



买入 **22% ↑**
目标价格: 人民币 13.33

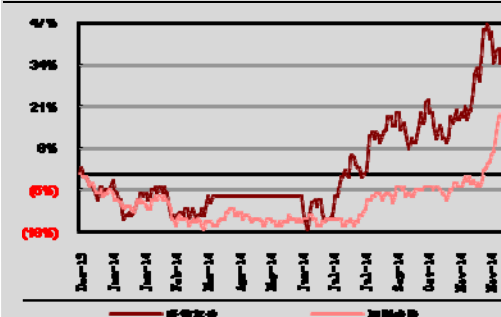
002016.CH

价格: 人民币 10.89

目标价格基础: 40%的 NAV 折价和对应
2018 年医疗业务的 15 倍市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	51.5	23.3	22.3	45.7
相对深证成指	21.4	(4.9)	(6.2)	21.9

发行股数(百万)	646
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,635
3 个月日均交易额(人民币 百万)	135
净负债比率(%) (2014E)	净现金
每股重估净资产值(人民币)(2014E)	13.68
主要股东(%)	
梁社增	67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 12 月 10 日收市价为标准

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

田世欣
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

袁豪
(8621)20328529
hao.yuan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

*卢晓峰为本报告重要贡献者

世荣兆业

占位横琴高端医疗群, 受益粤港澳自贸区推进

世荣兆业从事珠海房地产开发, 拥有横琴国际生命科学中心 81% 股权, 未来将转型“地产+医疗”模式。房地产方面, 公司坐拥大量斗门低成本土地资源, 受益于横琴-澳门 24 小时通关政策和粤港澳自贸区的推进; 里维埃拉项目按周边地价重估后增值近 70 亿。医疗方面, 横琴项目定位区域高端医疗集群, 预计明年开工, 公司将借此进入大健康领域, 与地产形成联动效应。同时, 近期粤港自贸区加速推进, 叠加澳门回归 15 周年, 利好政策密集。我们预测 2014-16 年的每股收益分别为 0.06 元、0.34 元、0.49 元。我们分别以 40% 的 NAV 折价和对应 2018 年医疗业务的 15 倍市盈率将公司目标价定为 13.33 元/股, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- **横琴-澳门实行 24 小时通关, 自贸区扩容加快。**横琴是探索粤港澳合作新模式的示范区, 实行“比经济特区更加特殊的优惠政策”。2014 年 11 月, 横琴-澳门实现 24 小时通关, 加速两地资源和人员流动; 第二批自贸区明年将加快落地。而 12 月恰逢澳门回归 15 周年, 届时领导层访问澳门, 或加快利好政策推进。
- **横琴区域定位高端医疗集群, 公司横琴项目前景广阔。**横琴自贸区将引进三家大型医院, 高端医疗资源云集将形成集群效应, 提升高端客户的数量和质量; 公司拥有横琴国际生命科学中心 81% 股权, 总投资约 20 多亿, 包括与广医合作的三甲医院、面向东南亚客户的高端康复中心、基因检测中心和可售的配套商业, 预计未来 3 个月项目推进速度将加快。
- **本次定增方案顺利推进, 多方面因素或推动公司再次定增融资。**今年 6 月公司公告发行股份购买大股东资产, 7 月证监会受理, 定增方案顺利推进当中。若顺利发行, 大股东及一致行动人持股将高达 74%, 但由于一年内不能反向交易, 再次定增可能性较大; 另外未来 3 个月内横琴项目推进加快, 项目总投资 20 多亿元, 目前公司账上现金 11 亿元, 因而横琴项目对于定增融资也有迫切的需求。
- **坐拥大量斗门低成本土地资源, 土地重估增值 70 多亿。**公司未结建面约 390 万平方米, 其中斗门里维埃拉项目未结面积 290 万平方米, 按照土地价格 3,000 元/平米估算, 则该项目土地重估价值约 87 亿元, 而目前账面价值估算仅约 15 亿元。考虑到横琴自贸区开发、港珠澳大桥和广珠城轨的开通、珠海发展重心西移规划、斗门文化旅游产业规划等因素, 未来公司斗门的大量低成本土地资源仍将有进一步的升值空间。

评级面临的主要风险

- **房地产销售低迷; 横琴医疗项目推进缓慢。**

估值

- 我们分别以 40% 的 NAV 折价和对应 2018 年医疗业务 15 倍的市盈率, 将公司目标价定为 13.33 元/股。我们预测 2014-16 年的每股收益分别为 0.06 元、0.34 元、0.49 元, 首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	618	973	550	1,863	2,378
变动(%)	n.a.	58	(43)	239	28
净利润(人民币 百万)	170	554	38	220	316
全面摊薄每股收益(人民币)	0.263	0.858	0.059	0.340	0.490
变动(%)	n.a.	225.9	(93.1)	477.2	44.0
全面摊薄市盈率(倍)	41.4	12.7	184.8	32.0	22.2
价格/每股现金流量(倍)	(90.3)	37.5	13.4	(5.5)	(20.6)
每股现金流量(人民币)	(0.12)	0.29	0.82	(1.97)	(0.53)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.8	59.9	90.8	32.9	28.0
每股股息(人民币)	0.107	0.080	0.005	0.032	0.046
股息率(%)	1.0	0.7	0.1	0.3	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

一、公司概况.....	3
二、医疗业务：横琴打造国际医疗集群，投资医院布局大健康	5
三、房地产业务：项目拿地早，土地价值低估.....	11
四、财务分析.....	15
五、盈利预测及投资建议.....	17

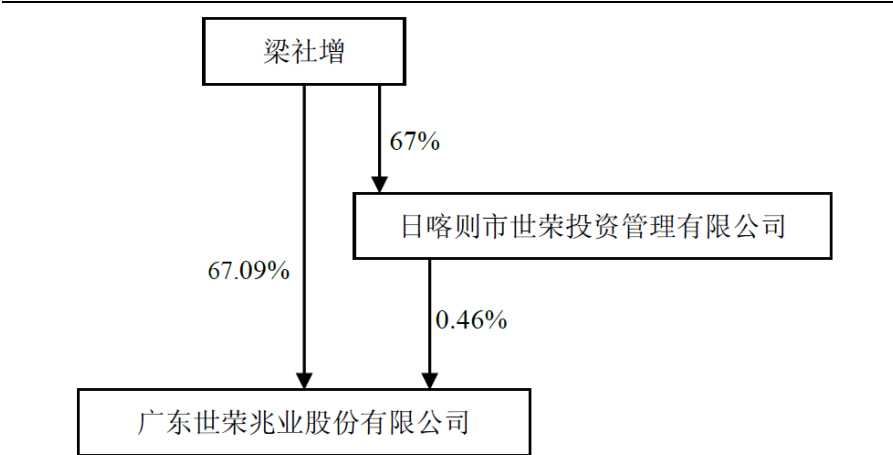
一、公司概要

1、公司简介

广东世荣兆业股份有限公司于2008年2月25日借壳威尔科技上市，主营业务为房地产开发与经营，是珠海第二家房地产上市公司。目前，公司正全力打造珠海“里维埃拉”超大型高品质社区项目，该项目总建筑面积达380万平方米。2014年6月，公司通过增资的方式取得珠海至和置业81%股权，获得“横琴国际生命科学中心”项目的投资、开发及经营权利，进入医疗领域。

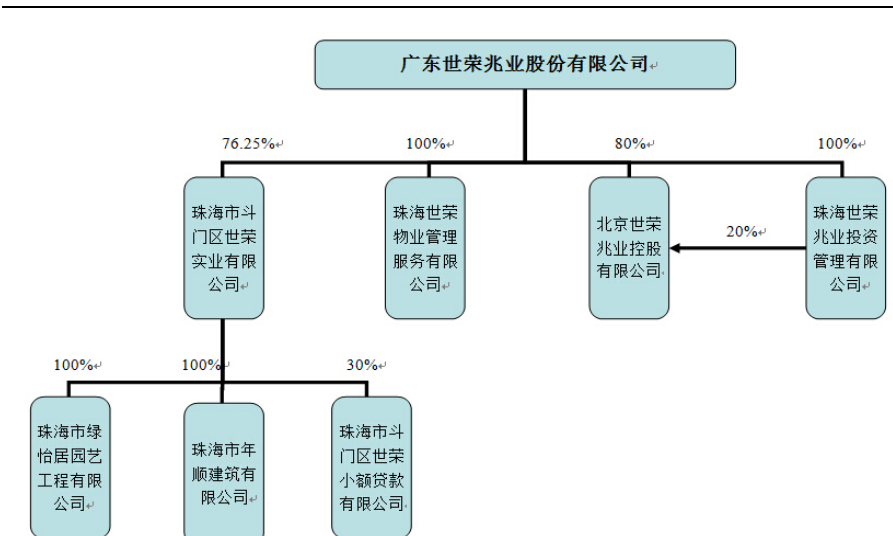
公司实际控制人为梁社增，董事长为其子梁家荣。由于公司通过资产重组借壳上市，上市公司的收入和利润来源主要为其子公司世荣实业有限公司，控股比例为76.25%。另外，公司已于2014年7月获得证监会批文，未来梁家荣要将其剩余的23.75%的世荣实业股权全部注入上市公司。

图表 1. 公司与实际控制人之间的产权关系



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2. 公司子公司关系结构图



资料来源：公司网站，中银国际研究

2、战略规划：“地产+医疗”双轮驱动

公司未来的战略规划将形成“地产+医疗”的双轮驱动模式。公司将以国际生命科学中心项目的开发和经营为契机切入医疗领域，为公司未来布局养老地产的大健康领域提供技术支持和平台，并将形成联动效应。

同时，公司的地产业务也将继续开展，实现双轮驱动的模式：（1）公司未来将积极向珠海以外的地区发展，并且更多采用非招拍挂的合作模式拿项目，例如公司年初分别在威海、北京等地进行项目储备，项目区域分布的多样化也有助于提升销售规模；（2）公司过去单一大盘项目（里维埃拉）的销售模式限制了公司的销售规模的增长，未来公司将分散项目分布并加大项目整售比例，例如去年公司整售里维埃拉周边的华发水郡项目，并在斗门老城区新获取项目。

3、定增进展情况：大股东持股比例高，再融资需求较大

2014年6月公司公告发行股份1.63亿元购买梁家荣持有的世荣实业23.75%的股权，对价10.29亿元，增发价6.31元/股，增发数量为1.63亿股，增发后股本扩大至8.09亿元，增发比例为25%。增发后梁家荣持股1.63亿股，占20.15%；实际控制人梁社增4.36亿股，占53.94%，大股东及一致行动人合计持股将达到74.09%。2014年7月，公司收到《中国证监会行政许可申请受理通知书》。

今年实施的定增方案系借壳上市时的承诺事项。由于实施后大股东及一致行动人持股比例将高达74.09%，并且本次定增属于大股东增持，一年内不能反向交易，我们认为大股东直接作减持可能性不大；而随着横琴国际生命科学中心项目进入开发阶段，公司将其作为募投项目进行再融资的可能性较大。

二、医疗业务：横琴打造国际医疗集群，投资医院布局大健康

1、“横琴国际生命科学中心”项目简介

2014年6月，世荣兆业出资1,000万元以增资的方式取得珠海至和置业81%的股权，获得“横琴国际生命科学中心”项目的投资、开发及经营权利，总投资约20多亿，预计使用现有资金约11亿元和未来通过定增和信贷获得的资金。

“横琴国际生命科学中心”项目将与广州医科大学第一附属医院合作，公司既作为投资主体，也作为经营主体参与运营，将与广医等专业机构成立合资机构。项目预计定位高端医院，计划引进国内顶级科室，包括广医的优势科室——医院肺科和呼吸科、以及心脑血管科和眼科等，并实行医生多点执业。

根据公告，“横琴国际生命科学中心”规划用地面积20万平方米，建筑面积40万平方米，主要包括：

(1) 一所三级甲等综合医院，配套病床数不少于1,000张，预计医院面积约10万平米，满足本区域居民医疗保障及高端国际医疗服务的需求。

(2) 先进的智能健康疗养康复中心，以粤、港、澳三地人口主要服务对象，配备包括智能设备中心、健康云、多组学监测中心、养生调理中心、美容抗衰老中心等在内的智能化健康疗养康复服务。

