



增长独辟蹊径 共投引领未来

——世茂股份 (600823) 2017 年半年报点评

2017 年 08 月 24 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	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

事件:

公司 8 月 24 日公布 2017 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入人民币 100.93 亿元, 同比增长 54.11%; 实现净利润 23.85 亿元, 同比增长 45%; 归属于母公司的净利润 13.97 亿元, 同比增长 0.46%; 公司 EPS 为每股 0.37 元, 与上年同期持平。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 (百万元)	5013.19	2624.07	3925.23	2425.01	4733.71	2618.59	7474.74
增长率 (%)	15.10%	26.21%	-39.11%	16.74%	-5.57%	-0.21%	90.43%
毛利率 (%)	42.22%	32.19%	31.23%	17.86%	50.91%	34.72%	42.51%
期间费用率 (%)	10.55%	9.66%	8.13%	8.23%	9.43%	10.75%	4.56%
营业利润率 (%)	41.30%	14.27%	48.99%	3.19%	33.90%	20.97%	35.21%
净利润 (百万元)	1500.29	286.97	1357.69	-13.99	1107.69	398.02	1986.74
增长率 (%)	04.52%	-21.79%	30.39%	147.86%	-26.17%	38.70%	46.33%
每股盈利 (季度, 元)	0.57	0.13	0.43	0.01	0.26	0.09	0.31
资产负债率 (%)	58.68%	62.65%	60.30%	60.33%	62.11%	61.91%	59.56%
净资产收益率 (%)	4.56%	1.15%	5.34%	-0.06%	3.54%	1.32%	5.92%
总资产收益率 (%)	1.88%	0.43%	2.12%	-0.02%	1.34%	0.50%	2.40%

观点:

➤ **营业收入和净利润均实现大幅增长。** 2017 年上半年, 公司实现营业收入人民币 100.93 亿元, 同比增长 54.11%; 实现净利润 23.85 亿元, 同比增长 45%; 归属于母公司的净利润 13.97 亿元, 同比增长 0.46%; 扣非后归母净利润为 10.65 亿元, 同比减少 14.39%。

细分各业务来看, 公司实现物业销售收入 94.76 亿元; 实现非物业销售收入 6.17 亿元。对物业销售收入进行拆分可以发现, 营业收入的大幅增长来自于住宅销售, 报告期内, 住宅销售收入 84.56 亿元, 同比增长 80.57%, 这归功于厦门集美项目和南京雨花项目的强势销售。归母净利润同比几乎持平主要归因于少数股东权益超过 200% 的大幅增长。

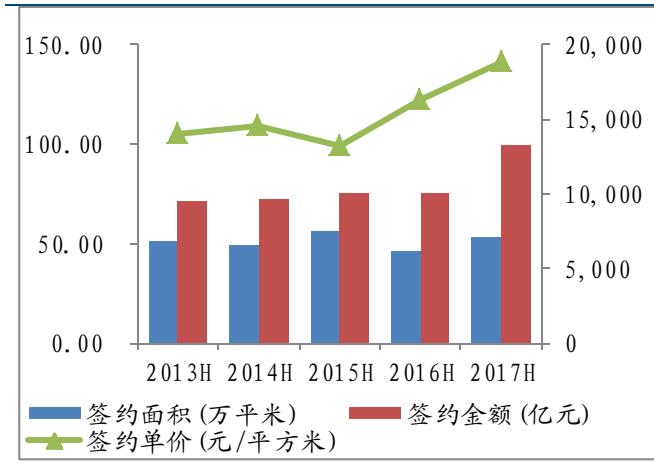
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位: 亿元、百分比)

