

房地产

2017年04月05日

世茂股份 (600823)

—— 商业禀赋得到逐步释放，未来业绩可期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年03月31日

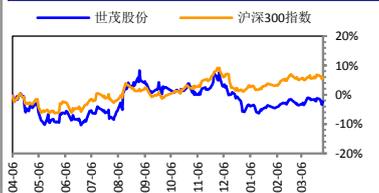
收盘价(元)	7.29
一年内最高/最低(元)	10.62/6.61
市净率	1.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	19533
上证指数/深证成指	3222.51 / 10428.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	7.39
资产负债率%	62.71
总股本/流通A股(百万)	2679/2679
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《世茂股份(600823)点评：商业禀赋得到逐步释放，继续深化保险地产模式》
2016/11/01《世茂股份(600823)点评：存量项目处置提升业绩，未来商业禀赋进一步释放》
2016/09/06

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 报告期内公司营收同比下滑12%，归母净利润同比增长4%，符合预期。公司实现营业收入137.1亿元，同比减少12.2%；实现净利润27.4亿元，同比减少5.7%；归属于上市公司股东的净利润21.2亿元，同比增长4.2%。收入下滑主要是因为公司今年结算结构调整以及2015年底公司处置了大部分院线业务，本期合并报表中院线收入大幅减少。也因为公司今年出售项目公司股权（北京世茂工三、北京世茂大厦）。公司收入下滑的同时归母净利润增长主要是因为出售项目公司股权带来的投资收益以及院线业务规模的缩减带来的销售管理费用的下降。报告期内公司毛利率35.8%，同比减少了0.5个百分点，当前公司住宅地产在结算收入中的占比处于高位，受项目结算结构影响导致本期住宅地产毛利率略有走低。
- 报告期内销售面积和金额有所下降，销售均价同比增长36%，预计未来营收和毛利率会企稳回升。公司实现合同签约额149.3亿元，较2015年同比减少16%；合同签约面积86.6万平方米，同比减少38%。报告期内公司销售均价达1.72万元/平方米，同比增长36.0%，销售均价的增长是对未来公司毛利率回升的有力支持。公司2016年补库存明显，通过收购和大股东转让等获取了6个项目，既解决了同业竞争问题，同时也进一步强化了公司的商业地产禀赋，看好公司未来业绩。公司目前持有的经营性物业约116万平方米，未来将贡献稳定的租金收入。目前在建+储备面积约1000万平方米，确保未来几年销售的持续性。
- 融资结构改善，三费率下降明显。公司销售管理和财务费用同比分别下降了14.2%、4.4和39.0%，主要系公司院线规模缩减和发行融资融券降低融资成本所致。公司目前资产负债率62.7%，剔除预收账款后为59.6%，在业内处于较低水平。2016年公司通过发行公司债和融资券共募集资金65亿，现金流稳健，在手货币资金84.5亿，远高于短期借款和一年内到期的非流动负债。
- 筹建寿险公司得到监管层批准，保险地产模式进一步深化，认购私募股权基金丰富公司收入结构。2016年9月份公司收到监管层通知，同意以大股东身份筹建汇邦人寿保险股份有限公司，公司在保险行业的布局进一步得到强化，未来公司在保险地产模式上有望持续深耕。此外公司10月份出资1.8亿，公司认购私募基金30%的有限份额，此举有助于公司进一步完善产业布局，拓展多元化发展路径。
- 盈利预测与投资评级：下调盈利预测，维持增持评级。公司是国内商业地产龙头，同时公司成立保险公司，开启“保险+地产”之路，我们看好公司未来的发展。公司目前项目结构有所调整，加大一二线比重，考虑到政策调控影响，我们下调盈利预测。2017-2019年归属于母公司的净利润22.1亿元、23.4亿元、24.3亿元，对应EPS：0.82元、0.87元、0.91元（原预计16-18年归属于母公司的净利润22.7亿元、22.7亿元、24.4亿元，对应EPS：0.85元、0.85元、0.91元），维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,033	13,708	15,810	18,041	19,982
同比增长率(%)	18.36	-8.81	15.33	14.11	10.76
净利润(百万元)	2,046	2,119	2,205	2,344	2,434
同比增长率(%)	8.11	3.58	4.07	6.30	3.84
每股收益(元/股)	1.07	0.79	0.82	0.87	0.91
毛利率(%)	36.3	35.8	38.4	37.2	35.7
ROE(%)	10.5	10.7	10.1	9.8	9.3
市盈率	7	9	9	8	8

附录

表 1：公司 2016 年以来的债务融资情况

时间	融资方式	金额 (亿元)	期限 (年)	利率
2016/1	短期融资券	20	1	3.00%
2016/3	公开发行公司债	20	3	3.29%
2016/7	公开发行公司债	15	3	3.38%
2016/10	短期融资券	20	1	2.98%
2017/1/4	中期票据	13	3	4.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：新沃财险主要股东情况