(3) 引进国内外最先进的基因研究机构，设立临床基因研发和检测中心，为境内外客户提供基因检测、基因干预、基因治疗等应用服务。

(4) 开发医学研究中心、国际交流与会议中心等商业服务配套设施，将由公司自己运营管理，预计可售面积约10万平米。

目前公司正在积极准备规划设计和投资分析等方案，预计未来3个月项目推进速度将加快。我们预计医院将在2018年可投入运营。

2、横琴为粤港澳合作先行示范区，24小时澳门通关政策落地

横琴新区位于广东省珠海市南部横琴岛，珠江口西侧，毗邻港澳。横琴岛面积106.46平方公里，其中未建设的土地面积占总面积的80%以上，是澳门现有面积的3倍。

2009年1月，时任国家副主席习近平访问澳门时，宣布：中央决定正式开发横琴岛，并将在开发过程中充分考虑澳门实现经济适度多元发展的需要。

2009年8月，国务院正式批复《横琴总体发展规划》，横琴成为探索粤港澳合作新模式的新载体。2009年12月，横琴新区正式挂牌成立，开发全面启动。

2011年7月，国务院正式批复了横琴岛将实行“比经济特区更加特殊的优惠政策”，拥有特区立法权限，拥有特殊的通关、税收、产业政策，和拥有创新的金融政策。

2014年9月，横琴新区管委会副主任表示，横琴新区正着力打造改革创新先行示范区，进一步加大改革创新力度，积极申报中国（广东）自由贸易园区，制定外资准入负面清单，推动贸易自由化、投资便利化和要素流动无障碍化。

截止 2014 年 8 月，横琴新区已引进各类企业 5,449 家。其中内资企业 5,270 家，累计注册资本金 2,695 亿元。外资企业 179 家，累计注册资本金 41 亿美元。今年 1-8 月，全区新增注册企业 1,738 家，注册资本总额 1,187 亿元。引进了世界 500 强企业 38 家，中国 500 强企业 45 家。

根据规划内容，横琴将重点发展**旅游休闲、商务服务、金融服务、文化创意、中医保健、高科研发和高技术**等产业，在空间布局上形成商务服务片区、休闲旅游片区和科教研发片区。

图表 3. 珠海横琴新区地理位置



资料来源：百度地图、中银国际研究

图表 4. 横琴新区城市设计规划



资料来源：横琴政府网站、中银国际研究

2014 年 11 月，经国务院批准，**珠澳两地从 12 月 18 日起实行新的通关政策，横琴口岸实行 24 小时通关**，拱北口岸开闭关时间分别提前和延后各 1 个小时，通关时间共延长 2 小时，珠澳跨境工业区口岸从 0 时到 7 时向社会开放。

横琴口岸位于横琴岛东部，经过莲花大桥与澳门的莲花口岸相连，旅客必须乘车才能过莲花大桥，此前通关时间为货车早上 8 点到晚上 8 点，旅客和客运车辆为早上 9 点到晚上 8 点。

在澳门回归 15 周年即将到来之际，酝酿多时的 24 小时通关政策落地，新政将解决两地人员往来最重要的通关瓶颈，促进两地人员、货物、资金等方面的流通，并影响珠海的旅游、商业、地产等行业，而珠澳在休闲旅游产业上的合作也有望迎来新的格局。

图表 5. 珠海四大口岸地理位置



资料来源：南方日报、中银国际研究

图表 6. 珠海-澳门通关政策安排

通关口岸	通关时间 (旧政)	通关时间 (新政)
横琴	8:00-20:00 (货运) 9:00-20:00 (客运)	8:00-20:00 (货运) 24 小时 (客运)
拱北	7:00-0:00 (+1)	6:00-1:00 (+1)
跨境工业区	无	0:00-7:00

资料来源：南方日报、中银国际研究

3、横琴定位高端医疗产业集群，发展医疗旅游业面向海内外游客

横琴新区是粤港澳紧密合作的示范区，是珠海建设高端服务业的重要平台。中医保健作为横琴的重要产业之一，珠海市政府希望通过粤港澳紧密合作，选择国际化的发展道路，**打造横琴高端国际医疗集群**，并面向海内外客户。**目前由珠海政府牵头或参与规划的高端医疗项目已达 4 个**，其中 3 个项目选址在横琴新区。

(1) **横琴国际生命科学中心**：2014 年 5 月，至和置业与珠海横琴新区管理委员会、广州医科大学附属第一医院就投资建设“横琴国际生命科学中心”项目签订合作框架协议。该项目位于横琴新区，规划用地面积约 20 万平方米，建筑面积约 40 万平米，医院床位 1,000 张，包括建一所三级甲等综合医院、康复中心、医学研究中心以及国际交流会议中心等设施。

(2) **横琴国际健康中心**：2014 年 6 月，珠海市政府与世界卫生组织就“横琴国际健康中心”项目签署了合作框架协议。珠海市委副书记市长何宁卡在日内瓦拜会了世界卫生组织总干事，希望把横琴建设成为国际健康城市的样板，世界卫生组织也将在横琴中医药产业园开展合作项目，推动传统医学在横琴中医药产业园的发展壮大，并派专人前往珠海考察。

(3) **新加坡生命科技园**：2014 年 9 月，珠海保税区与新加坡富乔资本管理有限公司和美国匹兹堡大学医疗中心就“新加坡生命科技园”项目签订投资协议，总投资达 130 亿元。项目将正式落户珠海保税区，今年 11 月开工，首期拟投资 30 亿元，计划 4 年内建成并启用。项目将成为我国首个集医疗与康生疗养、医疗研发中心、总部基地与配套、医疗器械交易中心于一体的生命科技园。

(4) **美国麻省总医院中国医院**：2014 年 10 月，广东省中医院、美国麻省总医院、珠海横琴国联康华医疗投资有限公司签订《合作框架协议》，将在珠海横琴新区建立“美国麻省总医院中国医院”（MGH Hospital China）。项目将是该院在全球范围内的第一家分院，预计占地 10 万平米，500 张床位。麻省总医院是美国哈佛大学医学院建立最早、规模最大的教学医院，也是全美历史最悠久的三所综合性医院之一。

