



**买入**

**27% ↑**

目标价格:人民币 6.30

原目标价格:人民币 6.00

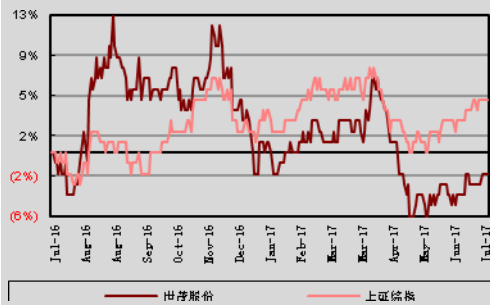
600823.CH

价格:人民币 4.95

目标价格基础:10倍17年市盈率

板块评级:中立

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.5)	2.7	(7.5)	(0.8)
相对上证指数	(4.4)	0.9	(5.1)	(5.7)

发行股数(百万)	3,751
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	18,568
3个月日均交易额(人民币 百万)	67
净负债比率(%) (2017E)	21
主要股东(%)	
峰盈国际有限公司	44

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年7月12日收市价为标准

**相关研究报告**

《世茂股份: 资源变现、业绩大增、销售持平》  
2016.8.23

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢晓峰, ACCA

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

# 世茂股份

## 发行低息债, 销售高增长, 二线蓝筹价值低估

世茂股份2017年7月12日完成25亿公司债发行, 最终票面利率为4.95%, 创下今年以来民营房企发行同期限公司债的最低融资成本, 体现其优质资产价值。我们认为公司作为A股龙头商业地产开发和运营商, 背靠世茂集团优质资源并合作开发, 上半年实现销售额同比增长33%, 而目前市盈率仅为8倍且市净率仅为0.95倍, 是A股唯一破净的地产股。近期市场蓝筹风格有望从一线蓝筹扩散至二线蓝筹, 而公司目前价值严重低估。我们调整公司2017-2019年每股收益预测分别为0.63元、0.78元和0.93元, 上调目标价为6.30元, 相当于10倍2017年市盈率, 重申买入评级。

**支撑评级的要点**

- **优质低息债发行, 低杠杆提供扩张潜力。**2017年7月12日公司债券发行工作结束, 实际发行规模为人民币25亿元, 最终票面利率为4.95%, 创下今年以来民营房企发行同期限公司债的最低融资成本, 体现公司优质的资产价值。截至2017年3月31日, 公司资产负债率为61.9%, 净负债率为19.5%, 显著低于行业平均水平, 体现公司作为商业地产商优秀的财务风险控制能力, 而此次低息债的发行也有助于公司进一步实现资本结构的优化, 并提供后续扩张潜力。
- **半年销售增长30%, 目前PE仅8倍。**2017年1-6月, 公司实现合同签约额100亿元, 同比增长33%, 实现销售目标170亿的59%, 全年完成目标是大概率事件, 并有望超出市场预期。同时, 集团今年计划实现销售额800亿, 上半年实现销售450亿同比增长31%, 完成全年目标56%。我们认为公司今年销售额大幅增长将保障未来两年的盈利能力, 公司目前8倍市盈率的估值处于严重低估的水平。
- **A股唯一破净地产股, 二线蓝筹价值低估。**公司目前市净率仅为0.95倍, 在A股地产板块排名倒数, 也是仅有的PB低于1的“破净”地产股。公司的商业物业资产基本位于一二线城市, 而前期收购集团的深圳前海等项目的毛利率水平较高, 重估净资产价值可观。公司作为国内龙头商业地产开发商, 背靠世茂集团资源并合作开发, 作为二线蓝筹的价值显著低估。