项目	2017年H	2016年H	同比变动	原因分析
净利润	13.97	13.90	0.46%	少数股东权益大幅增长致净利润基本持平
营业收入	100.93	65.49	54.11%	结转周期影响
资产负债率	59.56%	60.30%	-1.23%	变动比率不大
费用比率	6.16%	8.74%	-29.46%	控费效果显著
加权 ROE	6.82%	5.71%	19.44%	净利润显著增加
总资产	829.46	825.59	0.47%	基本持平
货币资金	120.19	85.53	40.53%	销售回款及发行融资融券
预收账款	38.20	62.27	-38.65%	销售回款大幅减少
一年内到期非流动负债	28.37	21.23	33.63%	发行公司债
经营活动净现金流	40.28	-9.40	528.35%	销售现金流增加以及本期无支付大额土地款
稀释 EPS	0.37	0.37	-	净利润基本持平

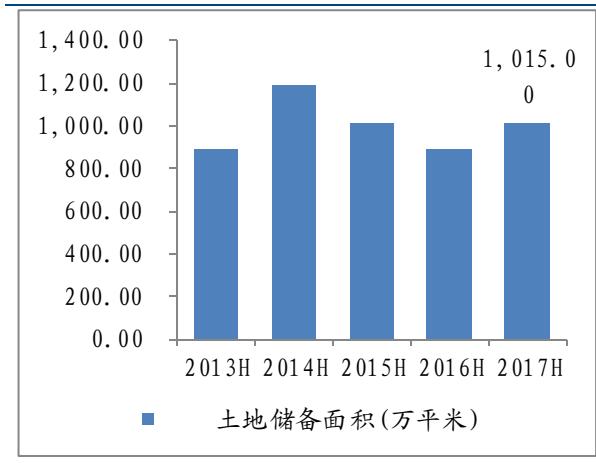
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ 房地产销售高增长, 土地和项目储备充足。2017年上半年, 公司实现合同签约额100亿元, 同比增长33%; 合同签约面积53万平方米, 同比增长15%。签约单价为1.88元/平, 同比增长15%。截至6月末, 公司已实现全年销售目标的59%, 下半年实现全年销售目标压力较小。

报告期内, 公司项目开发有序推进, 新增开工面积104万平方米, 施工面积达到613万平方米, 竣工面积达到21万平方米, 公司持有的经营性物业面积达到116万平方米。截止到6月末, 公司持有土地储备为1015万平方米, 比上年同期末增加123万平米, 为公司未来的营业收入和销售业绩的增长提供有力支撑和保障。

图 1: 公司历年上半年签约面积、签约金额、签约单价


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

➤ 短期融资券获准注册, 资产优质, 信用评级上调。6月6日公司发布公告, 交易商协会决定接受公司短期融资券注册。《接受注册通知书》中明确, 公司本次短期融资券注册金额为人民币40亿元。

(1) 公司于1月6日发行了2017年第一期中期票据, 发行规模人民币13亿元, 最终票面利率为4.5%

(2) 公司于7月12日发行了2017年公司债券第一期, 发行规模分别为人民币25亿元, 期限3年, 最终

票面利率为 4.95%，是今年以来民营房企发行同期限公司债的最低融资成本。

联合评级上调世茂股份的主体长期信用等级为“AAA”。

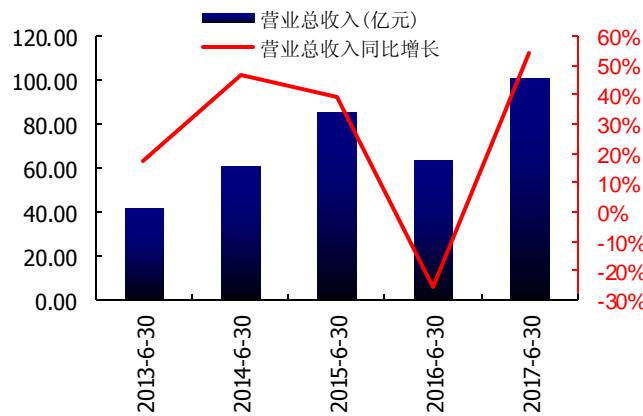
➤ “同业竞争”改弦更张为“共投关系”。6月1日，公司董事会审议通过两大关联交易。