图表 7. 珠海市政府与世界卫生组织签署合作协议



资料来源：珠海市政府网、珠海特区报、中银国际研究

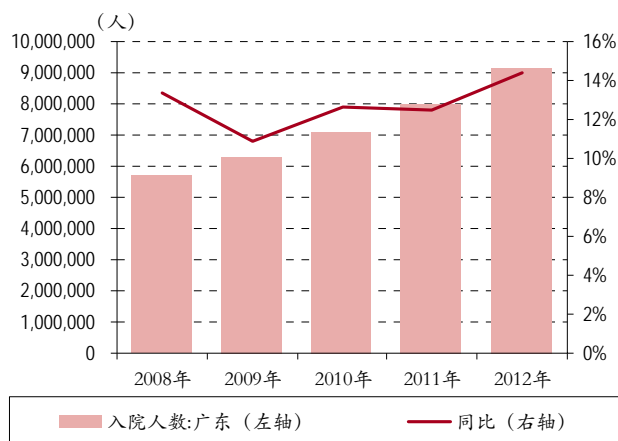
图表 8. 美国哈佛大学附属麻省总医院



资料来源：新快报、中银国际研究

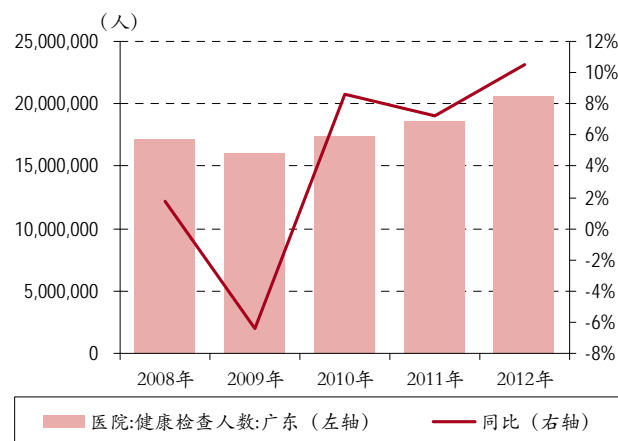
2014 年 10 月，珠海市卫计局局长表示正规划在珠海开展医疗旅游产业。珠海是个旅游资源丰富、空气质量优良的城市，2013 年经珠海出入境人数达 1.1 亿人次，未来此地将医疗结合旅游发展医疗旅游产业，不仅可以将拟出境医疗的国人吸引到珠海来治疗、度假，还可以吸引包括东南亚、港澳等地游客入境珠海来疗养。

图表 9. 2005-2012 年广东省住院人数



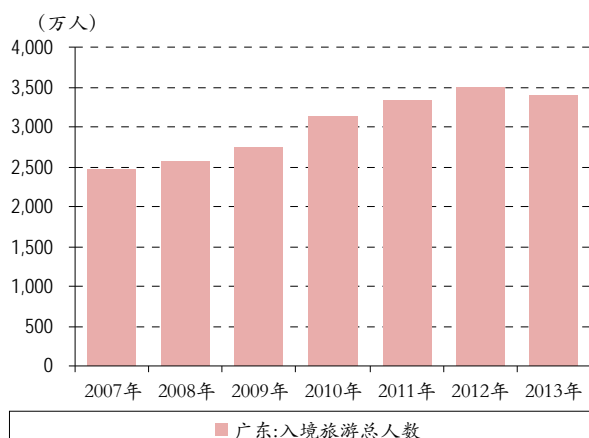
资料来源：国家卫计委、中银国际研究

图表 10. 2005-2012 年广东省健康检查人数



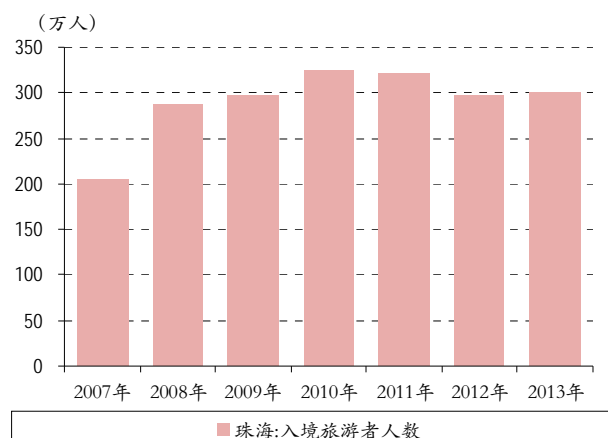
资料来源：国家卫计委、中银国际研究

图表 11. 2007-2013 年广东省入境旅游总人数



资料来源: 万得数据、中银国际研究

图表 12. 2007-2013 年珠海市入境旅游总人数



资料来源: 万得数据、中银国际研究

4、“横琴国际生命科学中心”测算

根据卫计委的数据, 我们以 1,000 张床位为标准对“横琴国际生命科学中心”的三甲医院经营数据进行测算。

图表 13. “横琴国际生命科学中心”的三甲医院收入和利润测算

	参考值 (2012 年)		测算值 (2018 年)		
	三甲医院	部署医院	谨慎	中性	乐观
门诊病人医疗收入测算					
医师日均担负住院床日(病床/医师)	2.3	2.3	3	3	3
医师数量(医师)	435	435	333	333	333
医师日均担负诊疗人次(病人/医师)	14.8	14.8	8	10	15
日均门诊病人数量(病人/年)	6,435	6,435	2,667	3,333	5,000
门诊病人人均医疗费用(元/病人)	242	360	432	519	622
年均门诊病人医疗收入(亿元)	5.7	8.5	4.2	6.3	11.4
出院病人医疗费收入测算					
平均住院日(日/病人)	8.7	14.8	10	10	10
卫生部门病床使用率(%)	100	100	70	85	100
出院病人人均医疗费用(元/病人)	11,187	18,819	22,582	27,099	32,519
年均出院病人医疗收入(亿元)	4.7	4.6	5.8	8.4	11.9
医院合计医疗费收入测算					
医院收入-门诊+住院(亿元)	10.4	13.1	10.0	14.7	23.2
利润率(%)	5	21	15	18	21
医院净利润额(亿元)	0.52	2.75	1.50	2.65	4.88
归母净利润*81%(亿元)			1.21	2.15	3.95

资料来源: 国家卫计委 2013 年年鉴、万得数据、中银国际研究

图表 14. 申万医疗服务行业万得一致预期市盈率估值

证券简称	市盈率(倍)				
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
金陵药业	37.6	31.4	26.7	20.5	15.8
恒康医疗	44.9	29.3	22.4	17.2	13.2
信邦制药	66.5	43.9	33.1	25.5	19.6
爱尔眼科	53.7	40.8	31.2	24.0	18.5
迪安诊断	73.6	51.8	37.7	29.0	22.3
泰格医药	52.6	38.2	28.6	22.0	16.9
通策医疗	68.3	53.0	41.0	31.5	24.2
行业均值 (整体法)	53.7	38.8	29.8	22.9	17.7
行业中值	53.7	40.8	31.2	24.0	18.5

