

世茂股份(600823)
推荐
行业：房地产开发

出售成熟商业地产，实现资产优化及增值

公司公布16年半年报，营业收入63.7亿元(-25.3%)，归母净利润13.9亿元(+49.7%)，归母扣非净利润12.4亿元(+64.7%)。

投资要点：

- ◆ **营收受结算影响降低。**16H营收63.7亿元(受结算减少影响同比降25%)，归母净利润13.9亿元(贡献主要来自出售北京成熟商业物业增值10.3亿)；上半年末预收账款约58.7亿元，较去年同期+5.4亿元；三费费率8.3%，同比+1.8个百分点，其中管理费率+1.4个百分点。**融资成本、负债率显著降低。**上半年公司完成短融及公司债发行，发行规模均为20亿元，票面利率为3%/3.29%；综合融资成本由年初6.1%降至5.6%。资产负债率较15H下降6个百分点至60%，净负债率12%，较15H降3个百分点。
- ◆ **物业销售收入58.92亿元(住宅46.8亿元，同比-18.9%，毛利率24.5%，同比降7.2个百分点)**；商业地产12.1亿元，同比-42.8%，毛利率40.5%，**同比增9.7个百分点**)。16H新增开工面积29.3万方(-11.2%)，施工面积569.8万方(-1.4%)，竣工面积68.6万方(+59.5%)。上半年末，公司持有土地储备拟建建面约893万方，权益建面570万方，主要集中于天津、南京、青岛、常熟、苏州、宁波、厦门等核心二三线城市，后续发展仍有保障。公司计划16年实现销售177亿元，销售面积140万方。上半年实现销售额75亿元(为目标42%，同比-0.4%)，销售面积46万方(为目标33%，同比-18.9%)。
- ◆ **实现非物业销售收入4.75亿元**(房地产租赁2.8亿元，同比+18.1%，毛利率80.7%；电影院业务1680万元，同比-89.4%，毛利率43.5%；物业管理1.2亿元，同比+18.6%，毛利率100%；酒店服务4156万元，同比+13.9%，毛利率57.5%)。
- ◆ **定增收购前海世茂，国际级湾区项目增厚实力。**公司拟定增10.6亿股，募集资金66.7亿元，发行价约6.27元/股，收购前海世茂51%的股权，目前已通过股东大会。前海世茂金融中心位于深圳前海自贸区，规划建面为19.3万方，可售建面6.3万方。
- ◆ **公司专注于经济发展潜力巨大的长三角、环渤海和海西等区域的一、二线城市，为“地产+院线+保险”的稀缺标的，目前RNAV为13.78元/股。预计16-18年营业收入为181、211、245亿元，同比增速分别为20%、17%、16%，三年复合增速为18%；16-18年最新摊薄EPS为0.93、1.04、1.17元，三年复合增长15%，对应当前股价PE8、7、7倍，6个月目标价9.5元，对应16年PE10倍，维持“推荐”评级。**
- ◆ **风险提示：**市场波动剧烈、项目销售不及预期、地产市场波动。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	15033	18071	21128	24451
收入同比(%)	18%	20%	17%	16%
归属母公司净利润	2046	2479	2780	3140
净利润同比(%)	8%	21%	12%	13%
毛利率(%)	36.3%	38.3%	38.2%	37.9%
ROE(%)	10.5%	11.2%	11.0%	11.0%
每股收益(元)	0.76	0.93	1.04	1.17
P/E	9.98	8.24	7.35	6.50
P/B	1.05	0.92	0.81	0.71
EV/EBITDA	1	1	1	1

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 9.5

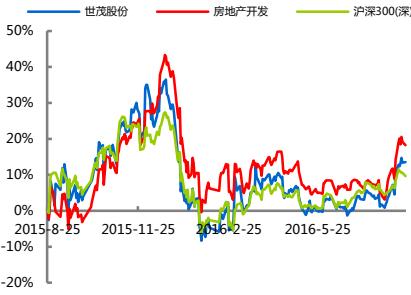
当前股价： 7.62

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,679
流通股本(百万股)	2,467
总市值(亿元)	204
流通市值(亿元)	188
成交量(百万股)	7.94
成交额(百万元)	60.79