出资方	出资额 (万元)	出资方式	持股比例
新沃资本控股集团有限公司	17000	现金	17%
乐视网信息技术股份有限公司	17000	现金	17%
深圳欧菲光科技股份有限公司	11000	现金	11%
上海世茂股份有限公司	11000	现金	11%
深圳市科陆电子科技股份有限公司	11000	现金	11%
北京卡达普投资有限公司	11000	现金	11%
柏年康成健康管理集团有限公司	11000	现金	11%
江西济民可信集团有限公司	11000	现金	11%
合计	100000		100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

利润表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,701	15,616	13,708	15,810	18,041	19,982
营业收入同比增长率 (yoy)	25%	23%	-12%	15%	14%	11%
减: 营业成本	7,443	10,067	8,795	9,738	11,337	12,852
毛利率(%)	41%	36%	36%	38%	37%	36%
减: 营业税金及附加	1,269	1,538	1,319	1,581	1,804	1,998
主营业务利润	3,990	4,011	3,595	4,491	4,900	5,133
主营业务利润率(%)	31%	26%	26%	28%	27%	26%
减: 销售费用	572	584	501	553	631	699
减: 管理费用	620	686	657	696	776	799
减: 财务费用	63	99	60	162	190	149
经营性利润	2,735	2,641	2,377	3,080	3,303	3,485
经营性利润率(%)	22%	17%	17%	19%	18%	17%
减: 资产减值损失	15	76	57	-1	14	16
加: 公允价值变动收益	283	496	577	452	508	512
加: 投资收益	446	924	1,084	390	392	392
营业利润	3,448	3,986	3,980	3,923	4,189	4,373
加: 营业外净收入	40	-17	-151	-43	-70	-88
利润总额	3,488	3,969	3,829	3,880	4,119	4,285
减: 所得税	880	1,066	1,090	1,031	1,090	1,139
净利润	2,608	2,903	2,738	2,849	3,029	3,146
少数股东损益	716	869	620	645	685	712
归属于母公司所有者的净利润	1,892	2,034	2,119	2,205	2,344	2,434
每股收益 (元)	0.71	0.76	0.79	0.82	0.87	0.91
归属于母公司所有者的净利润率(%)	15%	13%	15%	14%	13%	12%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	2,903	2,738	2,849	3,029	3,146
加：折旧摊销减值	204	138	174	193	198
财务费用	161	135	162	190	149
非经营损失	(927)	(1,457)	(842)	(900)	(905)
营运资本变动	(2,370)	(423)	(2,825)	146	(280)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(28)	1,135	(482)	2,657	2,309
资本开支	3,962	629	1,541	1,431	4,085
其它投资现金流	282	(104)	842	900	905
投资活动现金流	(4,542)	1,270	(698)	(531)	(3,180)
吸收投资	5,737	4	0	0	0
负债净变化	(6,559)	(6,768)	(2,038)	(3,534)	(671)
支付股利、利息	876	1,801	1,545	1,715	1,628
其它融资现金流	(44)	(53)	3,500	5,800	0
融资活动现金流	5,210	(1,119)	(83)	551	(2,300)
净现金流	652	1,282	-1,263	2,677	-3,171

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	49,503	47,530	48,343	54,830	55,690
现金及等价物	7,171	8,452	7,188	9,865	6,694
应收款项	11,375	8,039	7,966	8,808	8,724
存货净额	29,873	30,306	32,456	35,424	39,540
其他流动资产	1,084	733	733	733	733
长期投资	3,373	2,979	2,979	2,979	2,979
固定资产	622	1,671	1,573	1,479	1,391
无形资产及其他资产	26,141	27,770	29,233	30,580	34,571
资产总计	79,640	79,950	82,128	89,867	94,630
流动负债	33,258	36,958	36,534	39,613	46,207
短期借款	984	2,123	3,618	4,032	8,102
应付款项	17,387	18,419	16,500	19,164	21,689
其它流动负债	3,997	3,994	3,994	3,994	3,994
非流动负债	13,476	13,176	13,143	14,995	10,254
负债合计	46,734	50,134	49,677	54,608	56,461
股本	1,914	2,679	3,445	3,445	3,445
资本公积	7,255	1,806	1,040	1,040	1,040
盈余公积	376	376	415	459	489
未分配利润	9,140	11,048	13,001	15,079	17,248
少数股东权益	9,393	10,011	10,655	11,340	12,052
股东权益	32,905	29,815	32,452	35,259	38,169
负债和股东权益合计	79,640	79,950	82,128	89,867	94,630

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。