资料来源: 12 月 8 日万得数据、中银国际研究

我们预计 2018 年稳定运营后，医院营业收入将达到 10-23 亿元/年，归母净利润将达到 1.2-4 亿元/年。另外，项目有近 10 万平米的可售商业物业，销售回款能够解决项目的资金周转问题，有效缩短投资回报期。而项目的高端康复中心也将受益集群效应，逐步贡献收益。因此，我们预计项目稳定运营后，项目整体净利润可达到 2-3.5 亿元，按对应 18 年净利 15 倍市盈率测算，可贡献市值 30-50 亿元。

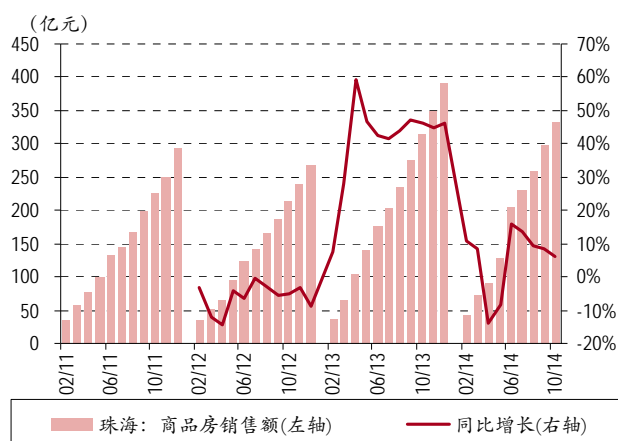
三、房地产业务：项目拿地早，土地价值低估

1、珠海房地产市场

过去 10 年由于珠海购房入户的政策取消以及当地产业支撑较小，珠海人口流入较慢，因而房地产市场发展比较温和。目前珠海每年销售面积约 300-350 万平米，每年在建在售面积 600 万平米，整体去化时间约为 2 年。2013 年以来，珠海平均房价稳定在 11,000-13,000 元/平米，地价约为 3,000-4,500 元/平米。

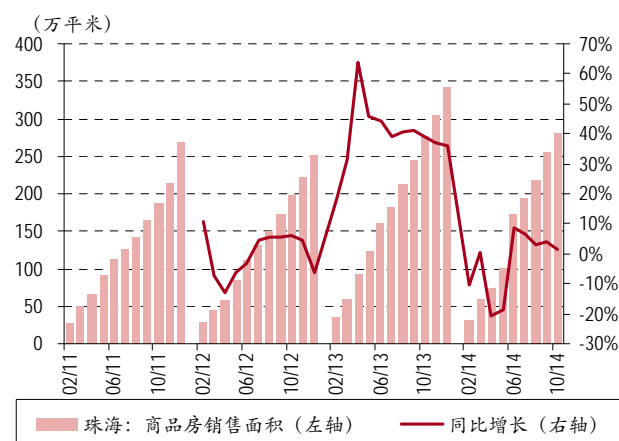
从地区发展看，随着横琴自贸区的开发、港珠澳大桥的开通、以及珠海西部城区的规划等因素，未来珠海市场的人口流入以及吸引力都将有所提高。从政策环境看，9.30 按揭新政的推出、公积金和税费减免新政的推出、以及央行降息周期的开启，都将利好未来珠海楼市的表现。

图表 15.2011-2014 年珠海商品房销售额



资料来源：中指数据、万得数据、中银国际研究

图表 16. 2011-2014 年珠海商品房销售面积



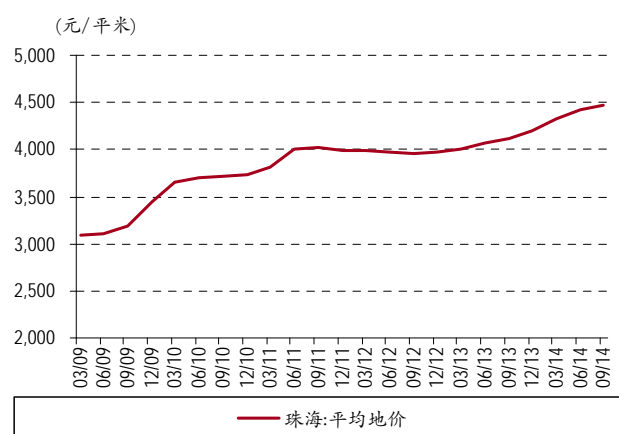
资料来源：中指数据、万得数据、中银国际研究

图表 17.2011-2014 年珠海商品房销售价格



资料来源：中指数据、万得数据、中银国际研究

图表 18. 2009-2014Q3 珠海平均地价



资料来源：中指数据、万得数据、中银国际研究

2、珠海斗门区：珠海发展重心西移，规划国家级影视文化基地

近年来，随着珠海城市扩容，珠海市的发展重心正在发生转移。珠海的商业始于香洲区；由于横琴特区建设的深入，重心逐步由香洲向吉大区和拱北地区过度；而近年粤港澳合作推进，珠海的商业重心西移至前山河两岸以及斗门区。未来随着港珠澳大桥和广珠城轨延长线（18 年通车到横琴）的建设，位于珠海西部的斗门区有望打开物业升值空间。

另外，珠海斗门镇计划打造一个具有国家级规模的影视创作、拍摄、制作基地，并以此为基础延伸开发一个 5A 级综合旅游度假区，项目集影视拍摄制作、主题旅游、文化创意三大板块为一体，形成“北有怀柔、东有横店、南有斗门”的全国影视基地新格局。目前南方影视文化产业项目已被列入广东省“十二五规划”重点建设项目，该项目由南方广播影视传媒集团联合珠江电影集团和珠海广播电视台共同出资建设，总投资 50 亿元，项目核心区占地面积约 5,000 亩，远期综合利用面积达 16.2 平方公里。珠海对于文化旅游产业的规划也将促进当地物业的升值。

