

业绩符合预期，资源变现提速

投资要点

- **业绩总结:** 2018 年上半年，公司实现营业收入 10.3 亿元，同比增长 425%；实现归属于母公司股东的净利润 4.4 亿元，同比增长 40X。
- **业绩释放符合预期，期间费率显著降低。** 受益于商品房结转的大幅增加，上半年公司营业收入同比大增 425%，归母净利润也创公司中期业绩最高水平。但公司预计 2018 年前三季度业绩位于 5-6 亿，同比增速回落至 26.7%-52.0%，三季报可能的业绩增速相比中报有大幅回落，主因公司自去年三季度大量释放业绩所致。中报业绩的看点有：1) 公司销售毛利率达到 65.6%，相比去年同期提升 21.5 个百分点，费率大幅降低叠加其他因素，使得销售净利率高达 43.5%；2) 报告期内公司取得投资收益 0.6 亿，主因威海公司出售，前期委托贷款利息回转所致；3) 报告期三项费率仅 4.2%，相比去年同期下降 17.2 个百分点。
- **销售明显提速，资产价值清晰。** 公司上半年实现销售面积 11.8 万方，同比增长 46.9% (2017 年全年为 18.2 万方)，主要是翠湖苑、水缘金座、蓝湾半岛等项目贡献。截至上半年末，公司可售建面 32.2 万方，对应货值约 50 亿。公司自 2017 年开始退出医疗及异地项目，专注珠海地产项目的开发变现。截止上半年末，公司拥有土地储备 196 万方及在建项目 83 万方，全部位于珠海斗门。我们估算公司 NAV158 亿，存货资产价值清晰。
- **不新增拿地，财务安全性高。** 由于公司收缩战略不再扩张，公司负债结构及现金流情况显著改善。报告期末，公司资产负债率为 64.9%，较去年同期下降 16 个百分点；公司持有现金 18.6 亿，高于有息负债 17.6 亿 (全部为中长期银行贷款融资，融资成本 5.7%-5.9%)，公司短期负债几乎可以忽略，现金流充裕。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.65 元、2.22 元、2.89 元，未来三年归母净利润将保持 37% 的复合增长率。考虑到公司战略收缩，持续经营存在较大不确定性，我们给予公司 2018 年 7.5 倍估值，对应目标价 12.45 元，下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 销售或分红不及预期、结转或较为缓慢等风险。

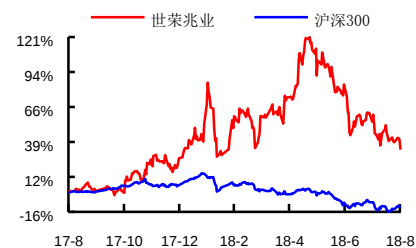
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3105.25	4199.24	5599.09	7179.86
增长率	116.70%	35.23%	33.34%	28.23%
归属母公司净利润 (百万元)	912.98	1338.49	1797.14	2342.10
增长率	875.09%	46.61%	34.27%	30.32%
每股收益 EPS (元)	1.13	1.65	2.22	2.89
净资产收益率 ROE	36.69%	36.73%	34.74%	32.74%
PE	10	7	5	4
PB	3.55	2.43	1.71	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
 执业证号: S1250517060001
 电话: 0755-23900571
 邮箱: hhr@swsc.com.cn
 联系人: 杨雨蕾
 邮箱: yangyul@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.09
流通 A 股(亿股)	6.87
52 周内股价区间(元)	8.37-18.12
总市值(亿元)	88.19
总资产(亿元)	66.52
每股净资产(元)	2.89

