



东兴证券
DONGXING SECURITIES

世茂新容 你最珍贵

——世茂股份（600823）2016 年半年报点评

2016 年 08 月 23 日

强烈推荐/维持

世茂股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

8 月 23 日公司公布 2016 年半年报报告期内，公司实现营业收入 63.67 亿元，同比减少 25.32%；实现净利润 16.49 亿元，同比增长 17.06%；归属于母公司的净利润 13.91 亿元，同比增长 49.70%。公司实现物业销售收入 58.92 亿元；公司 EPS 为 0.52 元，同比增长 36.84%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	4355.57	2079.15	6446.89	2077.2	4429.56	2624.07	3743.19
增长率（%）	-13.61%	25.16%	44.69%	-6.79%	1.70%	26.21%	-41.94%
毛利率（%）	53.32%	44.68%	34.03%	14.89%	45.76%	32.19%	31.49%
期间费用率（%）	9.70%	12.30%	4.63%	13.80%	10.69%	9.14%	7.64%
营业利润率（%）	43.24%	23.11%	22.29%	-0.10%	47.20%	14.79%	51.15%
净利润（百万元）	1435.34	366.94	1041.26	-5.64	1516.54	297.07	1351.44
增长率（%）	27.62%	32.10%	41.16%	-103.59%	05.66%	-19.04%	29.79%
每股盈利（季度，元）	0.96	0.22	0.38	0.01	0.58	0.13	0.42
资产负债率（%）	65.98%	66.45%	65.57%	66.92%	62.27%	62.65%	60.30%
净资产收益率（%）	7.16%	1.79%	4.83%	-0.03%	6.15%	1.19%	5.32%
总资产收益率（%）	2.44%	0.60%	1.66%	-0.01%	2.32%	0.44%	2.11%

观点：

➤ **营业收入大幅降低但净利润同比大增。**报告期内，公司实现营业收入63.67亿元，同比减少25.32%；实现净利润16.49亿元，同比增长17.06%；归属于母公司的净利润13.91亿元，同比增长49.70%。公司实现物业销售收入58.92亿元；实现非物业销售收入4.75亿元，非物业销售收入在公司整体营业收入的占比已达到7.46%。对物业销售收入进行拆分可以发现，住宅销售收入46.8亿元，同比下降18.96%，商业销售收入12.1亿元，同比下降42.79%。再叠加房产销售毛利率下降5.65个百分点至27.79%，拖累整体净利润增长。预期下半年随着销售力度加大和市场的持续好转，毛利率有望实现小幅回升。

在营收大幅降低的前提下，公司净利润大半得益于整售北京世茂工三项目，实现投资收益10.32亿元，占同期净利润比例高达45.56%，也就是说，上半年公司靓丽的业绩多是得益于此，未来公司的业绩增长

仍然需要依赖商业地产和住宅地产的销售力度加大。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	13.91	9.29	49.7%	营业收入大幅增长
营业收入	63.67	85.26	-25.32%	项目结算周期、影院收入减少及合并范围变化
资产负债率 (%)	60.3	65.57	5.27	其他应付款大幅减少
费用比率 (%)	8.26	6.50	1.76	报告期内财务费用大幅增加
加权 ROE (%)	6.9%	5.6%	1.3	净利润大幅增长
总资产	640.39	653.48	-2.00%	整售物业后资产减少
货币资金	66.91	61.83	8.22%	投资收益实现
预收账款	58.72	52.12	12.66%	销售回款正常
一年内到期非流动负债	26.24	44.69	-25.42%	负债正常到期
经营活动净现金流	16.39	8.93	83.48%	报告期内销售回款+拿地减少
稀释 EPS	0.52	0.38	36.84%	净利润增幅较大

