

世茂集团 (00813.HK) 世茂服务分拆上市点评

## 世茂服务联交所交表，长线资本认可价值

**强推 (维持)**

目标价: 39.45 港元

当前价: 33.10 港元

### 事件:

- 6月29日, 公司公告世茂服务向联交所递交上市申请, 以申请世茂服务股份于联交所主板上市及获准买卖。

### 点评:

#### 世茂服务联交所交表, 引入战投红杉和腾讯, 世茂服务估值可观

6月29日, 公司公告世茂服务向联交所递交上市申请, 以申请世茂服务股份于联交所主板上市及获准买卖。目前世茂服务由世茂集团间接持有90%权益, 后续按照计划分拆上市完成后, 世茂集团将拥有世茂服务不少于50%的权益。公司认为分拆物业管理服务业务的优势在于: 变现物管业务投资价值; 为未来扩张规模提供资金; 提升营运及财务管理效率; 与红杉资本、腾讯等战投获得协同效应。后续世茂集团的纯商业物业仍由子公司世茂股份管理(2007年同业竞争协议前存在历史原因的除外), 但第三方拓展商业物业可由世茂服务管理。此外, 公司2019年年报显示, 世茂集团物业管理及其他收入27.0亿元, 同比+68.1%; 世茂服务2019年排名行业17, 签约面积超1亿平。

#### 美国 Capital 集团增持至5%, 显示国际长线资本认可公司价值

4月23日, 公司公告按照每股29.73港元配售7,820万股给美国 Capital Group, 占比配售总股本的2.21%。之后, Capital 集团在公开市场陆续增持, 据联交所公告显示, 至6月10日, Capital 集团已增持至17,782万股, 占比总股本达5.02%。Capital Group 成立于1930年, 是全球最大的资管公司之一, AUM1.8万亿美元; 3月以1.24亿港元增持龙湖集团约350万股, 持股比例由4.96%升至5.02%; 6月7日, 旭辉控股配售约1.85亿股新股(占比2.28%), 价格为每股6.28港元; 据乐居财经报道其中约1.77亿股配售至美国 Capital 集团。我们认为公司正逐步获得长期资本青睐, Capital 集团持续增持也显示国外资金对于国内优质房企的认可。

#### 20E 销售额 3,000 亿、同比+15%, 19 年拿地领跑行业, 收并购发力

2019年公司销售金额2,601亿元, 同比+47.6%, 居Top20房企增速第二; 2020年销售目标3,000亿元, 同比+15%; 5M2020销售额803亿元, 同比+12%; 考虑到今年新拿地年底推盘以及福晟资产包贡献后, 今年销售表现或将更加积极。2019年公司拿地积极, 全年拿地3,092万方, 权益比例58%, 拿地面积/销售面积211%; 拿地金额1,557亿元, 拿地/销售金额比达60%, 拿地额中一二线占比61%、收并购占比65%; 拿地均价5,035元/平, 拿地/销售均价比28%, 同比-2.6pct。

#### 投资建议: 世茂服务联交所交表, 长线资本认可价值, 重申“强推”评级

世茂房地产海西起家、全国扩张, 三十年稳健前行, 2019年初许世坛接任总裁后发起一系列变革, 以海峡区域为代表的积极进取型“新世茂”与稳健发展的“老世茂”文化互相促进, 推动公司重回高增长通道; 并且公司2018年至今拿地领跑行业、收并购发力、土储质优量足。此外, 预计世茂物业上市在即, 估值可观。我们维持公司2020-22年每股收益预测为3.81、4.59和5.58元, 目前2020PE7.8倍, 我们维持目标价39.45港元、相当于2020PE为9.3倍, 重申“强推”评级。

#### 风险提示: 新冠肺炎疫情超预期、房地产调控政策超预期收紧

### 主要财务指标

|           | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万)  | 111,517 | 136,524 | 164,928 | 198,277 |
| 同比增速(%)   | 30.4    | 22.4    | 20.8    | 20.2    |
| 归母净利润(百万) | 10,898  | 13,475  | 16,240  | 19,727  |
| 同比增速(%)   | 23.3    | 23.6    | 20.5    | 21.5    |
| 每股盈利(元)   | 3.30    | 3.81    | 4.59    | 5.58    |
| 市盈率(倍)    | 9.0     | 7.8     | 6.5     | 5.3     |
| 市净率(倍)    | 0.9     | 0.7     | 0.6     | 0.5     |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年06月29日收盘价

