



买入 **26% ↑**
目标价格: 人民币 9.21

600823.CH
价格: 人民币 7.64
目标价格基础: 2016 年净资产值折让 22%
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	(17.8)	8.9	(5.7)	(22.9)
相对上证成指	(0.5)	6.3	(14.4)	(10.9)
发行股数(百万)		2,679		
流通股 (%)		92		
流通股市值(人民币 百万)		18,799		
3个月日均交易额(人民币 百万)		64		
16年末净负债率(%)		12		
16年末每股重估净资产值(人民币)		11.80		
主要股东(%)				
峰盈国际有限公司		43.73		

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以2016年8月23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

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

世茂股份

资源变现、业绩大增、销售持平

世茂股份 2016 年上半年营业收入和净利润分别下降 25% 和增长 50%，其中业绩大增主要源于整售北京世茂工三获投资收益 11.2 亿元，占比当期利润的 81%；上半年销售 75 亿元，同比持平，完成年初计划的 42%，表现略弱于行业，维持全年销售预期 177 亿元的判断，同时公司连续销售低增长也会制约后续业绩的表现；15 年至今，公司通过定增、中票、短期票据和公司债等多种融资方式打通资金渠道，融资成本下降的同时，负债率也降至远低于行业水平，后续公司将有较大的加杠杆空间；此外，公司年初出资 1.1 亿元参与新沃财产保险公司的设立，或也将打造“商业+保险”新模式，助力公司商业地产的长远发展。鉴于销售低于预期，我们分别将公司 2016-18 年的每股收益预测下调至 0.79、0.84 和 0.90 元，维持目标价 9.21 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年净利润大增 50%，整售北京工三项目占当期的利润 81%。上半年，营业收入 63.4 亿元，同比下降 25%，净利润 13.9 亿元，同比增长 50%，每股收益 0.52 元，其中整售北京世茂工三获投资收益 11.2 亿元，占比当期利润的 81%；毛利率 31.8%，净利率 21.8%，分别下降 4.9 和提升 10.9 个百分点，其中商业地产销售毛利率维持高位 40.5%，但住宅地产毛利率下降 24.5%，因而拖累整体毛利率，预计下半年住宅地产毛利率将小幅回升。收入结构中非物业销售收入占比小幅回落至 7.5%。报告期末，负债率和净负债率分别为 67% 和 27%，处于行业较低水平。
- 房地产结算同比下降 25%，销售全年预期同比持平。上半年，房地产结算金额 59 亿元，同比下降 25%，其中住宅 47 亿元，同比下降 19%，商业 12 亿元，同比下降 43%；上半年，销售金额 75 亿元，同比持平，完成年初计划 177 亿元的 42%，销售面积 46 万平米，同比下降 18%，销售均价 1.34 万元，同比增长 22%，销售表现弱于同行，维持全年销售预期 177 亿元的判断，同比持平，同时销售连续的低增长也会制约后续业绩的表现；报告期末，公司预收账款为 59 亿元，对于 16 年地产业务的业绩锁定率为 78%，锁定表现较差。
- 多种融资渠道降融资成本，参投保险打造“商业+保险”模式。16 年 1 月成功发行 20 亿元短期票据，最终票面利率为 3%；于 3 月 22 日完成 2016 年公司债券（第一期）发行工作，实际发行规模人民币 20 亿元，最终票面利率为 3.29%；3 月推出再次 67 亿元定增预案收购商业地产项目，目前等待发审会过程当中；截至报告期末，公司资产负债率和净负债率也分别为 67% 和 27%，远低于行业平均水平，后续具有较大加杠杆空间。此外，16 年 1 月公告计划出资 1.1 亿元参与新沃财产保险公司的设立，占注册资本的 11%。