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

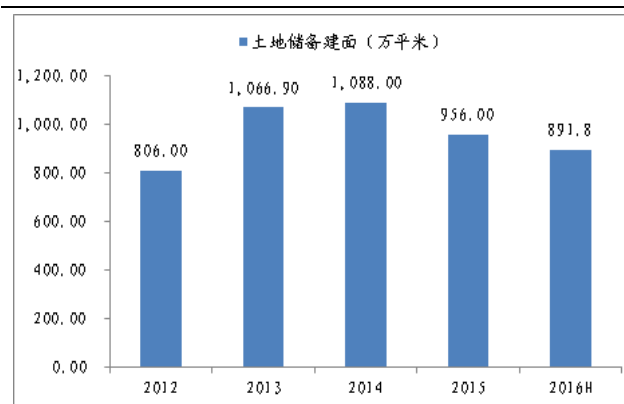
- **销售增速低于行业水平或拖累未来业绩。**报告期内, 公司实现合同签约额 75 亿元, 相比去年同期持平; 合同签约面积 46 万平方米, 同比减少 18%, 销售均价约为 16304 元/平, 同比增长 16%。截至 6 月末, 公司已实现全年销售目标的 42%。公司上半年销售表现弱于行业, 全年销售目标 177 亿元在下半年压力较大, 尤其是考虑到今年的销售目标仅与去年持平, 销售近三年的持续低增长将显著拖累公司未来业绩增长。除此之外, 截止 2016 年上半年, 公司预收款额仅为 59 亿元, 对未来业绩锁定率较低, 仅为 16 年同期营收 78%, 使公司明年营销压力大幅增加。
- **项目储备丰富保障未来业绩增长。**报告期内, 公司项目开发有序推进, 报告期内新增开工面积 29.3 万平方米, 施工面积达到 569.8 万平方米, 竣工面积达到 68.6 万平方米, 公司持有的经营性物业面积达到 92.3 万平方米。截止到 6 月末, 公司持有土地储备为 891.8 万平方米, 为公司后续发展提供有力支持和保障。同时需要关注的是, 公司近两年一直处于对原有土地储备消耗情势, 在获取土地方面动力不足, 但当前土地储备已经足以支撑公司至少 8-9 年的业务需要。

图 1: 公司历年上半年签约面积与签约金额



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司土地储备情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **“变现”+“新建”实现资产置换。**5月12日公司向乐视控股转让下属北京财富时代置业有限公司、北京百鼎新世纪商业管理有限公司100%股权交易价格为29.72亿元，预期将为公司带来7亿元收益；7月16日，筹备多年的厦门世茂Emall购物中心开业，融合了多样业态，并融合当地人文主题和精神，为公司品牌升级、服务提升揭开序幕。

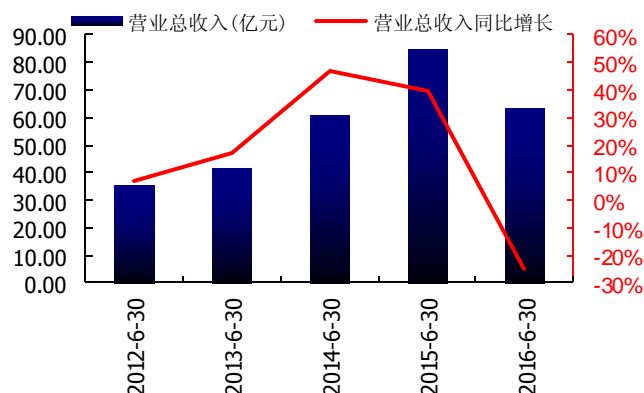
公司对原有成熟商业地产出售实现了优质资产的变现，一方面为新开业资产提供资金资源支持，另一方面也集中体现了公司突破原有商业管理模式，实现商业地产运营管理模式升级的决心。

- **定增计划将彻底解决与世茂房地产的同业竞争问题。**近期推出的定增计划使公司再次成为行业热点关注对象，极大的显示出公司解决历史遗留“同业竞争”问题的决心。在公司重组的公告中对于两个主体的业务范围已经有明确的规定：纯商业项目由公司开发而世茂房地产不可以，商住混合且无法分割可以合作拿地（由公司控股51%），住宅项目则无明确规定（证监会出于对投资者保护的要求对同业竞争的定义中并未约束公司不可以涉足住宅产品）。我们认为公司对于住宅领域的渗透仅是出于提升周转率的角度，未来发展的重点仍然是纯商业地产和综合体，关于同业竞争的忧虑也将不攻自破。