图表 19. 珠海市区发展重心逐渐西移



资料来源：百度地图、中银国际研究

图表 20. 南方影视文化产业项目选址斗门

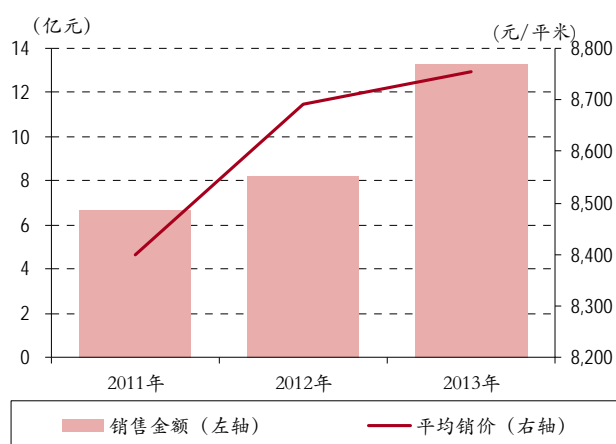


资料来源：百度地图、中银国际研究

3、公司房地产业务

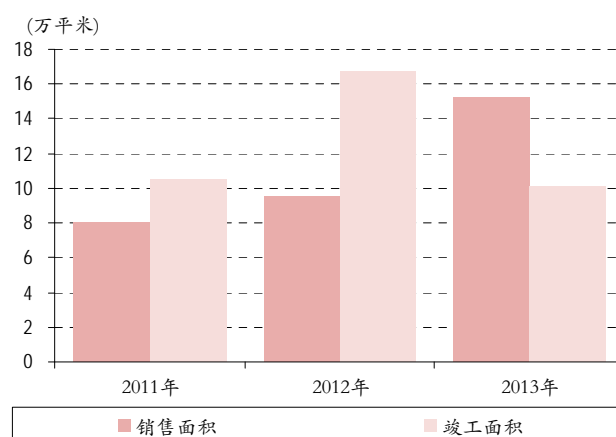
公司过去的房地产销售业绩主要由位于斗门区的里维埃拉项目贡献。2013 年，公司完成销售额 13.3 亿元，同比增长 61%，销售面积 15.2 万平米，同比增长 60%，销售均价 8,754 元，同比增长 1%。2014 年受到行业整体低迷的影响，上半年公司完成销售额约 4.5 亿元，预计全年销售额 11-12 亿元，同比略降。截至 2014 年 6 月，公司未结建面合计约 390 万平米。

图表 21. 2011-2013 年公司房地产销售额和销售均价



资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 22. 2011-2013 年公司房地产销售和竣工面积



资料来源：万得数据、中银国际研究

(1) 里维埃拉项目

公司的核心项目是为位于珠海市斗门区井岸的里维埃拉项目，体量占比公司总体项目 85%。项目于 2005 年开工，2006 年销售，规划占地面积 213 万平米，建筑面积 382 万平米。截至 2014 年 9 月，项目可售面积约 290 万平米，平均售价 7,000-10,000 元/平米。由于项目拿地较早，土地成本仅约 500 元/平米，建安成本约 3,000-3,500 元/平米。

里维埃拉项目主要分为四期开发：一期——锦绣荣城、二期——翠湖苑、三期——碧水岸、四期——蓝湾半岛（世荣作品壹号）。2014 年公司主推“世荣作品壹号”，一、二期于 2013 年 9 月开盘（13.7 万平米，去化率 90%）；三期于 2014 年 6 月开盘（6 万平米）；四、五期于 2014 年 10 月开盘（12.7 万平米），项目的六-八期和碧水岸二区准备前期工作。

(2) 其他项目

公司在 2013 年 12 月-2014 年 1 月拿地筹备斗门老城区项目，规划占地面积 19.1 万平米，建筑面积 32.1 万平米，土地成本 2,348 元/平米，预计售价 9,000-10,000 元/平米。同时，公司也尝试异地扩张，同期获得山东威海项目，规划占地面积 9.5 万平米，土地成本 731 元/平米。

图表 23. 世荣兆业 2013-14 年拿地汇总

项目	地块	占地面积 (平米)	容积率	建筑面积 (平米)	容积率	楼面价 (元/平米)	用地性质
2014-1-15	珠海斗门区井岸镇中兴南路东侧尖峰前路	141,852.50	1.6	226,964.00	6.35	2,797.80	商住
2013-12-31	山东威海环翠区张村镇皂河北、前峰西村	95,810	1.6	153,296.00	1.12	731.28	住宅
2013-12-12	珠海斗门区黄杨河以西、中兴南路南侧	72,346	2	144,692	1.90	1,311.00	酒店占 60%，住宅占 40%
2013-7-16	珠海粤盛中兴南路北侧	20,000	1.8	36,000	0.43	1,181.27	住宅

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 24.截止 2014 年 6 月世荣兆业主要地产项目测算

项目名称	城市	可售面积 (万平方米)	土地价格 (元/平米)	预计售价 (元/平米)	预计货值 (亿元)
里维埃拉项目	广东珠海	295	500	7,500-9,000	250
斗门老城区项目	广东珠海	32	2,348	9,000-10,000	32
山东威海项目	山东威海	15	731	4,000-6,000	8
合计		342	680	8,500	290

资料来源：公司公告、中银国际研究

根据我们测算，公司 2015 年重估后的净资产价值 (NAV) 约 93.6 亿元。公司里维埃拉项目拿地早、成本低，楼面价约 500 元/平米，而目前周边土地价值已增至 3,000-4,000 元/平米。按未结面积 290 万平米测算，则土地增值约 87 亿元，而目前账面价值仅约 15 亿元，显示公司的资产价值的安全边际较高。

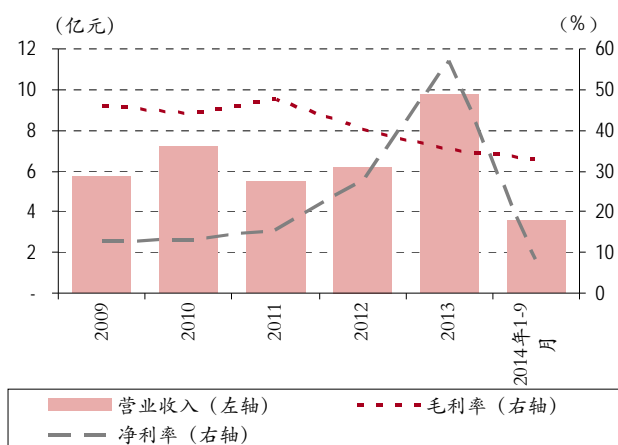
四、财务分析

1、14 年构建低基数，15 年增速弹性可期

公司 2014 年 1-9 月实现营业收入 3.58 亿元，同比下降 35%，源于竣工和可结算项目较少；1-9 月净利率为 8.2%，同比下降 71 个百分点，源于公司 2013 年转让持有世荣房产开发有限公司 40% 股权（2012 年转让 10% 股权，目前已全部出让完毕），实现 8.4 亿元的投资收益，占当年净利润 86%。

