



金融布局初现 同业竞争仍有待解决

——世茂股份 (600823) 2016 年报点评

2017 年 03 月 30 日

强烈推荐/维持

世茂股份

财报点评

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

事件:

公司日前发布 2016 年报, 公司实现营业收入 137.08 亿元, 同比减少 12.22%; 实现净利润 27.38 亿元, 同比减少 5.67%; 归属于上市公司股东的净利润 21.19 亿元, 同比增长 4.17%。EPS 为 0.79 元/股, 同比增长 3.95%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入 (百万元)	6446.89	2077.2	5013.19	2624.07	3743.19	2607.06	4733.71
增长率 (%)	44.69%	-6.79%	15.10%	26.21%	-41.94%	25.51%	-5.57%
毛利率 (%)	34.03%	14.89%	42.22%	32.19%	31.49%	18.42%	50.91%
期间费用率 (%)	4.63%	13.80%	10.55%	9.14%	7.64%	9.44%	9.43%
营业利润率 (%)	22.29%	-0.10%	41.30%	14.79%	51.15%	2.77%	33.90%
净利润 (百万元)	1041.26	-5.64	1500.29	297.07	1351.44	-17.84	1107.69
增长率 (%)	41.16%	-103.59%	04.52%	-19.04%	29.79%	216.09%	-26.17%
每股盈利 (季度, 元)	0.38	0.01	0.57	0.13	0.42	0.01	0.26
资产负债率 (%)	65.57%	66.92%	58.68%	62.65%	60.30%	60.33%	62.71%
净资产收益率 (%)	4.83%	-0.03%	4.56%	1.19%	5.32%	-0.07%	3.72%
总资产收益率 (%)	1.66%	-0.01%	1.88%	0.44%	2.11%	-0.03%	1.39%

观点:

➤ **营业收入大幅减少, 净利润小幅下降。**公司实现营业收入 137.08 亿元, 同比减少 12.22%; 实现净利润 27.38 亿元, 同比减少 5.67%; 实现归属于上市公司股东的净利润 21.19 亿元, 同比增长 4.17%, EPS 为 0.79 元/股, 同比增长 3.95%。在营收大幅降低的前提下, 公司归母净利润正增长主要得益于整售北京世茂工三项目, 实现投资收益 10.32 亿元。营业收入和净利润均的下降主要是由于报告期内结算面积大幅减少, 同时受华东地区、华北地区等区域毛利进一步下降拖累, 报告期内销售毛利率水平微降。

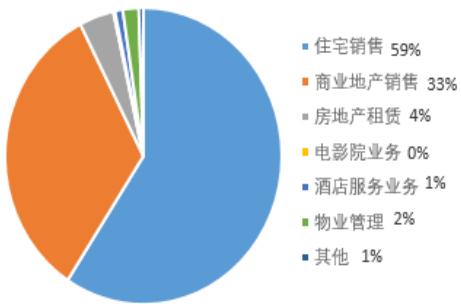
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位: 亿元、百分比)

项目	2016	2015	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	35.84%	36.32%	-0.48	华东地区、华北地区等区域毛利进一步下降
净利率 (%)	5.41%	19.42%	0.62	净利润增速慢于营收增速
资产负债率 (%)	62.71%	58.68%	6.87	杠杆率有所提升
费用比率 (%)	8.89%	8.75%	0.14	财务费用比例增加所致
加权 ROE (%)	8.77%	11.95%	4.15	净利润同比大幅减少
总资产	799.50	796.40	0.39%	本期公司资产规模基本持平
货币资金	84.52	71.71	17.86%	销售回款+公司债发行
预收账款	62.27	61.31	1.57%	预收购房款小幅增长
一年内到期非流动负债	21.23	4.47	375.03%	公司发行了 40 亿短融
经营活动净现金流	11.35	-0.28	4211.03%	销售现金流增加以及本期无支付大额土地款
稀释 EPS	0.79	0.76	3.95%	归属于上市公司股东的净利润增加

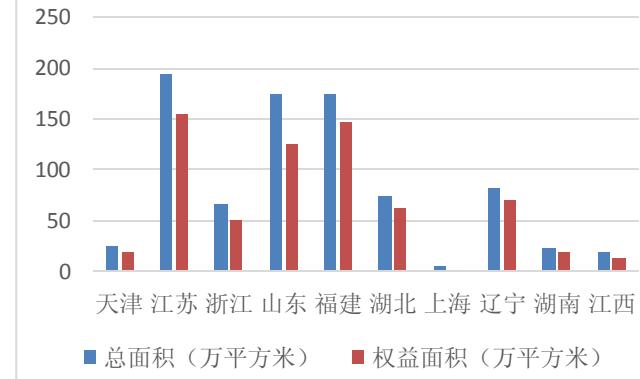
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ 业务主要分布在华东地区, 全国布局雏形初现。2016年, 公司实现主营业务收入132.29亿元, 比去年同期减少10.98%。

公司深耕华东区, 同时扩大华南、华北等高毛利核心城市土地储备占比, 2016年通过招拍挂、收购兼并方式多渠道获取土储, 截止2016年底公司土地储备建筑面积逾1000万方, 多数布局于华北、华南等核心地区。

图 1: 公司 2016 年营收结构


数据来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

图 2:2016 年公司土地储备区域分布


数据来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

公司 2016 年销售额为 149.3 亿元, 同比减少 16%, 与此同时, 期内世茂股份实现合同签约面积 86.6 万平方米, 同比亦减少 38.14%; 签约单价为 1.72 万元/平方米, 同比增长 41%。

考虑到当前土地储备城市布局升级和总量的增长, 公司持有的土地储备近 1000 万平方米, 为公司后续发

展提供有力支持和保障。公司2017、2018两年的销售收入有望保持在高位，我们看好公司的全产品线和良好的控成本能力，认为公司有望在**2018年迈入250亿梯队**。

- **“金融+地产”公司多元化逐步显现。**由于财险公司由于与股东意见相左，公司于2017年1月12日宣布退出设立新沃财险，但于2016年9月公司获保监会批复同意参与汇邦人寿保险股份公司筹建，显示了公司涉足金融领域的决心。结合保险和地产的业务特点，公司顺应行业趋势大力向金融领域进军，未来有望在这两个业务领域实现协同效应，从而提升资产运营效率。
- **“同业竞争”问题有望彻底得到解决。**2016年3月推出的定增计划极大的展示出公司解决历史遗留“同业竞争”问题所做的努力。虽然最终该计划并未获得批准，但是在定增方案被否一个月之后，公司拿出了解决问题的第二套方案——自有资金进行收购。2016年12月31日，公司公告透露其以46.7亿元收购世茂房地产的三个公司已完成了股权转让的工商变更登记手续。为避免购买资产完成后可能构成的同业竞争，世茂房地产、许荣茂先生和世茂股份承诺将严格遵守三方签署的《不竞争协议》。该方案的实施，短时间内虽然公司现金流会承受很大压力，但是“同业竞争”这一障碍的扫除会为公司带来长远的发展。
- **融资成本于2016年内不断降低。**2016年，公司成功发行公司债和短融总计75亿，债务结构的优化促使融资成本逐步降低。

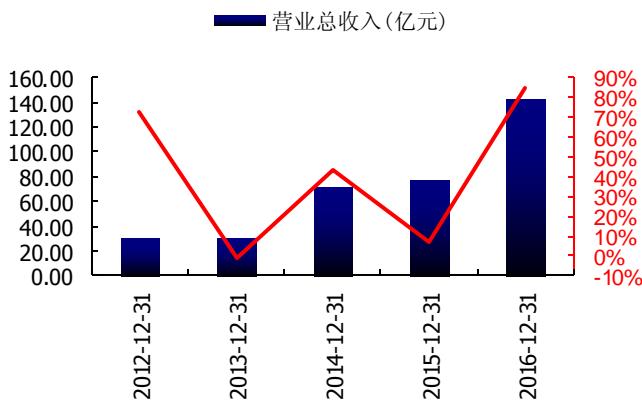
表 2:公司 2016 年发行债券和票据情况

		利率	额度	到期日
公开发行公司债	1 期	3.29%	20 亿	2019.3
	2 期	3.38%	15 亿	2019.7
一般短期融资券	1 期	3.00%	20 亿	2017.1
	2 期	2.98%	20 亿	2017.10

资料来源：公司 2016 年年报，东兴证券研究所

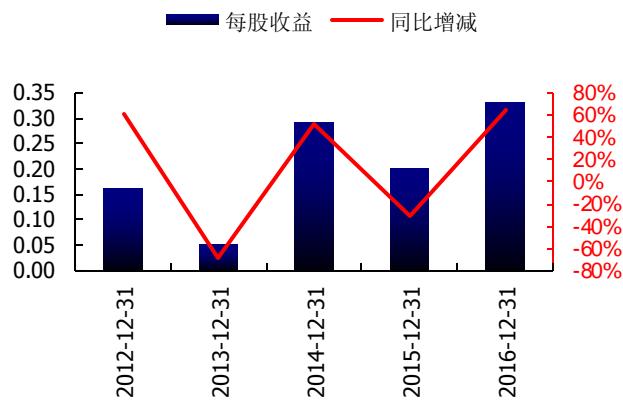
风险提示：销售不及预期、现金流较大压力、行业政策进一步收紧

图 3: 营业收入情况



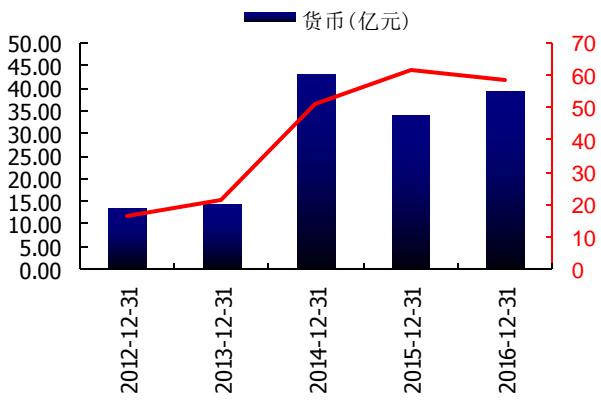
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 4: 每股收益情况



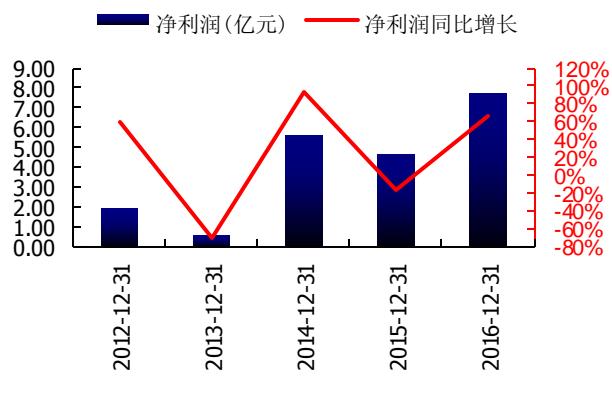
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



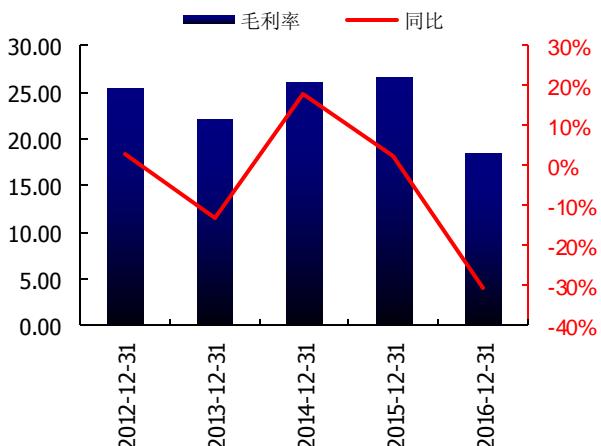
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况