从当前地产业务种类来看，近两年公司明显提升了住宅地产在整个地产业务中的比重，未来这一比重将上升至住宅和商业比例为4:6。究其原因，商业地产开发周期较长，可达2-3年的时间，提升住宅比重这一短平快产品有利于提升公司的存货周转率，从而降低公司整体的资金压力，从全局角度来提升地产业务的盈利能力。

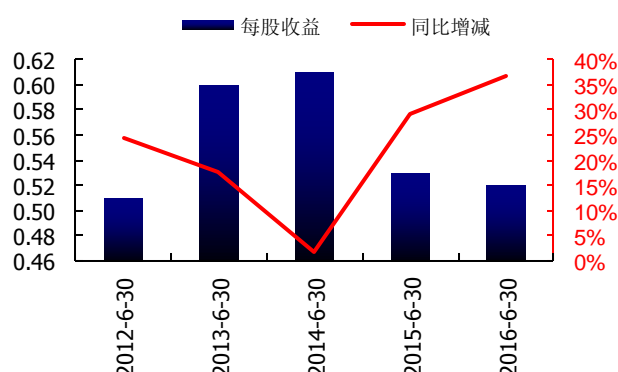
- **融资成本显著降低。**公司于1月和3月分别发行完成短融和公司债一期，融资额均为20亿元，期限分别为1年和3年，利率分别为3%和3.29%，与行业龙头企业融资利率差异不大，彰显机构投资者对公司的看好态度。

图 3：营业收入情况



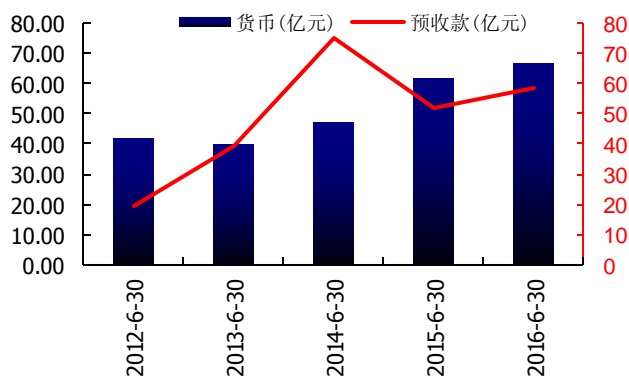
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：每股收益情况



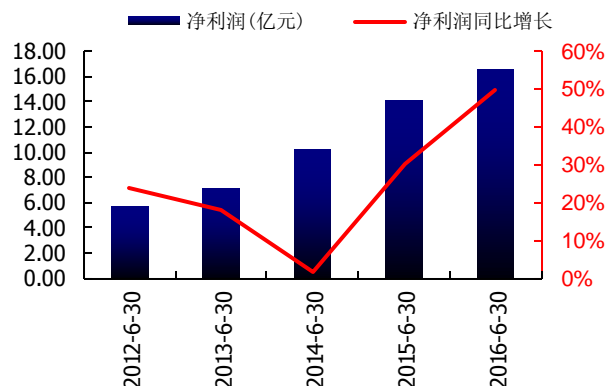
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5: 货币和预收款情况



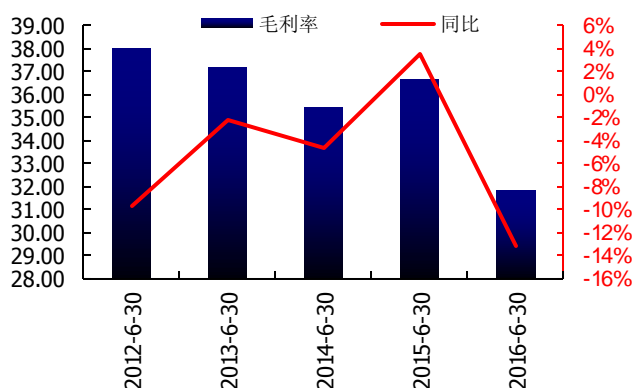
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 净利润情况