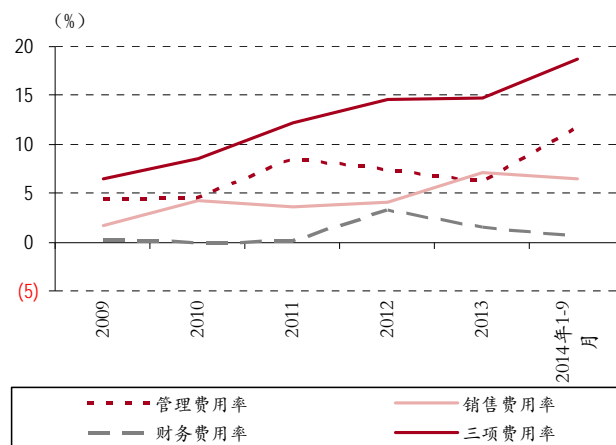
受到结转项目少和非经常性投资收益大幅下降影响，公司 2014 年 1-9 月实现归母净利润 2,900 万元，同比下降 93%，公司预计 2014 全年实现归母净利润 1,000 万-1,500 万元，同比下降 97%-98%。考虑到 9 月末的预收账款达 8.3 亿，公司可结算资源仍有一定保障。在低基数的背景下，预计 2015 年公司收入和净利润都将出现较大幅度的增长，增速弹性可期。

图表 25. 2009-2014 Q3 公司营业收入和利润率



资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 26. 2009-2014Q3 公司三项费用率



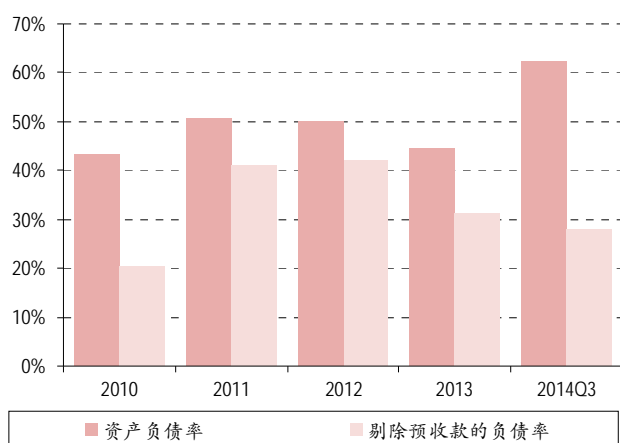
资料来源：万得数据、中银国际研究

2、负债率好于行业平均，低财务风险保障转型实施

截至 2014 年 9 月末，公司的资产负债率为 62%，剔除预收账款后的负债率为 38%，净负债率为 37%；公司的 EBIT 利息覆盖倍数为 11.4 倍，财务费用率为 0.5%；截至 2014 年 6 月末，公司金额前 5 名的长期借款利率均为 6.15%。

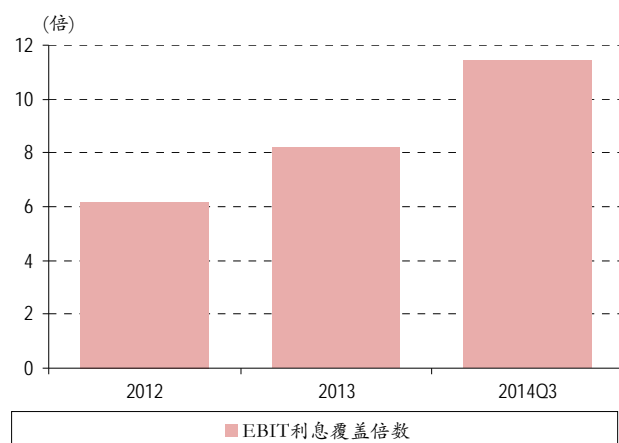
公司作为小市值房企，负债水平好于行业平均水平，源于公司早期一次性拿地积累了大量项目储备，避免了传统高周转模式下的财务风险，也为公司转型医疗等行业提供良好的财务保障。

图表 27. 2010-2014 Q3 公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 28. 2012-2014Q3 公司利息覆盖倍数



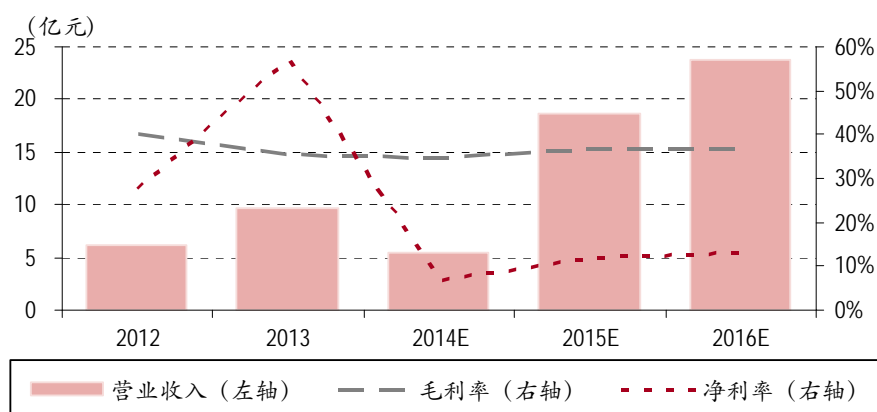
资料来源：万得数据、中银国际研究

五、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

公司房地产业务 2013 年实现销售额 13.3 亿元，销售面积 15.2 万平米；同期公司实现结算收入 9.7 亿元，竣工面积 10 万平米。由于 14 年公司可结算项目较少，因而 2015 年收入业绩将有较高的保证。截至 2014 年 9 月，公司预售账款额为 8.3 亿元，分别锁定我们预测的 2014-15 年收入的 100% 和 35%。考虑 14 年低基数的背景、公司未来地产项目整售比例提高、以及楼市受益政策回暖，预计 2015 年营业收入和净利润同比都将出现较好的增长，我们预测 2014-16 年收入增速分别为 -45%、250%、28%，预测 2014-16 年每股收益分别为 0.06 元、0.34 元、0.49 元，分别同比增长 -93%、477%、44%。