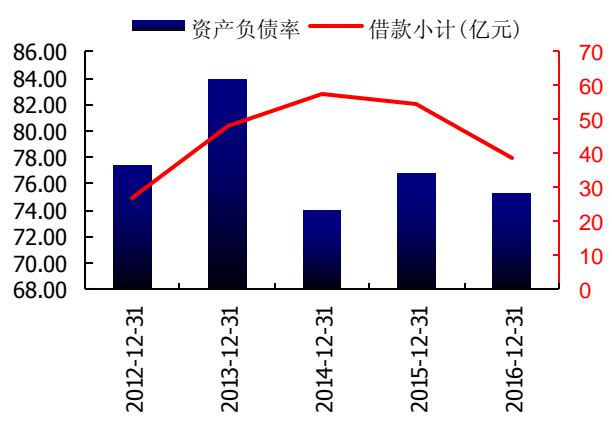
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况

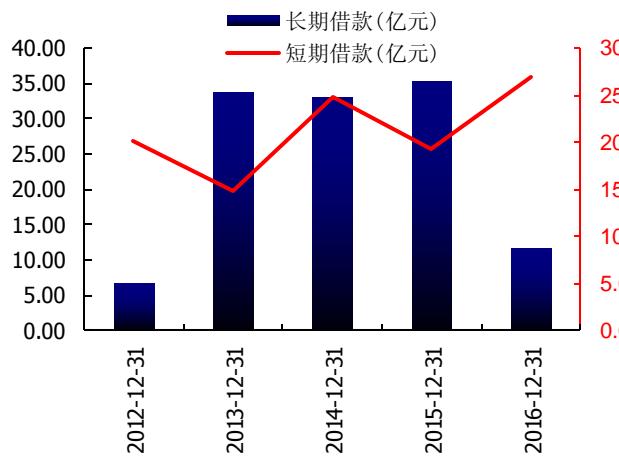


资料来源: 公司公告、东兴证券

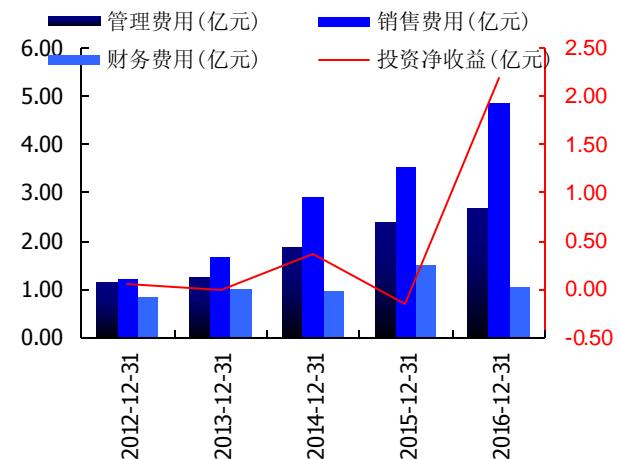
图 8: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告、东兴证券

图 9: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

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

结论：

公司是国内住宅和商业地产的龙头企业，致力于商业地产的专业化销售和经营，形成了长三角、环渤海和海西地区为主的战略布局。随着公司三四线城市去库存效果的显现，以及困扰公司已久的“同业竞争”问题有望彻底解决，预计今后公司会进入较快的扩张期，2016年9月保监会批复同意汇邦人寿保险股份公司筹建，这一系列的利好都将显著提升公司盈利和估值水平。