### 华创证券研究所

#### 证券分析师: 袁豪

电话: 021-20572536

邮箱: yuanhao@hcyjs.com

执业编号: S0360516120001

#### 证券分析师: 曹曼

电话: 021-20572593

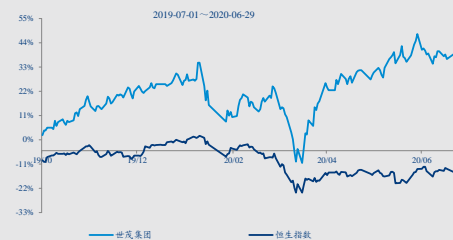
邮箱: caoman@hcyjs.com

执业编号: S0360519070001

### 公司基本数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(万股)     | 353,770    |
| 已上市流通股(万股)  | 353,770    |
| 总市值(亿港元)    | 1,171      |
| 流通市值(亿港元)   | 1,171      |
| 资产负债率(%)    | 75.2       |
| 每股净资产(元)    | 18.7       |
| 12个月内最高/最低价 | 35.2/19.36 |

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《世茂房地产深度报告: 三十而立再出发, 积极变革铸辉煌》

2020-03-19

《世茂房地产2019年年报点评: 积极变革, 锐意进取》

2020-03-31

《世茂房地产定增点评: 定增引入战投 Capital, 长线资本认可价值》

2020-04-23

《世茂房地产世茂服务引入战投点评: 红杉、腾讯参股世茂服务, 物管价值再受认可》

2020-05-15

《世茂房地产 Capital 集团增特点评: Capital 集团增持至5%, 长线资本认可价值》

2020-06-16

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金           | 52,357         | 64,098         | 77,434         | 93,091         |
| 应收账款           | 59,772         | 73,176         | 88,400         | 106,275        |
| 存货             | 234,468        | 245,743        | 280,377        | 327,157        |
| 其他流动资产         | 7,329          | 6,309          | 7,695          | 9,320          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>353,926</b> | <b>389,326</b> | <b>453,906</b> | <b>535,842</b> |
| 长期股权投资         | 24,167         | 24,167         | 24,167         | 24,167         |
| 固定资产           | 15,923         | 15,923         | 15,923         | 15,923         |
| 无形资产           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 投资性房地产         | 56,063         | 85,198         | 129,474        | 196,759        |
| 其他非流动资产        | 21,375         | 23,364         | 25,718         | 19,360         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>117,528</b> | <b>148,652</b> | <b>195,281</b> | <b>256,210</b> |
| <b>资产合计</b>    | <b>471,454</b> | <b>537,978</b> | <b>649,188</b> | <b>792,052</b> |
| 短期借款           | 36,782         | 51,007         | 67,335         | 99,177         |
| 应付账款           | 68,618         | 85,006         | 103,870        | 125,977        |
| 预收款项           | 74,652         | 81,914         | 107,203        | 128,880        |
| 其他流动负债         | 77,298         | 84,935         | 103,783        | 125,872        |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>257,350</b> | <b>302,862</b> | <b>382,191</b> | <b>479,906</b> |
| 长期借款           | 89,773         | 89,773         | 89,773         | 89,773         |
| 其他非流动负债        | 7,626          | 9,447          | 11,544         | 14,001         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>97,399</b>  | <b>99,221</b>  | <b>101,317</b> | <b>103,774</b> |
| <b>负债合计</b>    | <b>354,750</b> | <b>402,083</b> | <b>483,509</b> | <b>583,680</b> |
| 归属母公司所有者权益     | 66,255         | 81,372         | 106,248        | 142,977        |
| 少数股东权益         | 50,449         | 54,523         | 59,432         | 65,395         |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>116,704</b> | <b>135,895</b> | <b>165,679</b> | <b>208,372</b> |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>471,454</b> | <b>537,978</b> | <b>649,188</b> | <b>792,052</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元               | 2019            | 2020E         | 2021E           | 2022E           |
|----------------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 净利润                  | 10,898          | 13,475        | 16,240          | 19,727          |
| 折旧与摊销                | 0               | 511           | 486             | 9,691           |
| 营运资本变动               | (27,466)        | (8,292)       | (30,994)        | (42,547)        |
| 其他经营活动现金流            | (2,147)         | (3,612)       | (5,592)         | (8,510)         |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>(18,716)</b> | <b>2,082</b>  | <b>(19,860)</b> | <b>(21,638)</b> |
| 资本性支出                | 0               | 0             | 0               | 0               |
| 其他投资活动现金流            | 637             | 469           | 428             | 423             |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>637</b>      | <b>469</b>    | <b>428</b>      | <b>423</b>      |
| 债务增加                 | 50,649          | 34,952        | 57,115          | 71,682          |
| 股权融资                 | 0               | 0             | 0               | 0               |
| 支付股利                 | 4,350           | 5,378         | 6,482           | 7,874           |
| 其他筹资活动现金流            | 0               | 0             | 0               | 0               |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>25,371</b>   | <b>10,210</b> | <b>31,382</b>   | <b>35,248</b>   |
| <b>现金及等价物净增额</b>     | <b>8,669</b>    | <b>11,741</b> | <b>13,336</b>   | <b>15,657</b>   |
| <b>现金及现金等价物期末余额</b>  | <b>52,357</b>   | <b>64,098</b> | <b>77,434</b>   | <b>93,091</b>   |