(1) 世茂股份以 4896.77 万元受让世茂房地产全资子公司上海丹青投资管理有限公司 100% 股份，交易完成后，世茂股份将持有世茂房地产南京雨花台项目 51%。公司将与世茂房地产的控股子公司上海择荟以共同投资的方式开发“南京世茂雨花”项目，该项目计划总投资额为 43.45 亿元。对于此次合作，该交易有助于增强公司的盈利能力和市场竞争力，推动公司可持续发展。

(2) 受限于交易需要境外支付，且交易所需外币金额较大，公司不具备相应的外币支付能力，因此放弃前海世茂项目合资方 Grandday International Limited 所持的 49% 股权的购买权益，转由世茂房地产受让上述股权，交易价格为 32 亿元。此次股权转让完成后，公司对于前海世茂的持股比例不发生变化，公司与关联方世茂房地产共同投资前海世茂，使公司与世茂房地产在同业竞争关系外衍生出“共投关系”。

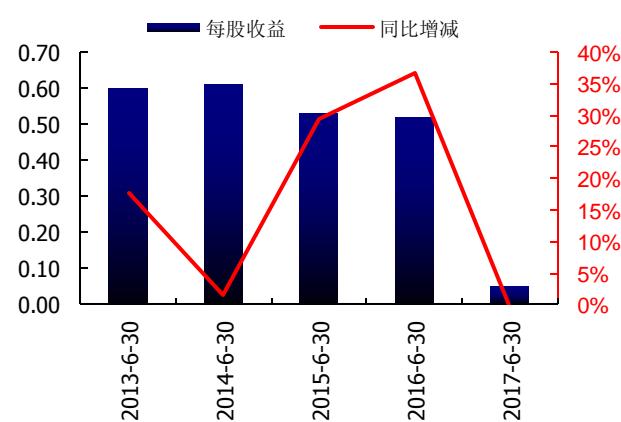
风险提示：销售不及预期、调控政策进一步趋严、宏观经济进一步下行

图 3：营业收入情况

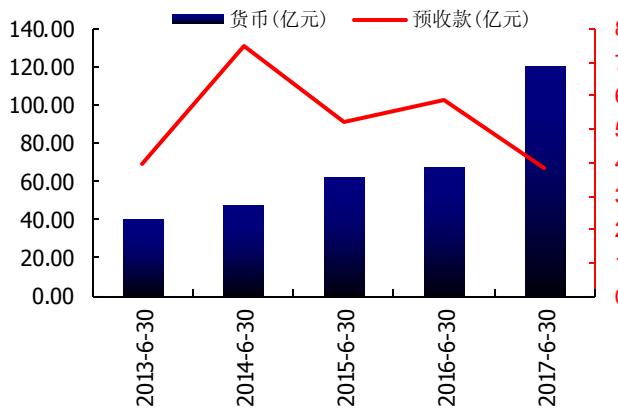