我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为173亿元、205亿元和234亿元；每股收益分别为0.92元、0.98元和1元，对应PE分别为7.93、7.45和7.27，维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	38529	47530	48360	58188	68125	营业收入	15033	13708	17341	20479	23428
货币资金	6634	8452	9537	11264	12886	营业成本	9573	8795	10730	12908	15102
应收账款	1646	1429	36	42	48	营业税金及附加	1484	1319	1647	1946	2226
其他应收款	2296	3653	4621	5458	6244	营业费用	550	501	624	737	843
预付款项	617	2950	4023	5313	6824	管理费用	652	657	832	983	1125
存货	26244	30404	29398	35365	41375	财务费用	113	60	62	154	194
其他流动资产	1083	733	733	733	733	资产减值损失	75.13	57.36	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	26818	32420	30598	30350	30101	公允价值变动收益	496.00	576.52	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2083	1953	1953	1953	1953	投资净收益	923.54	1083.9	1000.00	1000.00	1000.00
固定资产	565.17	1671.03	1472.60	1274.16	1075.73	营业利润	4006	3980	4394	4702	4888
无形资产	171	503	452	402	352	营业外收入	27.05	42.02	45.00	45.00	45.00
其他非流动资产	1	72	0	0	0	营业外支出	44.45	193.01	200.00	200.00	200.00
资产总计	65348	79950	78958	88538	98226	利润总额	3989	3829	4239	4547	4733
流动负债合计	27880	36958	39058	48648	54672	所得税	1070	1090	1102	1182	1231
短期借款	537	0	20308	27662	31378	净利润	2919	2738	3137	3365	3503
应付账款	8203	9005	8820	10609	12413	少数股东损益	873	620	681	750	825
预收款项	6043	6227	6573	6983	7452	归属母公司净利润	2046	2119	2456	2615	2678
一年内到期的非流	447	2123	0	0	0	EBITDA	4358	4581	4705	5104	5331
非流动负债合计	12812	13176	8078	6011	7511	BPS (元)	1.16	0.79	0.92	0.98	1.00
长期借款	4500	2874	4374	5874	7374	主要财务比率					
应付债券	4964	6465	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	40693	50134	47136	54659	62183	成长能力					
少数股东权益	5194	10011	10692	11442	12266	营业收入增长	18.36%	-8.81%	26.50%	18.10%	14.40%
实收资本(或股本)	1914	2679	2679	2679	2679	营业利润增长	16.19%	-0.66%	10.41%	7.00%	3.97%
资本公积	3761	1806	1806	1806	1806	归属于母公司净利润	8.11%	3.58%	15.89%	6.49%	2.41%
未分配利润	9155	13227	13473	13734	14002	获利能力					
归属母公司股东权	19462	19805	19644	20952	22291	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	65348	79950	77473	87053	96740	净利率(%)	19.42%	19.98%	18.09%	16.43%	14.95%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.13%	2.65%	3.11%	2.95%	2.73%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.51%	10.70%	12.50%	12.48%	12.01%
经营活动现金流	445	1135	-11077	-6617	-3011	偿债能力					
净利润	2919	2738	3137	3365	3503	资产负债率(%)	62%	63%	61%	63%	64%
折旧摊销	238.75	541.05	0.00	248.71	248.71	流动比率	1.38	1.29	1.24	1.20	1.25
财务费用	113	60	62	154	194	速动比率	0.44	0.46	0.49	0.47	0.49
应收账款减少	0	0	1393	-6	-6	营运能力					
预收帐款增加	0	0	347	410	469	总资产周转率	0.24	0.19	0.22	0.25	0.25
投资活动现金流	-1342	1270	1022	950	950	应收账款周转率	11	9	24	527	519
公允价值变动收益	496	577	0	0	0	应付账款周转率	2.12	1.59	1.95	2.11	2.04
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	924	1084	1000	1000	1000	每股收益(最新摊薄)	1.16	0.79	0.92	0.98	1.00
筹资活动现金流	2347	-1119	11141	7393	3683	每股净现金流(最新)	0.76	0.48	0.41	0.64	0.61
应付债券增加	0	0	-6465	0	0	每股净资产(最新摊)	10.17	7.39	7.33	7.82	8.32
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	741	766	0	0	0	P/E	6.27	9.20	7.93	7.45	7.27
资本公积增加	769	-1955	0	0	0	P/B	0.71	0.98	0.99	0.93	0.87
现金净增加额	1449	1287	1086	1726	1622	EV/EBITDA	4.07	4.91	7.36	8.18	8.51

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

中国社会科学院研究生院博士。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，需注明出自为东兴证券研究所，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。