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

| 单位：百万元       | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>111,517</b> | <b>136,524</b> | <b>164,928</b> | <b>198,277</b> |
| 营业成本         | 77,386         | 95,868         | 117,143        | 142,075        |
| 销售费用         | 2,825          | 3,458          | 4,178          | 5,023          |
| 管理费用         | 4,381          | 5,364          | 6,479          | 7,790          |
| 财务费用         | 1,209          | 1,169          | 1,275          | 1,441          |
| 公允价值变动损益     | 2,335          | 3,549          | 5,393          | 8,196          |
| 投资收益         | 97             | 102            | 107            | 112            |
| <b>营业利润</b>  | <b>28,664</b>  | <b>35,446</b>  | <b>42,720</b>  | <b>51,900</b>  |
| 营业外收支        | 352            | 430            | 520            | 625            |
| <b>利润总额</b>  | <b>29,015</b>  | <b>35,877</b>  | <b>43,240</b>  | <b>52,525</b>  |
| 所得税          | 12,635         | 15,623         | 18,830         | 22,873         |
| <b>净利润</b>   | <b>16,380</b>  | <b>20,254</b>  | <b>24,410</b>  | <b>29,652</b>  |
| 少数股东损益       | 5,482          | 6,779          | 8,170          | 9,924          |
| <b>归母净利润</b> | <b>10,898</b>  | <b>13,475</b>  | <b>16,240</b>  | <b>19,727</b>  |
| NOPLAT       | 13,881         | 16,211         | 18,298         | 20,517         |
| EPS(摊薄)(元)   | 3.30           | 3.81           | 4.59           | 5.58           |

**主要财务比率**

|             | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b> |      |       |       |       |
| 营业收入增长率     | 30%  | 22%   | 21%   | 20%   |
| EBIT 增长率    | 26%  | 20%   | 17%   | 17%   |
| 归母净利润增长率    | 23%  | 24%   | 21%   | 21%   |
| <b>获利能力</b> |      |       |       |       |
| 毛利率         | 31%  | 30%   | 29%   | 28%   |
| 净利率         | 10%  | 10%   | 10%   | 10%   |
| ROE         | 16%  | 17%   | 15%   | 14%   |
| <b>偿债能力</b> |      |       |       |       |
| 资产负债率       | 75%  | 75%   | 74%   | 74%   |
| 债务权益比       | 304% | 296%  | 292%  | 280%  |
| 流动比率        | 138% | 129%  | 119%  | 112%  |
| 速动比率        | 46%  | 47%   | 45%   | 43%   |
| <b>营运能力</b> |      |       |       |       |
| 总资产周转率      | 0.26 | 0.27  | 0.28  | 0.28  |
| 应收帐款周转天数    | 15.2 | 15.2  | 15.3  | 15.4  |
| 存货周转天数      | 994  | 902   | 808   | 770   |
| <b>每股指标</b> |      |       |       |       |
| 每股净资产       | 34.2 | 39.8  | 48.5  | 61.0  |
| 每股收益        | 3.30 | 3.81  | 4.59  | 5.58  |
| <b>估值比率</b> |      |       |       |       |
| P/E         | 9.0  | 7.8   | 6.5   | 5.3   |
| P/B         | 0.9  | 0.7   | 0.6   | 0.5   |
| EV/EBITDA   | 11.4 | 10.5  | 10.8  | 9.3   |

## 房地产组团队介绍

### 组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018年金牛奖评选房地产行业第一名；2019年金麒麟评选房地产行业第二名；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

### 研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

### 分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

### 研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名   | 职务            | 办公电话                | 企业邮箱                  |
|---------|------|---------------|---------------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁  | 北京机构销售总监      | 010-66500809        | zhangyujie@hcyjs.com  |
|         | 杜博雅  | 高级销售经理        | 010-66500827        | duboya@hcyjs.com      |
|         | 张菲菲  | 高级销售经理        | 010-66500817        | zhangfeifei@hcyjs.com |
|         | 侯春钰  | 销售经理          | 010-63214670        | houchunyu@hcyjs.com   |
|         | 侯斌   | 销售经理          | 010-63214683        | houbin@hcyjs.com      |
|         | 过云龙  | 销售经理          | 010-63214683        | guoyunlong@hcyjs.com  |
|         | 刘懿   | 销售经理          | 010-66500867        | liuyi@hcyjs.com       |
|         | 达娜   | 销售助理          | 010-63214683        | dana@hcyjs.com        |
| 广深机构销售部 | 张娟   | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570       | zhangjuan@hcyjs.com   |
|         | 汪丽燕  | 高级销售经理        | 0755-83715428       | wangliyan@hcyjs.com   |
|         | 段佳音  | 高级销售经理        | 0755-82756805       | duanjiayin@hcyjs.com  |
|         | 朱研   | 销售经理          | 0755-83024576       | zhuyan@hcyjs.com      |
|         | 包青青  | 销售助理          | 0755-82756805       | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露   | 华东区域销售总监      | 021-20572588        | shilu@hcyjs.com       |
|         | 潘亚琪  | 高级销售经理        | 021-20572559        | panyaqi@hcyjs.com     |
|         | 张佳妮  | 高级销售经理        | 021-20572585        | zhangjiani@hcyjs.com  |
|         | 何逸云  | 销售经理          | 021-20572591        | heyiyun@hcyjs.com     |
|         | 柯任   | 销售经理          | 021-20572590        | keren@hcyjs.com       |
|         | 蒋瑜   | 销售经理          | 021-20572509        | jiangyu@hcyjs.com     |
|         | 沈颖   | 销售经理          | 021-20572581        | shenyings@hcyjs.com   |
|         | 吴俊   | 销售经理          | 021-20572506        | wujun1@hcyjs.com      |
|         | 董昕竹  | 销售经理          | 021-20572582        | dongxinzhu@hcyjs.com  |
|         | 汪子阳  | 销售经理          | 021-20572559        | wangziyang@hcyjs.com  |
| 施嘉玮     | 销售经理 | 021-20572548  | shijiawei@hcyjs.com |                       |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部                               | 广深分部                                      | 上海分部                              |
|------------------------------------|---|-----------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号<br>中银大厦 3402 室 |
| 邮编: 100033                         | 邮编: 518034                                | 邮编: 200120                        |
| 传真: 010-66500801                   | 传真: 0755-82027731                         | 传真: 021-50581170                  |
| 会议室: 010-66500900                  | 会议室: 0755-82828562                        | 会议室: 021-20572500                 |