股价表现

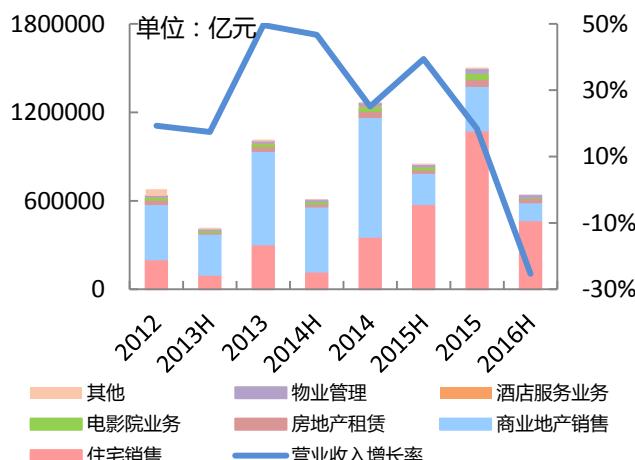


相关报告

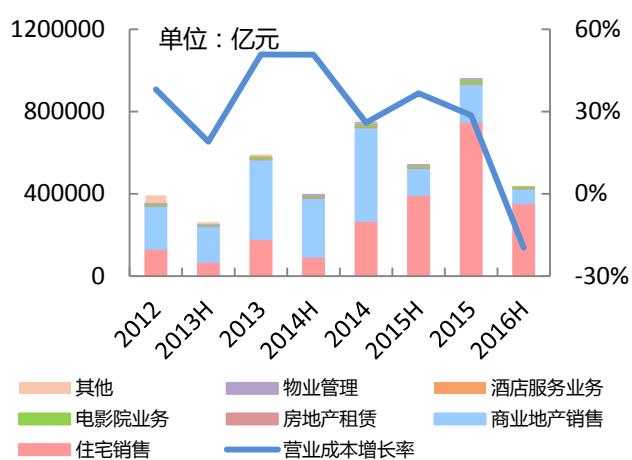
《世茂股份-聚焦优质区域，规模有序增长》 2016-03-24

《世茂股份-业绩符合预期，持续较快增长》 2014-03-21

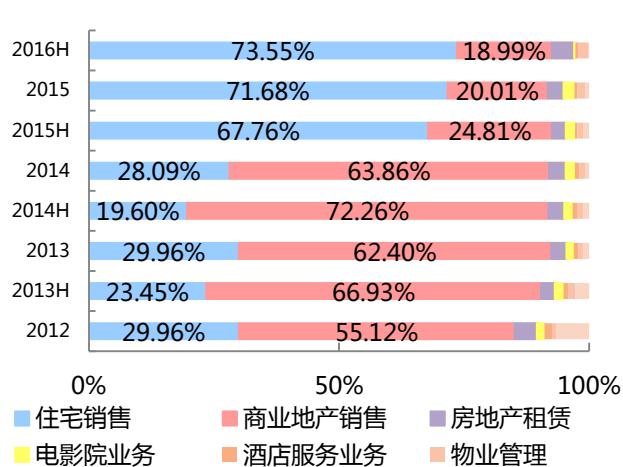
《世茂股份-业绩稳步增长，销售、拓展超预期》 2013-10-30

图 1 各业务营业收入历年变化

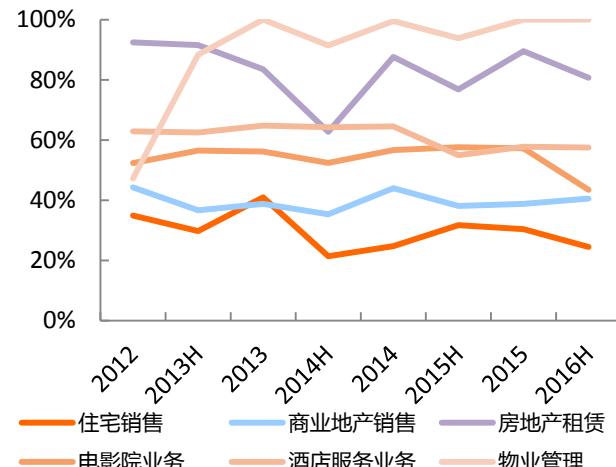
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化

