

投资评级 优于大市 维持

销售重归前十，土储丰厚发展可期

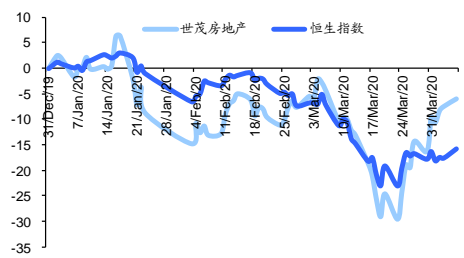
股票数据

04月03日收盘价(港元)	27.95
52周股价波动(港元)	18.06/32.10
总股本/流通股(亿股)	34.59/34.59
总市值/流通市值(亿港元)	966.93/966.93

相关研究

《世茂房地产半年报_归母净利润稳健增长，净负债率控制良好》2019.09.20

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.56	5.97	-4.38
相对涨幅 (%)	7.61	19.59	11.48

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

分析师: 谢盐

Tel: (021) 23219436

Email: xiey@htsec.com

证书: S0850511010019

投资要点:

- 事件。**公司公布《截止 2019 年年底的业绩》公告。报告期内，公司实现主营业务收入 1115.2 亿元，同比增加 30.4%；同期，公司归属于母公司所有的净利润 108.98 亿元，同比增加 23.35%。同时，公司董事会宣派截至 2019 年 12 月 31 日末期股息每股 85 港仙，连同中期股息每股 60 港仙，全年股息每股 1.45 港元，同比上升 20.8%。
- 2019 年，公司 94.4% 的收入来自物业销售，5.6% 的收入来自酒店经营、商业运营、物业管理收入及其他业务。2019 年年内公司物业销售收入为人民币 1,052.9 亿元，同比增加 30.1%。**根据公司公布《截止 2019 年年底的业绩》公告，物业销售方面，**2019 年公司合约销售额达人民币 2600.7 亿元（同比大幅上升 47.6%），完成全年销售目标的 124%。****展望 2020 年，公司将推出约 1,992 万平方米的可售面积，连同截至 2019 年 12 月 31 日止约 824 万平方米的可售面积，公司于 2020 年可出售总面积约为 2816 万平方米。**2019 年年内，公司增加土地储备 3092 万平方米（权益前，新增土地储备可售货值约人民币 5000 亿元），其中从金额来看收购占比约 65%，土地获取方式灵活多样。截至 2019 年 12 月 31 日，公司的土地储备约为 7679 万平方米（权益前）。
- 物业管理业务方面，截至 2019 年 12 月 31 日，已签约面积逾 1 亿平方米。酒店经营方面，截至 2019 年末，已开业的自持酒店有 22 家，拥有客房数量近 7200 间。2019 年公司旗下自持酒店合计完成收入人民币 21.0 亿元，同比增加 9.9%。商娱业务方面，世茂首次发布“4+2+M”多元业态组合：包括 4 大商业业务、2 大主题娱乐以及“Mix & More”的其他新增业务。**
- 公司于 2019 年 12 月 31 日的净负债率为 59.7%。穆迪将公司的信用评级升至 Ba1。2019 年公司融资成本进一步降低至 5.6%。**
- 投资建议。**销售较快增长的地产龙头，“优于大市”评级。公司重点布局经济发展水平较高及需求旺盛的一二线及强三四线城市。公司优质资源储备充足，总货值逾人民币 13000 亿元，带来较强的抗风险及强溢价能力。截至 2019 年底，公司已进驻全国 120 个城市，旗下拥有 349 个项目，共 7679 万平方米（权益前）的优质土地。预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 3.90 元、4.80 元。考虑到公司是销售较快增长的地产龙头，因此我们给予公司 2020 年 6.5-8.0 倍动态 PE，对应的未来 6 个月合理价值区间为 27.64-34.01 港元（25.35-31.20 元人民币，4 月 3 日港币汇率为 0.91725 人民币/港元），给予“优于大市”评级。**风险提示：**公司面临政策调控以及销售不及预期的风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85512.70	111516.98	141790.41	180708.79	229899.13
(+/-)YoY(%)	21.42%	30.41%	27.15%	27.45%	27.22%
净利润(百万元)	8834.79	10897.60	13488.14	16614.16	20554.24
(+/-)YoY(%)	12.68%	23.35%	23.77%	23.18%	23.72%
全面摊薄 EPS(元)	2.55	3.15	3.90	4.80	5.94
毛利率(%)	31.51%	30.61%	30.41%	30.20%	29.75%
净资产收益率(%)	14.92%	16.45%	16.05%	16.51%	16.96%