相关研究

1. 世荣兆业 (002016): 资源优势凸显、分红明显提升 (2018-04-01)
2. 世荣兆业 (002016): 业绩大幅增长，价值亟待重估 (2017-10-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3105.25	4199.24	5599.09	7179.86	净利润	910.61	1335.01	1792.46	2336.01
营业成本	1336.33	1715.69	2255.47	2832.36	折旧与摊销	13.04	17.17	25.25	33.80
营业税金及附加	379.03	512.56	683.43	876.38	财务费用	-18.46	0.00	5.60	8.62
销售费用	22.51	125.98	167.97	215.40	资产减值损失	9.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.25	95.00	126.67	162.43	经营营运资本变动	-841.96	1718.51	475.97	345.73
财务费用	-18.46	0.00	5.60	8.62	其他	-42.17	-30.00	-30.00	-30.00
资产减值损失	9.33	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	30.38	3040.69	2269.28	2694.16
投资收益	-55.06	30.00	30.00	30.00	资本支出	-30.96	-130.00	-120.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-253.27	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-284.23	-100.00	-90.00	-100.00
营业利润	1252.34	1780.02	2389.95	3114.68	短期借款	-50.00	2000.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-19.96	0.00	0.00	0.00	长期借款	1259.00	-2000.00	1000.00	1000.00
利润总额	1232.38	1780.02	2389.95	3114.68	股权融资	80.15	0.00	0.00	0.00
所得税	321.77	445.00	597.49	778.67	支付股利	-307.46	-182.60	-267.70	-359.43
净利润	910.61	1335.01	1792.46	2336.01	其他	-946.21	0.00	-5.60	-8.62
少数股东损益	-2.37	-3.48	-4.67	-6.09	筹资活动现金流净额	35.49	-182.60	726.70	631.96
归属母公司股东净利润	912.98	1338.49	1797.14	2342.10	现金流量净额	-218.36	2758.09	2905.98	3226.11
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1521.72	4279.81	7185.79	10411.90	成长能力				
应收和预付款项	222.53	368.02	486.45	615.86	销售收入增长率	116.70%	35.23%	33.34%	28.23%
存货	3876.09	4281.74	5180.11	6223.71	营业利润增长率	614.03%	42.14%	34.27%	30.32%
其他流动资产	809.14	1094.21	1458.97	1870.88	净利润增长率	938.87%	46.61%	34.27%	30.32%
长期股权投资	153.42	153.42	153.42	153.42	EBITDA 增长率	527.43%	44.13%	34.70%	30.42%
投资性房地产	116.61	116.61	116.61	116.61	获利能力				
固定资产和在建工程	270.36	357.74	420.84	480.14	毛利率	56.97%	59.14%	59.72%	60.55%
无形资产和开发支出	15.09	41.13	73.37	110.86	三费率	2.39%	5.26%	5.36%	5.38%
其他非流动资产	135.19	134.61	134.02	133.43	净利率	29.32%	31.79%	32.01%	32.54%
资产总计	7120.16	10827.28	15209.58	20116.82	ROE	36.69%	36.73%	34.74%	32.74%
短期借款	0.00	2000.00	2000.00	2000.00	ROA	12.79%	12.33%	11.79%	11.61%
应付和预收款项	2905.78	5333.06	7009.26	8746.13	ROIC	56.49%	96.57%	349.41%	672.26%
长期借款	1259.00	-741.00	259.00	1259.00	EBITDA/销售收入	40.16%	42.80%	43.24%	43.97%
其他负债	473.60	601.03	782.36	976.15	营运能力				
负债合计	4638.38	7193.09	10050.62	12981.28	总资产周转率	0.43	0.47	0.43	0.41
股本	809.10	809.10	809.10	809.10	固定资产周转率	20.54	19.53	19.29	20.43
资本公积	131.72	131.72	131.72	131.72	应收账款周转率	352.29	82.23	51.95	51.08
留存收益	1534.72	2690.62	4220.06	6202.73	存货周转率	0.34	0.42	0.48	0.50
归属母公司股东权益	2475.53	3631.43	5160.87	7143.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	54.90%	—	—	—
少数股东权益	6.24	2.76	-1.91	-8.00	资本结构				
股东权益合计	2481.78	3634.19	5158.96	7135.54	资产负债率	65.14%	66.43%	66.08%	64.53%
负债和股东权益合计	7120.16	10827.28	15209.58	20116.82	带息债务/总负债	27.14%	17.50%	22.48%	25.11%
					流动比率	1.92	1.27	1.47	1.63
					速动比率	0.76	0.73	0.93	1.10
					股利支付率	33.68%	13.64%	14.90%	15.35%
					每股指标				
					每股收益	1.13	1.65	2.22	2.89
					每股净资产	3.07	4.49	6.38	8.82
					每股经营现金	0.04	3.76	2.80	3.33
					每股股利	0.38	0.23	0.33	0.44
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1246.92	1797.19	2420.80	3157.09					
PE	9.66	6.59	4.91	3.77					
PB	3.55	2.43	1.71	1.24					
PS	2.84	2.10	1.58	1.23					
EV/EBITDA	6.49	2.97	1.41	0.38					
股息率	3.49%	2.07%	3.04%	4.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn