

房地产

2017年08月28日

世茂股份 (600823)

—— 销售持续向好，商业地产改造升级提升经营潜力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月25日

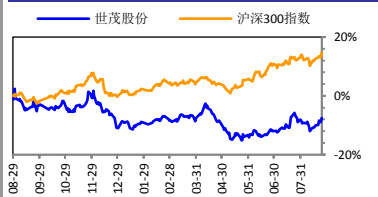
收盘价(元)	5.15
一年内最高/最低(元)	8.17/4.66
市净率	0.9
息率(分红/股价)	1.55
流通A股市值(百万元)	19319
上证指数/深证成指	3331.52 / 10659.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	5.59
资产负债率%	59.56
总股本/流通A股(百万)	3751/3751
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：公司债成功发行，融资优势进一步凸显》2017/07/11
 《世茂股份(600823)点评：商业禀赋得到逐步释放，未来业绩可期》2017/04/05

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

曹一凡 A0230116090003
caoyf@swsresearch.com
龚正欢 A0230117070004
gongzh@swsresearch.com
彭子恒 A0230117060001
pengzh@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增长 54.1%，归母净利润同比增长 0.46%，符合预期。公司实现营业收入 100.9 亿元，同比大增 54.1%；实现净利润 23.8 亿元，同比增加 44.7%；归属于上市公司股东的净利润 14.0 亿元，同比增长 0.46%。报告期内收入大增主要系厦门集美项目及南京雨花项目去化率高，但由于销售较好的这两个项目公司权益占比仅为 51%，少数股东损益同比大幅增长 284.4%，从而影响了公司归母净利润增速。考虑到公司新增主要项目多为权益项目，未来少数股东损益占比可能会持续维持在一个较高的水平。（因同一控制下企业合并前海、厦门集美和南京雨花等项目，公司的经营数据同期数有所追溯调整。）
- 报告期内签约销售额和销售均价增长较快，全年目标有望完成。公司 2017H1 实现签约额 100 亿元，同比增长 33%；合同签约面积 53 万平方米，同比增长 15%。报告期内公司销售均价达 1.89 万元/平方米，同比增长 15.7%，销售均价的持续增长是公司盈利能力能够维持高位的有力保障。截至 6 月末，受益于公司地产项目所在地区房地产市场向好，报告期内公司盈利能力增强，毛利率 40.5%，同比增加了 8.7 个百分点。公司已实现全年销售目标的 59%，预计全年目标完成可能性较大。公司 2017H1 预收账款 151.7 亿，是 2016 年营收的 1.1 倍，业绩确定性较高。
- 财务状况稳健，融资成本保持低位。公司目前资产负债率 60.0%，剔除预收账款后为 57.6%，在业内处于较低水平。公司现金流稳健，在手货币资金 120.2 亿，远高于短期借款和一年内到期的非流动负债（28.4 亿）。受益于良好的财务状况，公司债务融资成本在房企融资环境普遍收紧的上半年依然能维持低位。公司于 1 月 6 日发行了 2017 年第一期中期票据，发行规模人民币 13 亿元，最终票面利率为 4.5%；于 7 月 12 日发行了 2017 年公司债券第一期，发行规模分别为人民币 25 亿元，最终票面利率为 4.95%。
- 商业地产改造升级，品牌内容得到加强。为更好突出品牌特色，持续保障商业项目竞争力，公司于 2016 年底起对北京世茂大厦进行升级改造，预计今年 3 季度将完成所有改造工作；下半年计划将启动绍兴世茂广场提升规划设计工作。此外，公司有针对性地对外属各商业广场开展品牌调改工作，以此提高商场整体品质水平，分阶段开展全面升级改造工作，持续丰富品牌内容，吸引更多消费者客流，公司商业地产经营潜力得到提升。
- 盈利预测与投资评级：上调盈利预测，维持增持评级。公司是国内商业地产龙头，积极进行商业项目的改造升级，提升品牌内涵，同时受益于厦门等地房地产项目持续热销，我们看好公司未来发展。上调盈利预测，维持增持评级。预计 2017-2019 年归属于母公司的净利润 23.0 亿元、25.3 亿元、28.8 亿元，对应 EPS：0.61 元、0.68 元、0.77 元。（原预计 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，剔除股本变动影响后的 EPS 为：0.59 元、0.62 元、0.65 元）。当前价格对应的 PE 为 8.4X、7.6X、6.7X。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,708	10,093	19,623	23,049	26,719
同比增长率(%)	-8.81	58.52	43.20	17.50	15.90
净利润(百万元)	2,119	1,397	2,304	2,534	2,875
同比增长率(%)	3.58	0.39	8.80	10.00	13.40
每股收益(元/股)	0.79	0.37	0.61	0.68	0.77
毛利率(%)	35.8	40.5	38.8	37.3	38.8
ROE(%)	10.7	6.7	10.5	10.5	10.7
市盈率	7		8	8	7

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

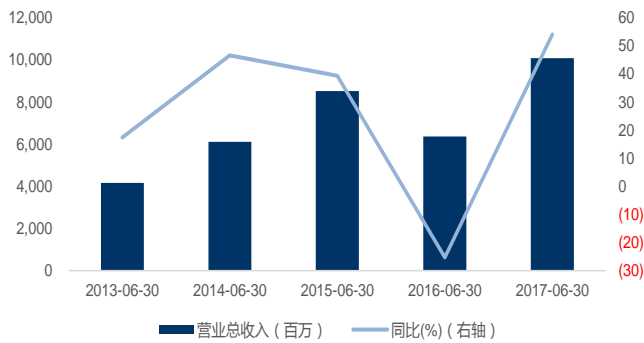
附录

表 1: 公司 2016 年以来的债务融资成本较低

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%
2017/7/10	公开发行公司债	25	3	4.95%