评级面临的主要风险

- 商业地产销售周转低于预期。

估值

- 鉴于销售低于预期，我们分别将公司 2016-18 年的每股收益预测下调至 0.79、0.84 和 0.9 元，维持目标价 9.21 元，维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	12,701	15,033	15,526	17,243	19,152
变动(%)	25.1	18.4	3.3	11.1	11.1
净利润(人民币 百万)	1,892	2,046	2,110	2,252	2,414
全面摊薄每股收益(人民币)	0.706	0.763	0.787	0.841	0.901
变动(%)	15.2	8.1	3.1	6.7	7.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.856	0.941	1.041
调整幅度(%)			(8.1)	(10.7)	(13.5)
全面摊薄市盈率(倍)	10.8	10.0	9.7	9.1	8.5
每股现金流量(人民币)	0.0	0.2	2.0	(0.3)	(0.4)
价格/每股现金流量(倍)	246.3	45.9	3.8	(23.7)	(18.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	18.8	24.8	23.7	22.8
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 世茂股份 2016 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比变动(%)
营业收入	8,526	6,367	(25.3)
营业成本	(5,403)	(4,344)	(19.6)
营业税	(833)	(456)	(45.2)
毛利润	2,290	1,567	(31.6)
其他收入	(7)	(14)	109.1
销售费用	(182)	(138)	(24.3)
管理费用	(338)	(342)	1.2
营业利润	1,763	1,073	(39.1)
投资收益	189	1,276	576.2
财务费用	(34)	(46)	34.8
营业外收支	10	(38)	(498.3)
税前利润	1,927	2,265	17.5
所得税	(519)	(616)	18.7
少数股东权益	(479)	(257)	(46.3)
归属上市公司股东净利润	929	1,391	49.7
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	36.6	31.8	(4.9)
毛利率 (含税)	26.9	24.6	(2.2)
经营利润率	20.7	16.8	(3.8)
净利率	10.9	21.8	10.9

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 世茂股份 2016 年上半年营业收入分业务情况

分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减(%)	营业成本比上年 增减(%)	毛利率比上年增 减(百分点)
住宅销售	46.8	35.4	24.5	(19.0)	(10.4)	(7.3)
商业地产销售	12.1	7.2	40.5	(42.8)	(45.1)	2.5
房地产租赁	2.8	0.5	80.7	18.1	14.3	0.6
百货业务	0.0	0.0	(190.6)	(97.1)	(95.5)	(103.7)
电影院业务	0.2	0.1	43.5	(89.4)	(85.9)	(14.2)
酒店服务业务	0.4	0.2	57.5	13.9	7.5	2.5
物业管理	1.2	0.0	100.0	18.6	(100.0)	6.0
其他	0.1	0.1	50.8	(84.7)	27.4	(43.3)
合计	63.7	43.4	31.8	(25.3)	(19.6)	(4.9)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	12,701	15,033	15,526	17,243	19,152
销售成本	(8,711)	(11,057)	(12,058)	(13,397)	(14,883)
经营费用	(1,192)	(1,201)	(1,320)	(1,466)	(1,628)
息税折旧前利润	2,924	2,902	2,204	2,438	2,698
折旧及摊销	(126)	(128)	(57)	(57)	(58)
经营利润(息税前利润)	2,798	2,774	2,147	2,381	2,641
净利润收入/(费用)	(55)	(100)	(46)	(54)	(58)
其他收益/(损失)	745	1,314	1,208	1,206	1,204
税前利润	3,488	3,989	3,310	3,533	3,787
所得税	(880)	(1,070)	(827)	(883)	(947)
少数股东权益	(716)	(873)	(372)	(397)	(426)
净利润	1,892	2,046	2,110	2,252	2,414
核心净利润	1,892	2,046	2,110	2,252	2,414
每股收益(人民币)	0.706	0.763	0.787	0.841	0.901
核心每股收益(人民币)	0.706	0.763	0.787	0.841	0.901
每股股息(人民币)	0.074	0.079	0.081	0.087	0.093
收入增长(%)	25	18	3	11	11
息税前利润增长(%)	31	(1)	(23)	11	11
息税折旧前利润增长(%)	30	(1)	(24)	11	11
每股收益增长(%)	15	8	3	7	7
核心每股收益增长(%)	15	8	3	7	7

