.79	6.00	5.00	-
南京朝阳山项目	2009 年 9 月	南京玄武区	100%	6.98	6.00	6.00	-
上海朱家角地块	2007 年 12 月	上海青浦区	100%	47.97	12.00	12.00	5219
上海长风地块 5B 地块	2009 年 8 月	上海	100%	3.95	10.00	10.00	9851
吉林天润城一期	2006 年	吉林	100%	31.97	27.00	27.00	-
锡国土 2009-62 地块	2009 年 12 月	无锡市	100%	5.81	13.00	13.00	4002
宜兴市【2009】22 号 地块（天沅御城）	2009 年 12 月	宜兴市	100%	38.43	70.00	70.00	4034
芜湖 1006 地块 (城市之光)	2010 年 4 月	芜湖	100%	61.47	113.00	113.00	2593
昆明 KC2010-47 地块	2010 年 12 月	昆明	100%	3.07	13.00	13.00	-
总计				831.87	813.00	757.00	

资料来源：中原证券研究所、公司公告

4、南京天润城和威尼斯水城项目。(1) 南京天润城。南京天润城位于南京市浦口区，2014 年将开通的南京地铁 3 号线过江站点就在该项目附近。项目地块为 2003 年 7 月获取，总占地 286 万平方米，总规划建面约 360 万平方米。由于项目拿地时间早，地价低廉，总地价 19 亿，平均楼面地价仅 528 元/平，按照目前 7500-8000 元均价，预计毛利率在 60% 左右。该项目总共分 16 个街区开发，1-14 个街区已经基本开发销售完毕，今年下半年推出的是 15-16 街区。(2) 南京威尼斯水城。南京威尼斯水城位于南京市浦口区，与天润城项目相邻。项目地块为 2002 年 9 月获取，总占地 300 万平方米，总规划建面约 450 万平方米。由于项目拿地时间早，地价低廉，总地价 6.3 亿，平均楼面地价仅 140 元/平，按照目前 8000 元均价，预计毛利率在

60%左右。

5、公司上半年加强了开发销售流程规范化以提高效率。今年上半年，公司在销售规模快速增长的同时，以市场为导向，实行开发流程标准化，产品设计条线化，严控成本，战略采购，加强质量管理，提升公司品牌，加强内控规范，提高公司规范化运作水，强化内部风险防范。另外，公司还完善了信息披露制度，拉近与投资者的距离。

6、盈利预测及估值。截止中期末，公司可供结算的可售未结资源为49亿元，预计公司2012-2013年每股收益分别为0.52元（同比增幅33.91%）和0.62元（同比增幅21.03%），10月12日股价对应的市盈率分别为11.15倍和9.35倍，与行业估值相比较，公司估值基本合理，我们维持公司“增持”投资评级。

7、风险提示。1、由于近期房价反弹，调控政策有可能进一步收紧的政策风险；2、由于公司主要土地储备资源集中在南京而隐含的地域经营风险。

附表1: 苏宁环球预测三表

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2010A	2011A	2012E	2013E		2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	14805.91	16718.37	16334.86	19781.25	营业收入	3473.49	3664.52	4774.92	6044.37
现金	974.56	854.90	8461.01	9512.95	营业成本	1820.71	2002.31	2620.70	3416.10
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	286.21	325.18	403.57	515.09
应收票据	0.90	0.95	0.94	1.44	销售费用	86.18	119.79	135.61	173.08
应收款项	402.48	142.64	457.95	499.67	管理费用	75.10	82.61	97.72	130.21
存货	12978.53	15313.91	6551.76	8540.24	财务费用	10.90	12.94	40.59	30.22
其他	449.45	405.97	863.20	1226.95	资产减值损失	1.74	6.55	0.00	0.00
非流动资产	405.88	632.05	655.60	605.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	-15.05	-15.05	-10.05	-5.05
固定资产	210.42	445.41	438.24	430.16	营业利润	1177.60	1100.10	1466.67	1774.62
无形资产	17.14	16.67	15.84	15.05	营业外收入	4.82	10.71	8.23	7.92
其他	178.32	169.97	201.52	159.79	营业外支出	10.67	9.11	8.68	9.49
资产总计	15211.80	17350.43	16990.46	20386.26	利润总额	1171.75	1101.69	1466.22	1773.05
流动负债	8675.07	10563.03	9012.29	10987.96	所得税	292.55	287.12	375.45	452.93
短期借款	464.01	272.50	372.50	372.50	净利润	879.20	814.57	1090.77	1320.12
应付帐款	1321.51	1740.67	1999.15	2685.03	少数股东权益	107.59	27.57	36.91	44.67
预收帐款	3717.95	3424.19	3445.45	3502.55	归属母公司净利润	771.61	787.00	1053.86	1275.45
其他	3171.59	5125.67	3195.19	4427.88	BPS (元)	0.45	0.39	0.52	0.62
长期负债	2781.13	2409.55	2509.55	2609.55	主要财务比率				
长期借款	2781.13	2409.55	2509.55	2609.55		2010A	2011A	2012E	2013E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	11456.20	12972.58	11521.84	13597.51	每股收益	0.45	0.39	0.52	0.62
股本	1702.66	2043.19	2043.19	2043.19	每股经营现金	0.05	-0.04	3.73	0.50
资本公积金	300.29	130.03	130.03	130.03	每股净资产	2.09	2.03	2.54	3.17
未分配利润	1377.65	1789.91	2843.76	4119.21	增长率				
少数股东权益	195.67	235.24	272.15	316.82	营业收入增长率	24.36%	5.50%	30.30%	26.59%
母公司所有者权益	3559.93	4142.62	5196.47	6471.92	营业利润增长率	9.06%	-6.58%	33.32%	21.00%
负债及权益合计	15211.80	17350.43	16990.46	20386.26	净利润增长率	8.07%	2.00%	33.91%	21.03%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	47.58%	45.36%	45.12%	43.48%
	2010A	2011A	2012E	2013E	净利率	22.21%	21.48%	22.07%	21.10%
经营活动现金流	-3414.26	-879.28	8371.24	764.84	ROE	21.67%	19.00%	20.28%	19.71%
净利润	879.20	814.57	1090.77	1320.12	ROIC	11.37%	9.25%	29.77%	26.27%
资产减值准备	1.74	6.55	0.00	0.00	偿债能力				
折旧摊销	26.50	48.67	32.28	32.92	资产负债率	75.31%	74.77%	67.81%	66.70%
财务费用	10.90	12.94	40.59	30.22	流动比率	1.71	1.58	1.81	1.80
投资收益	-15.05	-15.05	-10.05	-5.05	速动比率	0.21	0.13	1.09	1.02
营运资金变动	0.00	0.00	7197.55	-623.49	营运能力				
投资活动现金流	-65.92	-110.69	-32.36	-24.29	资产周转率	0.29	0.23	0.28	0.32
资本支出	0.00	0.00	-20.00	-20.00	存货周转率	0.18	0.14	0.24	0.45
其他投资	-65.92	-110.69	-12.36	-4.29	应收帐款周转率	39.82	48.84	43.80	42.93
筹资活动现金流	3565.53	899.75	-714.91	287.71	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	-724.32	317.94	PE	12.56	14.49	10.95	9.05
其他	3565.53	899.75	9.41	-30.22	PB	2.70	2.79	2.22	1.78
现金净增加额	85.35	-90.21	7623.97	1028.27					

资料来源: 公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。