资料来源：公司公告、东兴证券

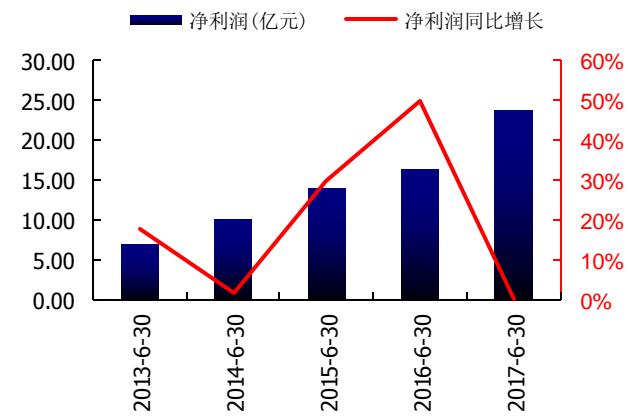
图 4：每股收益情况



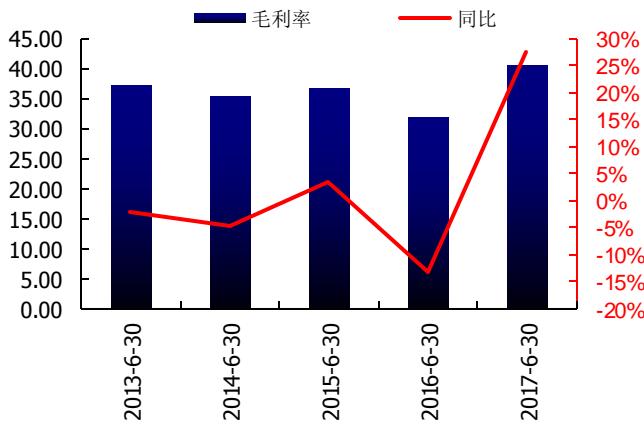
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 货币和预收款情况


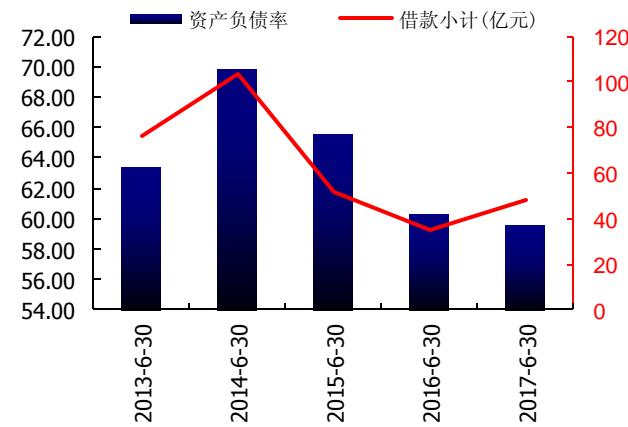
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况


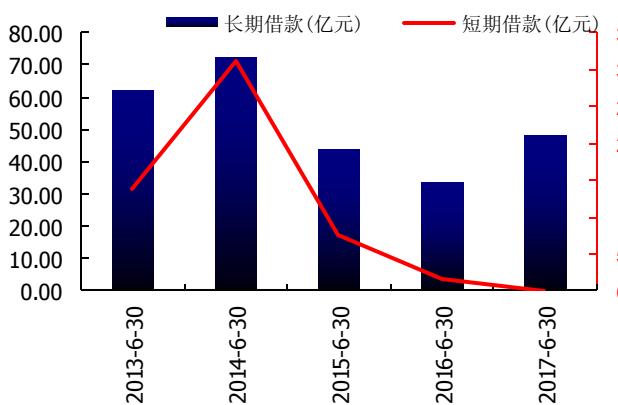
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况


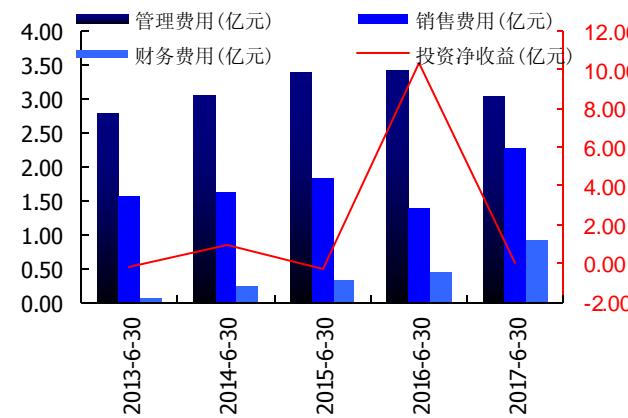
资料来源：公司公告、东兴证券

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:

公司作为国内商业地产的龙头企业，聚焦长三角、环渤海及海西等地区的一、二线城市，经营多处大型商业地产及若干住宅地产项目，资产优质，报告期内信用评级上调为“AAA”。2017年上半年，公司房地产销售实现高增长，同时，充足的土地和项目储备为公司未来的营业收入和销售业绩的增长提供有力支撑和保障。此外，公司与世茂房地产共投关系的建立也有助于增强公司的盈利能力和市场竞争力，推动公司可持续发展。我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为160亿元、181亿元、199亿元，每股收益分别为0.73元、0.77元和0.84元，对应PE分别为7.02、6.61和6.08，维持“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	47367	53294	58664	营业收入	15033	13708	15970	18062	19940
货币资金	6634	8452	11179	12643	13958	营业成本	9573	8795	10221	11560	12762
应收账款	1646	1429	33	37	41	营业税金及附加	1484	1319	1565	1770	1954
其他应收款	2296	3653	4256	4813	5314	营业费用	550	501	287	325	359
预付款项	617	2950	3154	3385	3640	管理费用	652	657	271	307	339
存货	26244	30404	28002	31670	34964	财务费用	113	60	59	132	138
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	600.00	500.00	500.00
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	5116	5418	5839
无形资产	171	503	452	402	352	营业外收入	27.05	42.02	50.00	50.00	50.00
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	77966	83644	88765	利润总额	3989	3829	4966	5268	5689
流动负债合计	27880	36958	37191	43089	44687	所得税	1070	1090	1391	1475	1593
短期借款	537	0	21019	23636	21729	净利润	2919	2738	3576	3793	4096
应付账款	8203	9005	4200	4751	5245	少数股东损益	873	620	850	900	950
预收款项	6043	6227	8622	11331	14322	归属母公司净利润	2046	2119	2726	2893	3146
一年内到期的非流	447	2123	0	0	0	EBITDA	4358	4581	5424	5799	6225
非流动负债合计	12812	13176	7578	5011	6011	BPS (元)	1.16	0.79	0.73	0.77	0.84
长期借款	4500	2874	3874	4874	5874	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	44769	48100	50698	成长能力					
少数股东权益	5194	10011	10861	11761	12711	营业收入增长	18.36%	-8.81%	16.50%	13.10%	10.40%
实收资本(或股本)	1914	2679	3751	3751	3751	营业利润增长	16.19%	-0.66%	28.55%	5.91%	7.75%
资本公积	3761	1806	1806	1806	1806	归属于母公司净利润	8.11%	3.58%	28.64%	6.15%	8.73%
未分配利润	9155	13227	13500	13789	14104	获利能力					
归属母公司股东权	19462	19805	20851	22298	23871	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	65348	79950	76480	82159	87280	净利率(%)	19.42%	19.98%	22.39%	21.00%	20.54%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.13%	2.65%	3.50%	3.46%	3.54%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.51%	10.70%	13.07%	12.98%	13.18%
经营活动现金流	445	1135	-11186	-2024	2483	偿债能力					
净利润	2919	2738	3576	3793	4096	资产负债率(%)	62%	63%	59%	59%	58%
折旧摊销	238.75	541.05	0.00	248.71	248.71	流动比率	1.38	1.29	1.27	1.24	1.31
财务费用	113	60	59	132	138	速动比率	0.44	0.46	0.52	0.50	0.53
应收账款减少	0	0	1396	-4	-4	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2395	2709	2991	总资产周转率	0.24	0.19	0.20	0.23	0.24
投资活动现金流	-1342	1270	1622	1450	1450	应收账款周转率	11	9	22	517	511
公允价值变动收益	496	577	600	500	500	应付账款周转率	2.12	1.59	2.42	4.04	3.99
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	0.73	0.77	0.84
筹资活动现金流	2347	-1119	12292	2039	-2618	每股净现金流(最新)	0.76	0.48	0.73	0.39	0.35
应付债券增加	0	0	-6465	0	0	每股净资产(最新摊)	10.17	7.39	5.56	5.94	6.36
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	估值比率					
普通股增加	741	766	1072	0	0	P/E	4.40	6.46	7.02	6.61	6.08
资本公积增加	769	-1955	0	0	0	P/B	0.50	0.69	0.92	0.86	0.80
现金净增加额	1449	1287	2727	1464	1315	EV/EBITDA	3.12	3.64	6.06	6.04	5.27

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。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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”。

梁小翠

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。