资料来源: Wind、海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润。以上财务数据来自 Wind 标准化报表。公司 2018-2022 年 EPS 按照最新总股本计算。

事件:

公司公布《截止 2019 年年底的业绩》公告。报告期内，公司实现主营业务收入 1115.2 亿元，同比增加 30.4%；同期，公司归属于母公司所有的净利润 108.98 亿元，同比增加 23.35%。同时，公司董事会宣派截至 2019 年 12 月 31 日末期股息每股 85 港仙，连同中期股息每股 60 港仙，全年股息每股 1.45 港元，同比上升 20.8%。

点评:

2019 年，公司 94.4% 的收入来自物业销售，5.6% 的收入来自酒店经营、商业运营、物业管理收入及其他业务。2019 年年内公司物业销售收入为人民币 1052.9 亿元，同比增加 30.1%，即公司出售物业收入增加，推动公司主营业务收入同比增长 30.4%，归属于母公司所有的净利润 108.98 亿元，同比增加 23.35%。

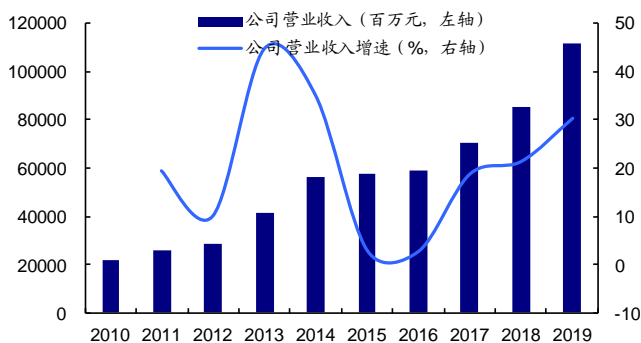
表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2018	2019	Pct	海通分析
毛利率	31.51	30.61	-0.91	本期公司业务毛利率下降
净利率	10.33	9.77	-0.56	
资产负债率	72.12	75.25	3.13	
净负债率	59.40	59.70	0.30	
营业开支占收入比	6.99	6.76	-0.22	本期公司营业开支占比下降
ROE	14.92	16.45	1.53	

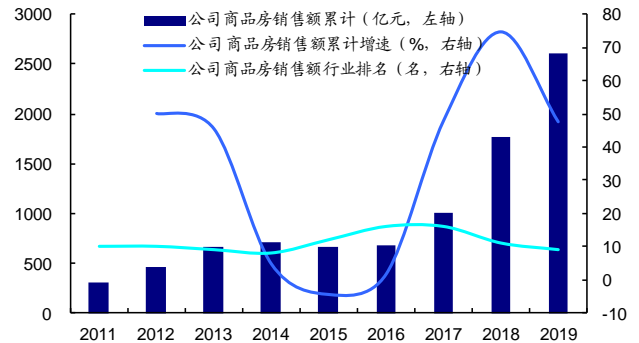
(百万元)	2018	2019	YOY%	海通分析
总资产	377596.85	471454.07	24.86	本期公司资产增加
净资产	59234.21	66254.88	11.85	
现金及现金等价物	43688.30	52357.25	19.84	
合同负债	47173.44	74652.39	58.25	
短期借贷及长期借贷当期到期部分	31306.47	36781.95	17.49	

注：以上财务数据来自 Wind 标准化报表。
 资料来源：Wind、海通证券研究所

物业销售方面，2019 年公司合约销售额达人民币 2600.7 亿元（同比大幅上升 47.6%），完成全年销售目标的 124%。累计销售面积达 1465.6 万平方米（同比大幅增加 37.1%），平均销售价格为每平方米人民币 17744 元，稳步上扬。**展望 2020 年，公司将推出约 1992 万平方米的可售面积，连同截至 2019 年 12 月 31 日止约 824 万平方米的可售面积，公司于 2020 年可出售总面积约为 2816 万平方米。**

图1 近年来公司营业收入保持较快增长


资料来源：Wind、海通证券研究所

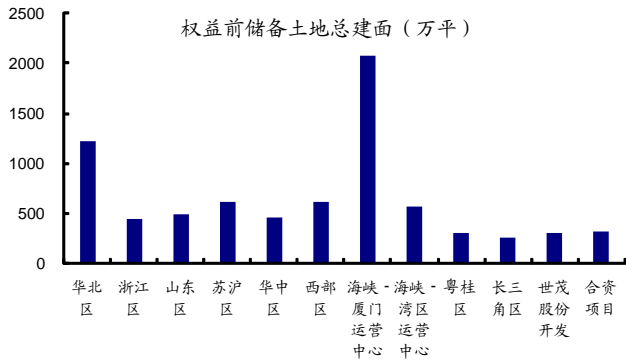
图2 近年来公司销售额持续上升、行业排名重回前十


资料来源：Wind、海通证券研究所

物业开发方面，2019 年公司在建面积达 4279 万平方米，竣工的总楼面面积约为 951 万平方米，较去年的 892 万平方米上升 6.5%。**展望 2020 年，公司计划在建面积约 5500 万平方米，竣工总楼面面积约 1150 万平方米，保持有质量的持续增长态势。**2019 年年内，公司增加土地储备 3092 万平方米（权益前，新增土地储备可售货值约人民币 5000 亿元），其中

