

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) 68751692 lej@cjsc.com.cn

考验能力的一年

事件描述与点评

世茂今日发布 2011 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 37.78 亿元, 同比上涨 65.53%; 实现营业利润 8.53 亿元, 同比增长 37.24%; 实现归属母公司净利润 5.75 亿元, 同比上涨 83.35%, 每股收益 0.49 元。

业绩符合预期, 销售略低于预期

公司前三季度结算符合预期, 前三季度主要结算的高毛利项目有北京项目、徐州项目, 常熟项目由于还处于前期结算进度, 因此毛利率相对低一些, 因此总体上公司毛利率与去年同期差不多。前三季度营业利润同比增速低于营业收入主要原因是公司本期公允价值变动收入为 762 万, 而去年同期是 1.39 亿, 下滑明显; 归属母公司净利润增速超过营业利润的原因是去年同期结算的南京项目为合作项目, 少数股东权益较大, 而本期结算的都是公司全资的项目。公司前三季度合同销售额大约为 45 亿, 其中当季度销售额为 14 亿, 主要贡献来自常熟、徐州与杭州项目。三季度略低于预期主要原因是公司厦门项目未能实现开盘, 由于项目在海边且是超高层项目增加了施工难度, 目前还未达到预售条件, 预计要推迟至 12 月份, 项目目前蓄客良好。酒店方面, 公司目前拥有两个酒店, 我们判断公司不排除对该类型资产进行整合。

公司各项业务有序推进

公司各个业务在报告期取得新的进展, 在影院方面, 分别在福州、徐州和沈阳开业了三家世茂影院, 目前已有 7 家营业的影院, 预计到年底增加至 10 家影院。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。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, 北京工三百货店在四季度将会开业。在拿地方面, 公司三季度只在天津拿了 28 万平米的储备, 与前两个季度相比节奏有所放缓。三季度公司净负债率有所提高, 在 39% 左右, 虽然公司有部分信托未计入负债, 但总体看来仍处于合理范围之内。

盈利预测与估值

我们基于看好行业的情况下看好公司未来, 目前人均 GDP 发展到这个阶段, 未来商业繁荣是预期内的事情, 况且目前无论是投资角度还是存量角度来说, 商业占比严重失调。公司自 09 年重组以来每年都在努力, 但在经验与能力上仍有待考验。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、1.23 元, 维持“推荐”评级。

第一, 业绩符合预期, 销售略低于预期

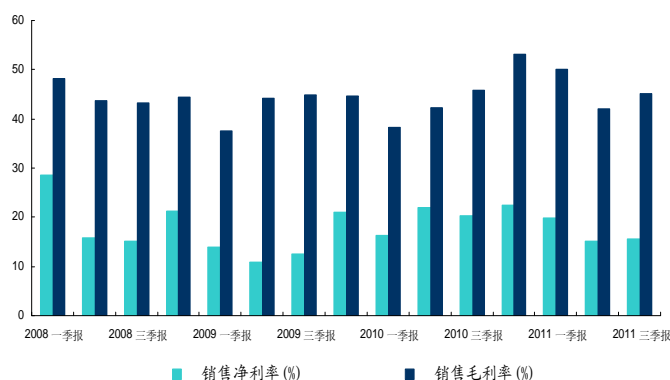
公司前三季度结算符合预期, 前三季度主要结算的高毛利项目有北京项目、徐州项目, 常熟项目由于还处于前期结算进度, 因此毛利率相对低一些, 因此总体上公司毛利率与去年同期差不多。

前三季度营业利润同比增速低于营业收入主要原因是公司本期公允价值变动收入为 762 万, 而去年同期是 1.39 亿, 下滑明显; 归属母公司净利润增速超过营业利润的原因是去年同期结算的南京项目为合作项目, 少数股东权益较大,

而本期结算的都是公司全资项目。

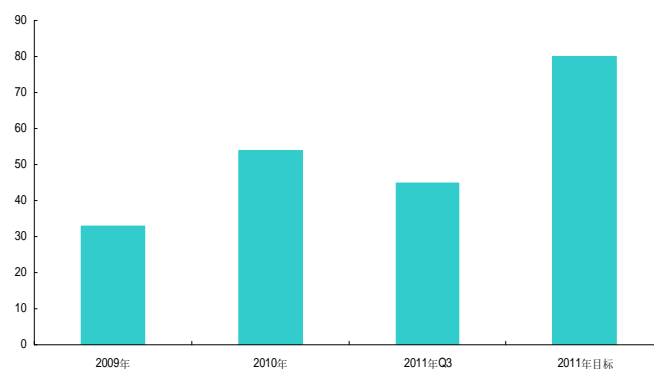
公司前三季度合同销售额大约为 45 亿，其中当季度销售额为 14 亿，主要贡献来自常熟、徐州与杭州项目。三季度略低于预期主要原因是公司厦门项目未能实现开盘，由于项目在海边且是超高层项目增加了施工难度，目前还未达到预售条件，预计要推迟至 12 月份，项目目前蓄客良好。酒店方面，公司目前拥有两个酒店，我们判断公司不排除对该类型资产进行整合。