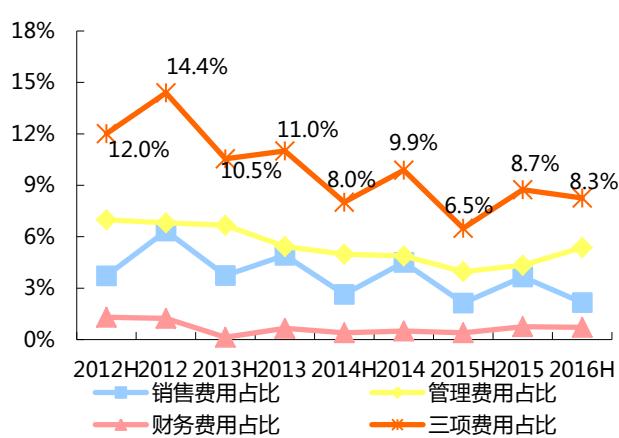
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务占比变化

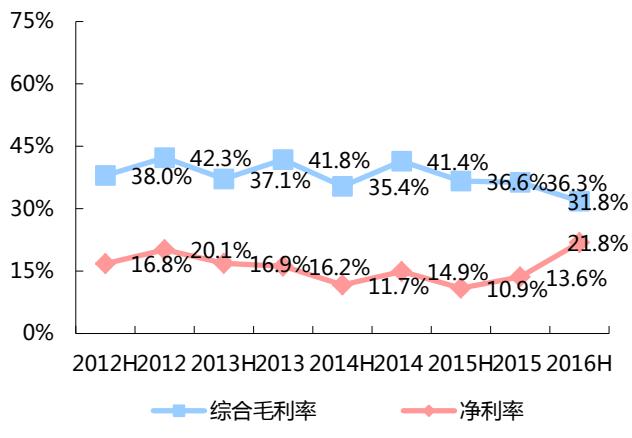
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务毛利率变化

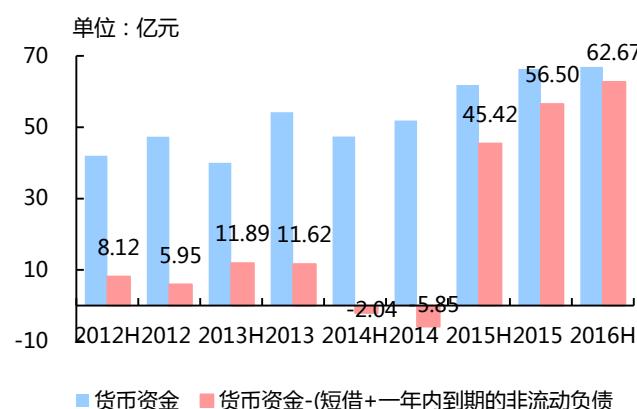
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 三费水平

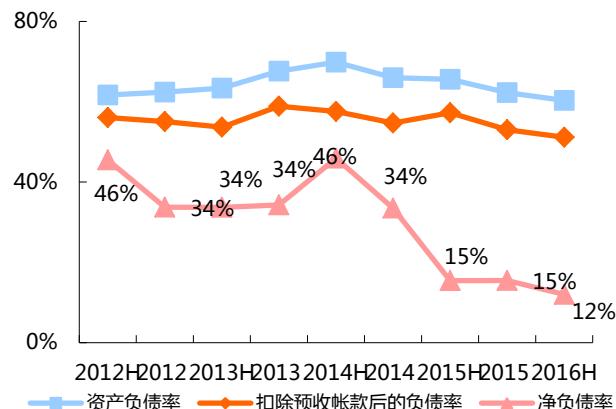
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 综合毛利率和净利率