图表 29. 世荣兆业 2014-16 年收入和盈利测算



资料来源：公司数据，中银国际研究

2、土地价值低估，借力横琴自贸区发展医疗，首次评级为买入

世荣兆业是位于珠海的房地产开发企业，核心开发项目“里维埃拉”拿地较早，290 万平米可售面积，按 3,000 元/平米的周边地价测算，公司的土地重估价值已超过 80 亿元。按项目整体测算，公司 15 年 NAV 约 93.6 亿元，即 14.49 元/股。

同时，公司参与开发经营且控股 81% 股权的“横琴国际生命科学中心”，预计于 2018 年可稳定运营，有望受益于横琴自贸区高端医疗集群的政府规划，项目包括三甲医院（与广医合作）、康复中心和配套商业物业等。经测算，医疗业务在稳定盈利后归母净利可达 2-3.5 亿元/年，对 18 年净利按 15 倍市盈率估值，预计可贡献约 30-50 亿元的市值，即 4.64-7.74 元/股。

我们分别以 40% 的 NAV 折价和医疗业务对应 18 年保守预测 15 倍市盈率（ $14.49 \times 60\% + 4.64$ ），将公司目标价定为 13.33 元/股。我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 0.06 元、0.34 元、0.49 元，首次评级为**买入**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	618	973	550	1,863	2,378
销售成本	(424)	(727)	(410)	(1,359)	(1,733)
经营费用	(64)	(122)	(71)	(241)	(309)
息税折旧前利润	130	124	70	263	336
折旧及摊销	(7)	(8)	(7)	(7)	(7)
经营利润(息税前利润)	123	117	63	257	329
净利息收入/(费用)	(17)	(7)	(13)	(22)	(42)
其他收益/(损失)	209	840	10	68	147
税前利润	315	945	51	293	422
所得税	(78)	(232)	(13)	(73)	(105)
少数股东权益	(67)	(158)	0	0	0
净利润	170	554	38	220	316
核心净利润	170	554	38	220	316
每股收益(人民币)	0.263	0.858	0.059	0.340	0.490
核心每股收益(人民币)	0.263	0.858	0.059	0.340	0.490
每股股息(人民币)	0.107	0.080	0.005	0.032	0.046
收入增长(%)	n.a.	58	(43)	239	28
息税前利润增长(%)	n.a.	(5)	(46)	309	28
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(4)	(44)	278	27
每股收益增长(%)	n.a.	226	(93)	477	44
核心每股收益增长(%)	n.a.	226	(93)	477	44

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	315	945	51	293	422
折旧与摊销	7	8	7	7	7
净利息费用	18	13	22	31	54
运营资本变动	(153)	284	469	(1,462)	(572)
税金	(78)	(232)	(13)	(73)	(105)
其他经营现金流	(186)	(830)	(9)	(67)	(146)
经营活动产生的现金流	(78)	188	527	(1,270)	(341)
购买固定资产净值	(4)	(11)	0	0	0
投资减少/增加	320	1,069	9	9	12
其他投资现金流	(1)	(211)	114	28	47
投资活动产生的现金流	315	848	124	38	59
净增权益	0	28	0	0	0
净增债务	116	26	(62)	1,219	778
支付股息	(184)	(115)	(4)	(20)	(30)
其他融资现金流	(5)	(93)	114	28	47
融资活动产生的现金流	(73)	(155)	49	1,227	796
现金变动	163	880	699	(6)	514
期初现金	127	291	1,173	1,869	1,863
公司自由现金流	237	1,035	650	(1,233)	(282)
权益自由现金流	353	1,061	588	(14)	497

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	291	1,173	1,869	1,863	2,378
应收帐款	5	6	3	11	14
库存	1,814	1,731	979	3,315	4,231
其他流动资产	18	381	73	239	305
流动资产总计	2,128	3,290	2,924	5,428	6,926
固定资产	114	111	117	124	130
无形资产	14	15	14	14	14
其他长期资产	307	106	112	151	157
长期资产总计	482	272	244	289	300
总资产	2,611	3,562	3,168	5,717	7,227
应付帐款	340	319	182	597	761
短期债务	50	146	84	1,303	2,081
其他流动负债	258	529	299	1,014	1,294
流动负债总计	647	994	565	2,914	4,136
长期借款	654	584	584	584	584
其他长期负债	0	4	5	5	6
股本	461	646	646	646	646
储备	650	951	986	1,185	1,472
股东权益	1,112	1,597	1,632	1,831	2,118
少数股东权益	197	383	383	383	383
总负债及权益	2,611	3,562	3,168	5,717	7,227
每股帐面价值(人民币)	1.72	2.47	2.53	2.83	3.28
每股有形资产(人民币)	2.38	2.45	2.50	2.81	3.26
每股净负债/(现金)(人民币)	0.89	(0.69)	(1.86)	0.04	0.44

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.1	12.8	12.7	14.1	14.1
息税前利润率(%)	20.0	12.0	11.4	13.8	13.8
税前利润率(%)	50.9	97.1	9.2	15.7	17.7
净利率(%)	27.5	57.0	6.9	11.8	13.3
流动性					
流动比率(倍)	3.3	3.3	5.2	1.9	1.7
利息覆盖率(倍)	6.3	6.3	2.0	6.3	5.0
净权益负债率(%)	31.5	净现金	净现金	1.1	11.5
速动比率(倍)	0.5	1.6	3.4	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	41.4	12.7	184.8	32.0	22.2
核心业务市盈率(倍)	41.4	12.7	184.8	32.0	22.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	50.6	15.5	226.2	39.2	27.2
市净率(倍)	6.3	4.4	4.3	3.8	3.3
价格/现金流(倍)	(90.3)	37.5	13.4	(5.5)	(20.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.8	59.9	90.8	32.9	28.0
周转率					
存货周转天数	1,563.0	889.9	1,206.8	576.6	794.6
应收帐款周转天数	2.8	1.9	2.9	1.3	1.9
应付帐款周转天数	200.8	123.5	165.9	76.3	104.3
回报率					
股息支付率(%)	54.0	12.4	12.4	12.4	12.4
净资产收益率(%)	15.3	40.9	2.4	12.7	16.0
资产收益率(%)	3.6	2.9	1.4	4.3	3.8
已运用资本收益率(%)	6.2	5.2	2.7	7.8	7.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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士，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。除非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

相关关联机构：

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 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371