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	3,488	3,989	3,310	3,533	3,787
折旧与摊销	126	128	57	57	58
净利息费用	55	100	46	54	58
运营资本变动	(1,910)	(1,917)	3,970	(2,416)	(2,874)
税金	(880)	(1,070)	(827)	(883)	(947)
其他经营现金流	(803)	(785)	(1,208)	(1,206)	(1,204)
经营活动产生的现金流	76	445	5,346	(862)	(1,123)
购买固定资产净值	(1,699)	(761)	0	0	0
投资减少/增加	(1,064)	281	112	114	114
其他投资现金流	991	(602)	(1,873)	492	486
投资活动产生的现金流	(1,772)	(1,081)	(1,761)	606	600
净增权益	17	1,791	0	0	0
净增债务	(100)	(5,589)	3,673	234	260
支付股息	(954)	(764)	(217)	(232)	(248)
其他融资现金流	1,341	7,169	(1,873)	492	486
融资活动产生的现金流	304	2,608	1,583	494	497
现金变动	(1,391)	1,971	5,168	239	(25)
期初现金	5,419	4,028	5,999	11,167	11,406
公司自由现金流	(1,696)	(636)	3,585	(255)	(523)
权益自由现金流	(1,796)	(6,225)	7,258	(22)	(263)

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	5,190	6,634	11,167	11,406	11,382
应收账款	2,488	3,952	2,950	3,276	3,639
库存	22,742	26,244	27,946	32,763	38,303
其他流动资产	3,901	1,701	2,103	2,337	2,596
流动资产总计	34,321	38,529	44,166	49,782	55,920
固定资产	703	625	565	508	452
无形资产	179	171	171	171	171
其他长期资产	23,697	26,022	26,237	26,533	26,862
长期资产总计	24,579	26,818	26,973	27,213	27,485
总资产	58,901	65,348	71,139	76,994	83,405
应付帐款	16,121	14,492	18,929	21,030	23,365
短期债务	5,775	984	4,657	4,891	5,151
其他流动负债	8,534	12,404	9,142	10,142	11,253
流动负债总计	30,429	27,880	32,728	36,063	39,769
长期借款	6,127	9,464	9,464	9,464	9,464
其他长期负债	2,309	3,349	3,307	3,308	3,309
股本	1,172	1,914	2,679	2,679	2,679
储备	14,906	17,548	17,433	19,596	21,918
股东权益	16,078	19,462	20,113	22,275	24,597
少数股东权益	3,957	5,194	5,528	5,884	6,266
总负债及权益	58,901	65,348	71,139	76,994	83,405
每股帐面价值(人民币)	6.53	7.26	7.51	8.31	9.18
每股有形资产(人民币)	0.29	0.23	0.21	0.19	0.17
每股净负债/(现金)(人民币)	2.73	1.42	1.10	1.10	1.21

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.0	19.3	14.2	14.1	14.1
息税前利润率(%)	22.0	18.5	13.8	13.8	13.8
税前利润率(%)	27.5	26.5	21.3	20.5	19.8
净利率(%)	14.9	13.6	13.6	13.1	12.6
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.4	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	50.7	27.7	47.1	43.7	45.7
净权益负债率(%)	33.5	15.5	11.5	10.5	10.5
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
估值					
市盈率(倍)	10.8	10.0	9.7	9.1	8.5
核心业务市盈率(倍)	10.8	10.0	9.7	9.1	8.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.0	12.1	11.7	11.0	10.2
周转率					
市净率(倍)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	246.3	45.9	3.8	(23.7)	(18.2)
企业价值/息税折旧前利潤(倍)	17.9	18.8	24.8	23.7	22.8
回报率					
股息支付率(%)	10.5	10.3	10.3	10.3	10.3
净资产收益率(%)	11.8	10.5	10.5	10.1	9.8
资产收益率(%)	3.8	3.3	2.4	2.4	2.5
已运用资本收益率(%)	9.6	8.4	6.0	6.1	6.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

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 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，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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371