**评级面临的主要风险**

- 房地产项目去化率受调控和货币政策影响。

**估值**

- 我们调整公司2017-2019年每股收益预测分别为0.63元、0.78元和0.93元, 目标价由6.00元上调为6.30元, 相当于10倍2017年市盈率, 重申买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	15,033	13,708	15,079	18,045	21,660
变动(%)	18	(9)	10	20	20
净利润(人民币 百万)	2,046	2,119	2,373	2,913	3,499
全面摊薄每股收益(人民币)	0.545	0.565	0.633	0.777	0.933
变动(%)	8.1	3.6	12.0	22.8	20.1
原先预测每股收益(人民币)			0.600	0.644	
调整幅度(%)			5.3	20.5	
全面摊薄市盈率(倍)	9.1	8.8	7.8	6.4	5.3
价格/每股现金流量(倍)	41.7	16.4	8.7	5.0	5.7
每股现金流量(人民币)	0.12	0.30	0.57	0.98	0.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	8.6	8.6	6.6	5.4
每股股息(人民币)	0.056	0.057	0.064	0.078	0.094
股息率(%)	1.1	1.2	1.3	1.6	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	15,033	13,708	15,079	18,045	21,660
销售成本	(11,057)	(10,113)	(10,908)	(12,892)	(15,454)
经营费用	(1,073)	(1,077)	(1,204)	(1,453)	(1,756)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>2,902</b>	<b>2,518</b>	<b>2,967</b>	<b>3,700</b>	<b>4,449</b>
折旧及摊销	(128)	(81)	(69)	(71)	(73)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>2,774</b>	<b>2,437</b>	<b>2,897</b>	<b>3,629</b>	<b>4,376</b>
净利息收入/(费用)	(48)	52	65	76	109
其他收益/(损失)	1,314	1,427	1,222	1,428	1,678
<b>税前利润</b>	<b>3,989</b>	<b>3,829</b>	<b>4,088</b>	<b>5,018</b>	<b>6,026</b>
所得税	(1,070)	(1,090)	(1,022)	(1,253)	(1,505)
少数股东权益	(873)	(620)	(693)	(851)	(1,021)
<b>净利润</b>	<b>2,046</b>	<b>2,119</b>	<b>2,373</b>	<b>2,913</b>	<b>3,499</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,046</b>	<b>2,119</b>	<b>2,373</b>	<b>2,913</b>	<b>3,499</b>
每股收益(人民币)	0.545	0.565	0.633	0.777	0.933
核心每股收益(人民币)	0.545	0.565	0.633	0.777	0.933
每股股息(人民币)	0.056	0.057	0.064	0.078	0.094
收入增长(%)	18	(9)	10	20	20
息税前利润增长(%)	(1)	(12)	19	25	21
息税折旧前利润增长(%)	(1)	(13)	18	25	20
每股收益增长(%)	8	4	12	23	20
核心每股收益增长(%)	8	4	12	23	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3,989	3,829	4,088	5,018	6,026
折旧与摊销	128	81	69	71	73
净利息费用	100	35	32	39	29
运营资本变动	(1,917)	(423)	157	1,221	284
税金	(1,070)	(1,090)	(1,022)	(1,253)	(1,505)
其他经营现金流	(785)	(1,297)	(1,193)	(1,402)	(1,645)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>445</b>	<b>1,135</b>	<b>2,132</b>	<b>3,694</b>	<b>3,261</b>
购买固定资产净值	(761)	(631)	(3,829)	(3,829)	(4,404)
投资减少/增加	942	2,894	96	115	139
其他投资现金流	(1,263)	(732)	(923)	710	861
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,081)</b>	<b>1,531</b>	<b>(4,656)</b>	<b>(3,004)</b>	<b>(3,404)</b>
净增权益	1,791	4	0	0	0
净增债务	(5,589)	732	4,645	721	1,861
支付股息	(764)	(1,801)	(240)	(294)	(353)
其他融资现金流	7,169	207	(923)	710	861
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>2,608</b>	<b>(858)</b>	<b>3,482</b>	<b>1,137</b>	<b>2,369</b>
现金变动	1,971	1,808	957	1,827	2,226
期初现金	5,190	6,634	8,452	9,297	11,125
公司自由现金流	(636)	2,666	(2,525)	690	(143)
权益自由现金流	(6,225)	3,397	2,120	1,411	1,718

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**
**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6,634	8,452	9,297	11,125	13,354
应收帐款	3,952	5,090	5,599	6,700	8,042
库存	26,244	30,306	31,666	34,285	38,988
其他流动资产	1,701	3,682	3,172	3,742	4,484
<b>流动资产总计</b>	<b>38,529</b>	<b>47,530</b>	<b>49,733</b>	<b>55,852</b>	<b>64,869</b>
固定资产	567	1,674	1,729	1,788	1,846
无形资产	171	503	493	483	473
其他长期资产	26,080	30,243	34,231	38,433	43,303
<b>长期资产总计</b>	<b>26,818</b>	<b>32,420</b>	<b>36,453</b>	<b>40,703</b>	<b>45,622</b>
<b>总资产</b>	<b>65,348</b>	<b>79,950</b>	<b>86,186</b>	<b>96,556</b>	<b>110,491</b>
应付帐款	14,492	21,562	23,187	27,351	32,781
短期债务	984	2,123	6,768	7,488	9,350
其他流动负债	12,404	13,274	10,372	12,337	14,764
<b>流动负债总计</b>	<b>27,880</b>	<b>36,958</b>	<b>40,326</b>	<b>47,177</b>	<b>56,895</b>
长期借款	9,464	9,340	9,340	9,340	9,340
其他长期负债	3,349	3,837	3,847	3,874	3,909
股本	1,914	2,679	2,679	2,679	2,679
储备	17,548	17,125	19,359	22,087	25,351
<b>股东权益</b>	<b>19,462</b>	<b>19,805</b>	<b>22,039</b>	<b>24,767</b>	<b>28,031</b>
少数股东权益	5,194	10,011	10,634	11,398	12,316
<b>总负债及权益</b>	<b>65,348</b>	<b>79,950</b>	<b>86,186</b>	<b>96,556</b>	<b>110,491</b>
每股帐面价值(人民币)	5.19	5.28	5.88	6.60	7.47
每股有形资产(人民币)	10.08	7.20	8.04	9.06	10.27
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	1.12	2.54	2.13	1.99

资料来源: 公司数据及中银证券预测

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19.3	18.4	19.7	20.5	20.5
息税前利润率(%)	18.5	17.8	19.2	20.1	20.2
税前利润率(%)	26.5	27.9	27.1	27.8	27.8
净利率(%)	13.6	15.5	15.7	16.1	16.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	18.2	19.8	22.6	23.4	26.1
净权益负债率(%)	15.5	10.1	20.8	15.8	13.2
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.1	8.8	7.8	6.4	5.3
核心业务市盈率(倍)	9.1	8.8	7.8	6.4	5.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.6	11.2	10.0	8.1	6.8
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	41.7	16.4	8.7	5.0	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	8.6	8.6	6.6	5.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	808.5	1,020.5	1,036.9	933.6	865.3
应收帐款周转天数	78.2	120.4	129.4	124.4	124.2
应付帐款周转天数	371.6	480.0	541.6	511.1	506.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	14.1	14.1	13.5	13.5	13.5
净资产收益率(%)	11.5	10.8	11.3	12.4	13.3
资产收益率(%)	3.3	2.4	2.6	3.0	3.2
已运用资本收益率(%)	8.4	6.6	6.6	7.4	8.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371