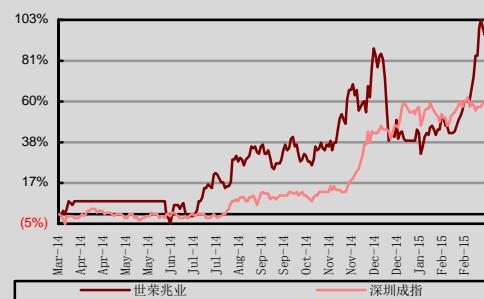




**买入** **31% ↑**  
目标价格:人民币 16.23  
原目标价格:人民币 13.33  
**002016.CH**  
价格:人民币 12.39  
目标价格基础:分部估值法  
板块评级:未有评级

### 股价表现



	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
至今 (%)	40.8	34.8	10.1	104.1
相对深证成指 (%)	36.5	31.2	(2.5)	38.1
发行股数(百万)	809			
流通股(%)	80			
流通股市值(人民币 百万)	8,005			
3个月日均交易额(人民币 百万)	135			
净负债比率%(2015E)	151			
每股重估净资产值(人民币)(2015E)	11.42			
主要股东(%)				
梁社增	67			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2015年3月16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

\*卢晓峰为本报告重要贡献者

# 世荣兆业

低基数构建业绩弹性, 受益基因测序概念催化

2014年1-12月, 世荣兆业实现营业收入4.21亿元, 同比下降56.7%; 归母净利润1,470万元, 同比下降97.3%, 每股收益0.02元, 拟每10股派发1元现金红利; 含税毛利率和净利率分别为22.7%和3.5%, 分别同比下降2.61和53.49个百分点。公司收入和净利大幅下滑主要系可结转项目和非经常性投资收益同比大幅减少, 但公司预收款同比上升119%, 且物业储备丰富, 预计今年业绩在低基数的背景下将实现大幅增长。同时, 公司横琴医疗项目启动, 项目包含的生命科学研发中心有望与国内外一流生命科学研发机构合作, 近期或受益于基因测序概念的催化。我们分别以20%的NAV折价和对应2018年医疗业务15倍的市盈率, 将公司目标价上调为16.23元/股。我们预测2015-17年的每股收益分别为0.24元、0.35元、0.48元, 重申买入评级。

### 支撑评级的要点

- 无新增可结转项目, 主营收入同比降57%。公司1-12月实现营业收入4.21亿元, 同比下降56.7%, 较1-9月降幅扩大21.64个百分点, 其中单季度实现营收同比下降85%。主要原因是公司着力发展精装修项目, 建设工期延长导致报告期内没有新增可结转项目。2015年公司将继续推进核心项目蓝湾半岛1-5期建设(32万平米), 预计收入结转速度有望加快。
- 非经常性收益基数高, 归母净利润同比降99%。公司1-12月含税毛利率和净利率分别为22.7%和3.5%, 分别同比下降2.6和下降53.5个百分点。净利率同比大幅下滑源于公司2013年转让持有世荣房产开发有限公司40%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%, 而2014年投资收益仅为901万元, 同比下降99%。预计2015年在低基数的背景下, 公司净利润将有较大幅度的增长。
- 去年销售额8亿元, 预收款同比增119%, 土地储备丰富。蓝湾半岛项目1-2期完成尾盘销售, 3期和4-5期分别于去年6月和9月开始销售, 全年共实现销售额7.6亿元, 回款10亿元; 威海市水缘金座二期项目实现销售额4,529万元。公司2014年12月末预收账款额为10.27亿元, 同比上升119.2%, 较上季度末上升24%, 锁定我们预测2015年收入的96%。公司目前土地储备资源丰富, 去年新增两块位于珠海市斗门区中心城区优质地块(22.7万平米), 同时今年计划新开工碧水岸二期项目(28万平米)。
- 大股东资产注入完毕, 受益自贸区和基因测序概念催化。今年3月公司定增方案实施完毕, 资产注入后大股东及一致行动人持股高达74%, 彰显管理层信心。同时, 横琴国际生命科学中心项目于去年启动, 计划引进国内外最先进的基因研究机构。而公司去年底在互动易平台上表示不排除与包括华大基因在内的国内外一流生命科学研发机构进行合作。随着卫计委放开二代基因测序临床试点, 近期基因测序概念受到市场热烈关注, 公司医疗业务估值有望借此获得提升。