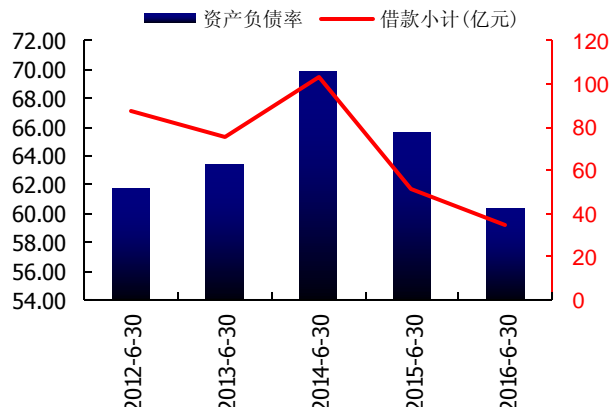
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 销售毛利率情况



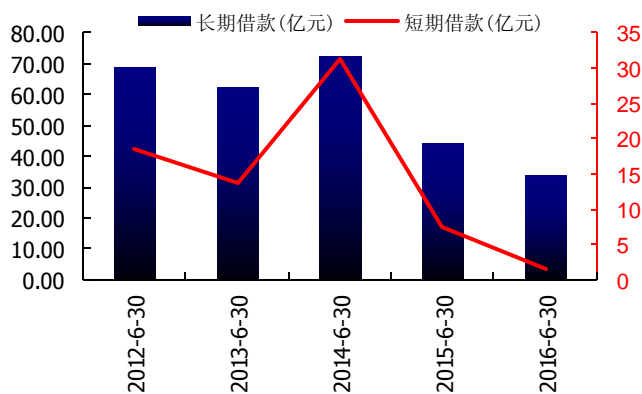
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 资产负债率情况



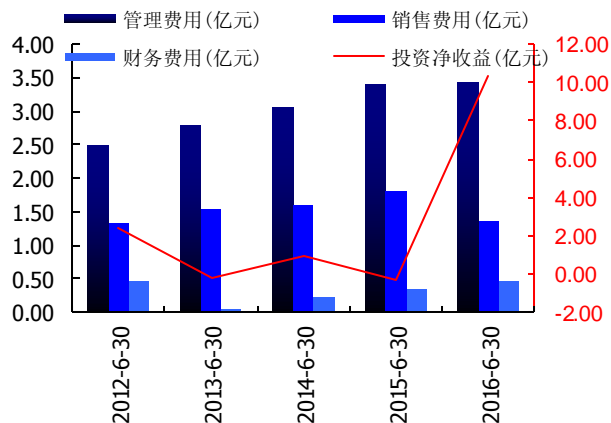
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