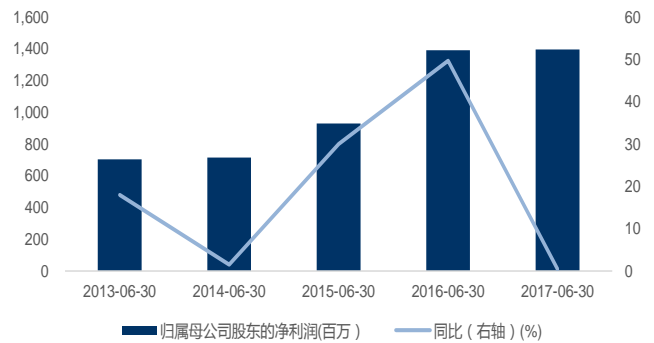
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 1: 公司 2017H1 营业总收入同比增速 54.1%



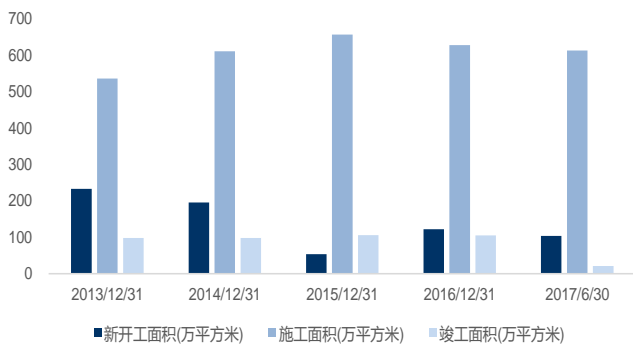
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 2: 2017H1 受少数股东损益增加影响, 公司净利增速较小



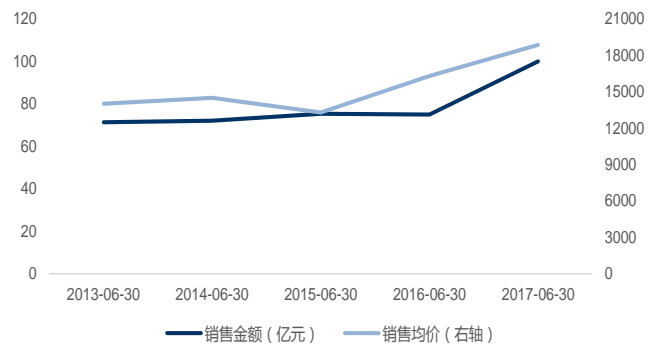
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 3: 公司 2017H1 新开工面积大增, 与去年全年基本持平



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 4: 2017H1 公司销售金额和均价增速较高



资料来源: wind, 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	19,623	23,049	26,719
营业收入同比增长率 (yoy)	25%	23%	-12%	43%	17%	16%
减: 营业成本	7,443	10,067	8,795	12,017	14,460	16,342
毛利率(%)	41%	36%	36%	39%	37%	39%
减: 营业税金及附加	1,269	1,538	1,319	1,825	2,074	2,405
主营业务利润	3,990	4,011	3,595	5,781	6,515	7,973
主营业务利润率(%)	31%	26%	26%	29%	28%	30%
减: 销售费用	572	584	501	687	807	935
减: 管理费用	620	686	657	863	991	1,069
减: 财务费用	63	99	60	138	162	121
经营性利润	2,735	2,641	2,377	4,093	4,555	5,848
经营性利润率(%)	22%	17%	17%	21%	20%	22%
减: 资产减值损失	15	76	57	21	21	27
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	4,914	5,435	6,725
加: 营业外净收入	40	-17	-151	-43	-70	-88
利润总额	3,488	3,969	3,829	4,871	5,365	6,637
减: 所得税	880	1,066	1,090	1,379	1,466	1,848
净利润	2,608	2,903	2,738	3,491	3,899	4,789
少数股东损益	716	869	620	1,187	1,365	1,914
归属于母公司所有者的净利润	1,892	2,034	2,119	2,304	2,534	2,875
每股收益 (元)	0.50	0.54	0.56	0.61	0.68	0.77
归属于母公司所有者的净利润率(%)	15%	13%	15%	12%	11%	11%

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	3,491	3,899	4,789
加：折旧摊销减值	204	138	196	199	209
财务费用	161	135	138	162	121
非经营损失	(927)	(1,457)	(842)	(900)	(905)
营运资本变动	(2,370)	(423)	(3,544)	(652)	(1,280)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(28)	1,135	(561)	2,708	2,936
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)	(1,759)
支付股利、利息	876	1,801	1,383	1,544	1,473
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)	79	722	(3,232)
净现金流	652	1,282	-1,180	2,900	-3,477

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	52,785	61,537	63,546
现金及等价物	7,171	8,452	7,271	10,171	6,694
应收款项	11,375	8,039	8,368	9,323	9,432
存货净额	29,873	30,306	36,413	41,310	46,687
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	86,570	96,574	102,486
流动负债	33,258	36,958	40,333	44,818	50,937
短期借款	984	2,123	3,618	4,032	7,014
应付款项	17,387	18,419	20,299	24,369	27,506
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	53,476	59,813	61,191
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	417	465	500
未分配利润	9,140	11,048	13,098	15,354	17,939
少数股东权益	9,393	10,011	11,198	12,562	14,477
股东权益	32,905	29,815	33,094	36,761	41,295
负债和股东权益合计	79,640	79,950	86,570	96,574	102,486

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
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。