### 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20%的NAV折价和对应2018年医疗业务15倍的市盈率, 将公司目标价由13.33元上调为16.23元/股。我们预测2015-17年的每股收益分别为0.24元、0.35元、0.48元, 重申买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	973	421	1,075	1,453	1,865
变动(%)	58	(57)	155	35	28
净利润(人民币 百万)	554	15	194	280	384
全面摊薄每股收益(人民币)	0.685	0.018	0.240	0.346	0.475
变动(%)	225.9	(97.3)	1,220.3	44.3	37.2
先前预测每股收益(人民币)			0.262	0.377	
调整幅度(%)			(8.3)	(8.2)	
全面摊薄市盈率(倍)	18.1	681.9	51.6	35.8	26.1
价格/每股现金流量(倍)	53.5	(12.0)	(3.4)	(6.0)	(5.5)
每股现金流量(人民币)	0.23	(1.03)	(3.61)	(2.06)	(2.25)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	77.1	1,274.5	138.4	113.3	97.1
每股股息(人民币)	0.064	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

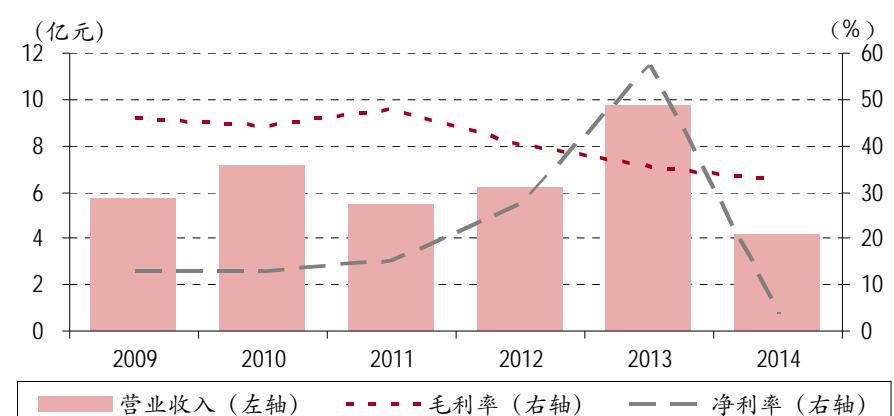
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 世荣兆业 2014 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年	2014 年	同比变动(%)
营业收入	973	421	(56.7)
营业成本	(630)	(284)	(54.9)
营业税	(97)	(41)	(57.4)
毛利润	246	95	(61.2)
其他收入	(0)	(1)	190.3
销售费用	(70)	(31)	(55.5)
管理费用	(59)	(65)	8.9
营业利润	116	(1)	(101.2)
投资收益	843	9	(98.9)
财务费用	(14)	(1)	(93.7)
营业外收支	(1)	0	(177.8)
税前利润	945	7	(99.2)
所得税	(232)	(0)	(99.9)
少数股东权益	(158)	8	(104.9)
归属上市公司股东净利润	554	15	(97.3)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率(税后)	25.3	22.7	(2.6)
经营利润率	12.0	(0.3)	(12.3)
净利率	57.0	3.5	(53.5)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 公司营业收入和利润率增长情况