公司作为国内商业地产的龙头企业,随着定增解决同业竞争问题后有望迎来新的发展机遇,看好公司“商业地产+金融+多元化投资”的发展战略。伴随着公司住宅地产比例的进一步提升,公司存货周转率有望大幅提升,从而为商业地产的长远发展保驾护航,同时,在低利率时代公司自持的近百万平物业具有巨大的重估价值,将显著提升公司的估值。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 181.9 亿元、207.53 亿元和 229.37 亿元,考虑定增后稀释每股收益分别为 0.88 元、0.94 元和 1 元,对应 PE 分别为 9.62、8.61 和 8.43,维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	34321	38529	46959	54096	61397	营业收入	12701	15033	18190	20753	22937
货币资金	5190	6634	8185	9339	10322	营业成本	7443	9573	11560	13311	15249
应收账款	1083	1646	1993	2274	2514	营业税金及附加	1269	1484	1728	1972	2179
其他应收款	1402	2296	2778	3169	3503	营业费用	572	550	637	623	573
预付款项	3270	617	617	617	617	管理费用	620	652	764	851	803
存货	22742	26244	31670	36469	41777	财务费用	63	113	123	231	307
其他流动资产	631	1083	1715	2227	2664	资产减值损失	15.12	75.13	65.00	65.00	65.00
非流动资产合计	24579	26818	25556	25500	25469	公允价值变动收益	282.70	496.00	500.00	500.00	500.00
长期股权投资	4713	2083	2083	2083	2083	投资净收益	445.74	923.54	1400.00	1300.00	1500.00
固定资产	700.79	565.17	481.66	352.83	248.21	营业利润	3448	4006	5214	5501	5761
无形资产	179	171	154	137	120	营业外收入	48.66	27.05	35.00	35.00	35.00
其他非流动资产	1	1	15	15	15	营业外支出	8.48	44.45	25.00	25.00	25.00
资产总计	58901	65348	72516	79596	86865	利润总额	3488	3989	5224	5511	5771
流动负债合计	30429	27880	31661	39029	43512	所得税	880	1070	1306	1378	1443
短期借款	2986	537	6642	12499	15310	净利润	2608	2919	3918	4134	4329
应付账款	5984	8203	9501	10941	12533	少数股东损益	716	873	900	900	900
预收款项	6644	6043	6043	6043	6043	归属母公司净利润	1892	2046	3018	3234	3429
一年内到期的非流动	2789	447	1000	1000	1000	EBITDA	3764	4358	5403	5788	6120
非流动负债合计	8436	12812	12125	9159	9159	BPS (元)	1.61	1.16	0.88	0.94	1.00
长期借款	4145	4500	4850	5050	5050	主要财务比率					
应付债券	1982	4964	3929	3929	3929						
负债合计	38865	40693	43785	48187	52671	成长能力					
少数股东权益	3957	5194	6094	6994	7894	营业收入增长	25.09%	18.36%	21.00%	14.09%	10.52%
实收资本 (或股本)	1172	1914	3429	3429	3429	营业利润增长	46.80%	16.19%	30.15%	5.52%	4.73%
资本公积	2992	3761	3761	3761	3761	归属于母公司净利润增	15.15%	8.11%	47.52%	7.15%	6.03%
未分配利润	7386	9155	9909	10718	11575	获利能力					
归属母公司股东权益	16078	19462	22637	24415	26301	毛利率 (%)	36.45%	35.86%	33.52%	33.50%	33.50%
负债和所有者权益	58901	65348	72516	79596	86865	净利率 (%)	20.53%	19.42%	21.54%	19.92%	18.87%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润 (%)	3.21%	3.13%	4.16%	4.06%	3.95%
						ROE (%)	11.77%	10.51%	13.33%	13.24%	13.04%
经营活动现金流	76	445	-5887	-4953	-1894	偿债能力					
净利润	2608	2919	3918	4134	4329	资产负债率 (%)	66%	62%	60%	61%	61%
折旧摊销	252.53	238.75	0.00	55.91	51.71	流动比率	1.13	1.38	1.48	1.39	1.41
财务费用	63	113	123	231	307	速动比率	0.38	0.44	0.48	0.45	0.45
应收账款减少	0	0	-348	-281	-239	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.24	0.26	0.27	0.28
投资活动现金流	-1222	-1342	1821	1735	1915	应收账款周转率	14	11	10	10	10
公允价值变动收益	283	496	500	500	500	应付账款周转率	2.42	2.12	2.05	2.03	1.95
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	446	924	1400	1300	1500	每股收益 (最新摊薄)	1.61	1.16	0.88	0.94	1.00
筹资活动现金流	854	2347	5617	4371	962	每股净现金流 (最新摊	-0.25	0.76	0.45	0.34	0.29
应付债券增加	0	0	-1035	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	13.71	10.17	6.60	7.12	7.67
长期借款增加	0	0	350	200	0	估值比率					
普通股增加	2	741	1516	0	0	P/E	4.73	6.57	8.66	8.08	7.62
资本公积增加	-4061	769	0	0	0	P/B	0.56	0.75	1.15	1.07	0.99
现金净增加额	-291	1449	1552	1153	983	EV/EBITDA	4.16	4.22	6.36	6.78	6.72

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。