图：公司结算利润率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：公司合同销售金额（亿元）



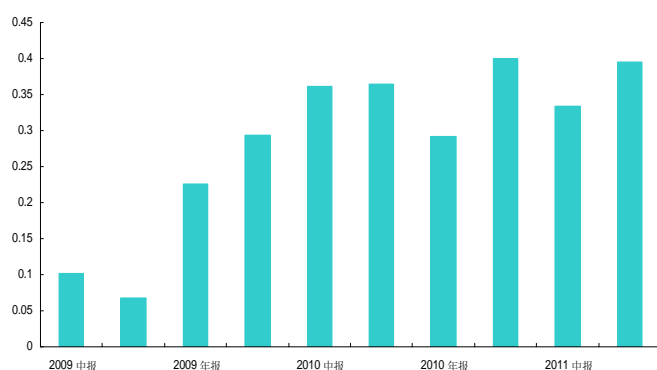
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司各项业务有序推进

公司各个业务在报告期取得新的进展，在影院方面，分别在福州、徐州和沈阳开业了三家世茂影院，目前已有 7 家营业的影院，预计到年底增加至 10 家影院。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。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，北京工三百货店在四季度将会开业。

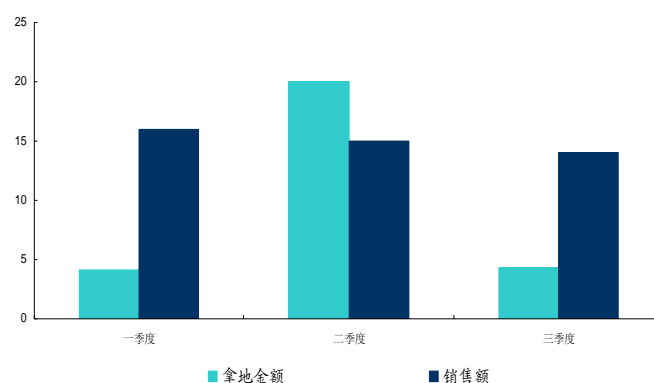
在拿地方面，公司三季度只在天津拿了 28 万平米的储备，与前两个季度相比节奏有所放缓。三季度公司净负债率有所提高，在 39% 左右，虽然公司有部分信托未计入负债，但总体看来仍处于合理范围之内。

图：公司近期净负债率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：拿地金额与销售金额



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

第三，盈利预测与估值

我们基于看好行业的情况下看好公司未来，目前人均 GDP 发展到这个阶段，未来商业繁荣是预期内的事情，况且目前无论是投资角度还是存量角度来说，商业占比严重失调。公司自 09 年重组以来每年都在努力，但在经验与能力上仍有待考验。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、1.23 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的净利润	873.9	1053.4	1435.3	1768.6	其他流动负债	3240	5412	5869	8557
少数股东损益	153	201	301	406	流动负债合计	10401	12500	13942	19818
EPS (元/股)	0.75	0.90	1.23	1.51	长期借款	4334	4334	4334	4334
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	1030	0	0	0
经营活动现金流净额	-1747	3730	1514	565	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	4	0	0	0	负债合计	15765	16834	18276	24153
收回现金					归属于母公司	8241	9137	10357	11860
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1939	2139	2440	2846
固定资产投资	-331	-21	-25	-34	股东权益	10180	11276	12797	14706
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	25946	28110	31073	38859
投资活动现金流净额	-327	-21	-25	-34	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	1001	0	0	0	EPS	0.747	0.900	1.226	1.511
银行贷款增加 (减少)	3540	-2697	0	0	BVPS	7.04	7.81	8.85	10.13
筹资成本	299	-426	-435	-483	PE	15.64	12.98	9.53	7.73
其他	-608	0	0	0	PEG	0.59	0.49	0.36	0.29
筹资活动现金流净额	4232	-3124	-435	-483	PB	1.66	1.50	1.32	1.15
现金净流量	2158	585	1054	48	EV/EBITDA	10.26	6.81	4.79	3.88
					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。