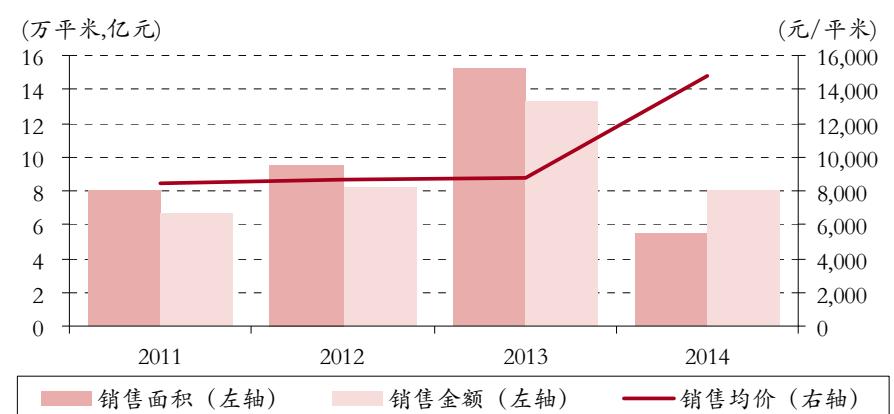
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 3. 公司费用率增长情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 公司销售情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	973	421	1,075	1,453	1,865
销售成本	(727)	(326)	(803)	(1,082)	(1,387)
经营费用	(122)	(87)	(177)	(242)	(310)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>124</b>	<b>8</b>	<b>95</b>	<b>129</b>	<b>168</b>
折旧及摊销	(8)	(9)	(8)	(8)	(10)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>117</b>	<b>(0)</b>	<b>87</b>	<b>121</b>	<b>158</b>
净利润收入/(费用)	(7)	13	17	6	4
其他收益/(损失)	840	6	184	286	401
<b>税前利润</b>	<b>945</b>	<b>7</b>	<b>259</b>	<b>373</b>	<b>512</b>
所得税	(232)	(0)	(65)	(93)	(128)
少数股东权益	(158)	8	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>554</b>	<b>15</b>	<b>194</b>	<b>280</b>	<b>384</b>
<b>核心净利润</b>	<b>554</b>	<b>15</b>	<b>194</b>	<b>280</b>	<b>384</b>
每股收益(人民币)	0.685	0.018	0.240	0.346	0.475
核心每股收益(人民币)	0.685	0.018	0.240	0.346	0.475
每股股息(人民币)	0.064	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	58	(57)	155	35	28
息税前利润增长(%)	(5)	(100)	(26,914)	39	31
息税折旧前利润增长(%)	(4)	(93)	1,044	35	30
每股收益增长(%)	226	(97)	1,220	44	37
核心每股收益增长(%)	226	(97)	1,220	44	37

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	945	7	259	373	512
折旧与摊销	8	9	8	8	10
净利润息费用	13	(1)	12	34	47
运营资本变动	284	(838)	(2,956)	(1,705)	(1,864)
税金	(232)	(0)	(65)	(93)	(128)
其他经营现金流	(830)	(11)	(183)	(285)	(401)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>188</b>	<b>(834)</b>	<b>(2,925)</b>	<b>(1,669)</b>	<b>(1,824)</b>
购买固定资产净值	(11)	(62)	0	0	(65)
投资减少/增加	1,069	1	29	40	51
其他投资现金流	(211)	123	163	92	71
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>848</b>	<b>62</b>	<b>192</b>	<b>132</b>	<b>56</b>
净增权益	28	0	0	0	0
净增债务	26	784	4,019	2,280	2,609
支付股息	(115)	(338)	0	0	0
其他融资现金流	(93)	85	163	92	71
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(155)</b>	<b>531</b>	<b>4,182</b>	<b>2,372</b>	<b>2,680</b>
现金变动	880	(240)	1,449	835	912
期初现金	291	1,173	932	2,379	3,214
公司自由现金流	1,035	(772)	(2,732)	(1,537)	(1,768)
权益自由现金流	1,061	12	1,287	743	841

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.8	2.0	8.9	8.9	9.0
息税前利润率(%)	12.0	(0.1)	8.1	8.3	8.5
税前利润率(%)	97.1	1.7	24.1	25.7	27.5
净利率(%)	57.0	3.5	18.0	19.3	20.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.3	2.5	1.4	1.3	1.2
利息覆盖率(倍)	6.3	(0.0)	2.1	1.6	1.6
净权益负债率(%)	净现金	33.6	150.6	193.7	228.0
速动比率(倍)	1.6	0.7	0.4	0.3	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	18.1	681.9	51.6	35.8	26.1
核心业务市盈率(倍)	18.1	681.9	51.6	35.8	26.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	23.7	893.3	67.7	46.9	34.2
市净率(倍)	6.3	6.4	5.2	4.6	3.9
价格/现金流(倍)	53.5	(12.0)	(3.4)	(6.0)	(5.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	77.1	1,274.5	138.4	113.3	97.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	889.9	2,661.8	2,436.7	3,056.1	3,129.6
应收账款周转天数	1.9	8.1	7.9	9.9	10.1
应付账款周转天数	123.5	227.5	122.0	150.9	153.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	12.4	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	40.9	0.9	11.2	13.6	16.1
资产收益率(%)	2.9	(0.0)	0.9	0.7	0.7
已运用资本收益率(%)	5.2	0.4	2.1	1.8	1.8

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，或将其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