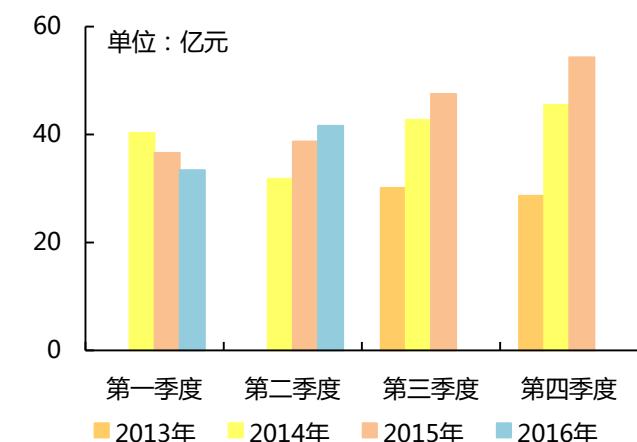
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 货币资金和短期负债

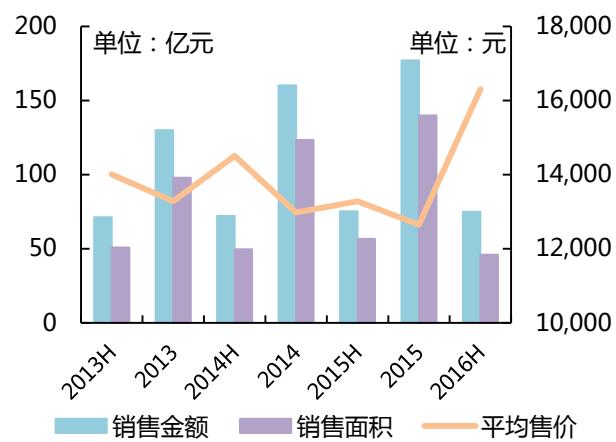
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 负债水平

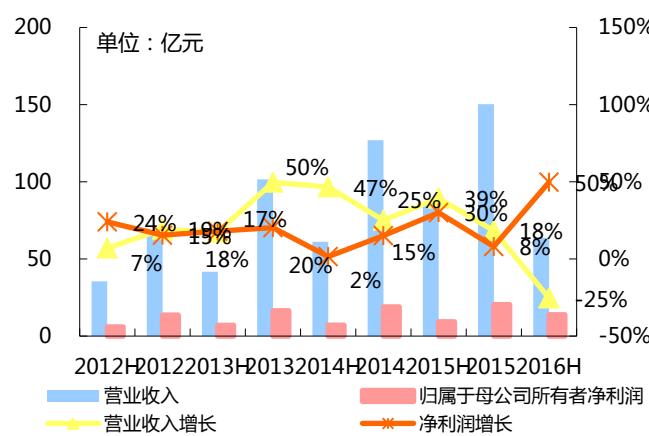
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 9 每季销售金额统计

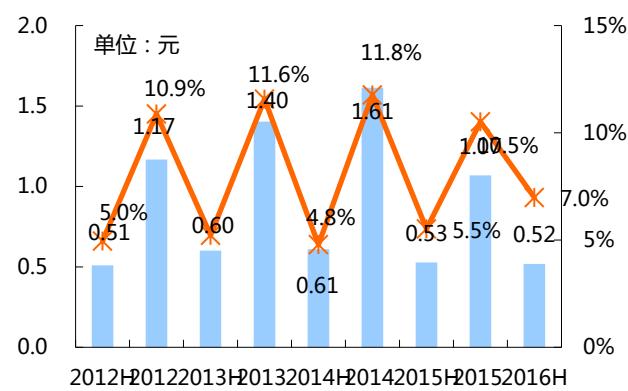
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 销售情况

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 经营情况

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 12 EPS 和 ROE

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	38529	41786	44355	45778
现金	6634	7974	9324	10790
应收账款	1646	1368	1508	1438
其它应收款	2296	2763	3226	3729
预付账款	617	2475	2121	1738
存货	26244	26525	27371	27224
其他	1093	680	805	859
非流动资产	26818	27686	28743	29777
长期投资	2083	2083	2083	2083
固定资产	565	569	557	538
无形资产	171	153	135	116
其他	23999	24882	25968	27039
资产总计	65348	69472	73098	75555
流动负债	27880	30666	30334	29466
短期借款	537	3323	3142	2663
应付账款	8203	9861	11529	13343
其他	19140	17483	15663	13460
非流动负债	12812	10321	10067	8694
长期借款	4500	3500	2500	1500
其他	8312	6822	7567	7194
负债合计	40693	40987	40401	38160
少数股东权益	5194	6259	7454	8803
股本	1914	2679	2679	2679
资本公积	3761	2996	2996	2996
留存收益	9530	16055	18576	21429
归属母公司股东权益	19462	22226	25243	28591
负债和股东权益	65348	69472	73098	75555

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	445	1837	2465	4012
净利润	2919	3544	3974	4489
折旧摊销	128	81	84	83
财务费用	113	188	229	159
投资损失	-924	-924	-924	-924
营运资金变动	-1917	-1620	-1374	-324
其它	126	568	475	529
投资活动现金流	-1342	-181	-237	-292
资本支出	761	0	0	0
长期投资	239	1067	1120	1176
其他	-343	885	884	884
筹资活动现金流	2347	-315	-879	-2254
短期借款	-2449	2786	-181	-478
长期借款	355	-1000	-1000	-1000
普通股增加	741	766	0	0
资本公积增加	769	-766	0	0
其他	2930	-2101	302	-775
现金净增加额	1449	1341	1349	1466

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	15033	18071	21128	24451
营业成本	9573	11146	13062	15190
营业税金及附加	1484	1783	2085	2413
营业费用	550	661	739	856
管理费用	652	777	909	1027
财务费用	113	188	229	159
资产减值损失	75	75	75	75
公允价值变动收益	496	496	496	496
投资净收益	924	924	924	924
营业利润	4006	4860	5448	6152
营业外收入	27	27	27	27
营业外支出	44	44	44	44
利润总额	3989	4843	5431	6134
所得税	1070	1299	1456	1645
净利润	2919	3544	3974	4489
少数股东损益	873	1065	1195	1350
归属母公司净利润	2046	2479	2780	3140
EBITDA	4247	5129	5761	6394
EPS (元)	1.07	0.93	1.04	1.17
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	18.4%	20.2%	16.9%	15.7%
营业利润	16.2%	21.3%	12.1%	12.9%
归属于母公司净利润	8.1%	21.2%	12.1%	13.0%
获利能力				
毛利率	36.3%	38.3%	38.2%	37.9%
净利率	13.6%	13.7%	13.2%	12.8%
ROE	10.5%	11.2%	11.0%	11.0%
ROIC	44.7%	44.6%	43.6%	47.5%
偿债能力				
资产负债率	62.3%	59.0%	55.3%	50.5%
净负债比率	13.48%	17.74%	15.07%	12.08%
流动比率	1.38	1.36	1.46	1.55
速动比率	0.44	0.50	0.56	0.63
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.27	0.30	0.33
应收账款周转率	11	12	14	16
应付账款周转率	1.35	1.23	1.22	1.22
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.93	1.04	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.69	0.92	1.50
每股净资产(最新摊薄)	7.26	8.30	9.42	10.67
估值比率				
P/E	9.98	8.24	7.35	6.50
P/B	1.05	0.92	0.81	0.71
EV/EBITDA	1	1	1	1

相关报告

报告日期	报告标题
2016-03-24	《世茂股份-聚焦优质区域，规模有序增长》
2014-03-21	《世茂股份-业绩符合预期，持续较快增长》
2013-10-30	《世茂股份-业绩稳步增长，销售、拓展超预期》
2013-08-01	《世茂股份-业绩符合预期，关注销售持续超预期表现》
2013-07-11	《世茂股份-从低于预期到超预期，估值有望持续修复》
2013-03-15	《世茂股份-业绩略超预期，周转加快，持续增长可期》
2012-10-30	《世茂股份 - 销售提速周转加快，经营性业务稳步推进》
2012-08-29	《世茂股份 - 执行力短板提升，发展速度加快》
2012-03-30	《世茂股份 - 商业模式日趋成熟，业绩加速释放可期》
2011-03-14	《世茂股份-全商业产业链运营模式初具规模，业绩进入高速释放期》
2010-08-16	《世茂股份-多业态盈利模式形成，投资价值就此打开》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明，中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师，工商管理硕士，20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝，中投证券房地产行业分析师，中国人民大学经济学硕士。

郭 泰，中投证券房地产行业分析师，伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤，中投证券房地产行业分析师，香港科技大学商学院经济学学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434