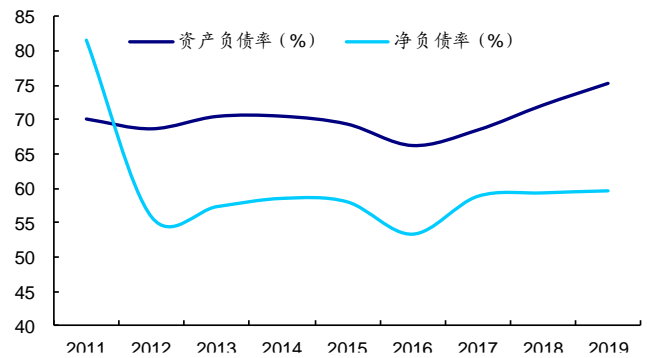
从金额来看收购占比约 65%，土地获取方式灵活多样。截至 2019 年 12 月 31 日，公司的土地储备约为 7679 万平方米(权益前)。优质土地资源及相对低廉的土地成本，成为世茂房地产在全国重要市场未来数年业绩的持续支撑。

图3 公司权益前储备土地建面分布情况



资料来源：公司《世茂房地产 2019 年业绩公布》公告、海通证券研究所

图4 近年来公司净负债率保持在 60%以内



资料来源：Wind、海通证券研究所

物业管理业务方面，物业服务品牌正式焕新升级为世茂服务，世茂服务积极开拓第三方业务，截至 2019 年 12 月 31 日，已签约面积逾 1 亿平方米。酒店经营方面，截至 2019 年末，世茂酒店已布局国内一、二线城市及热门旅游目的地，已开业的自持酒店有 22 家，拥有客房数量近 7200 间。2019 年公司旗下自持酒店合计完成收入人民币 21.0 亿元，同比增加 9.9%，EBITDA 为人民币 6.34 亿元，同比增加 7.7%。商娱业务方面，世茂首次发布“4+2+M”多元业态组合：包括 4 大商业业务、2 大主题娱乐以及“Mix & More”的其他新增业务。

公司全年实现回款人民币 1950 亿元。公司于 2019 年 12 月 31 日的净负债率为 59.7%。公司资金充裕，账面现金约为人民币 596.23 亿元，未动用银行及其他金融机构融资额度约为人民币 500.00 亿元。穆迪将公司的信用评级升至 Ba1。2019 年公司融资成本进一步降低至 5.6%。

利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2018	2019	YOY%	海通分析
一、主营业务收入	85512.70	111516.98	30.41	本期公司出售物业收入增加
二、营业成本	58563.63	77386.43	32.14	本期公司业务成本增幅高于主营业务收入
毛利	26949.08	34130.55	26.65	
其他收入-净额	34.11	351.64	930.81	
营业开支	5973.44	7543.63	26.29	
其中: 销售费用	2023.44	2824.87	39.61	本期公司销售费用上升
管理费用	3429.51	4381.12	27.75	
研发费用	0.00	0.00	—	
其他费用	520.49	337.64	-35.13	
三、营业利润	21009.75	26938.57	28.22	本期公司收入和毛利增加
加: 财务收入	8740.42	9718.70	11.19	
减: 财务费用	6899.06	8765.93	27.06	本期公司财务费用增加
加: 权益性投资损益	-233.47	96.83	—	
非经营项目损益+其他非经营性损益	20.57	1027.19	4894.14	
四、除税前利润	22638.21	29015.35	28.17	
减: 所得税	10327.27	12635.39	22.35	
五、合并报表净利润	12310.93	16379.97	33.05	
六、归属于母公司所有的净利润	8834.79	10897.60	23.35	本期公司出售物业收入增加
少数股东损益	3476.14	5482.37	57.71	
七、每股收益:				
基本每股收益	2.65	3.31	25.09	
全面摊薄每股收益	2.55	3.15	23.35	

注: 以上财务数据来自 Wind 标准化报表。公司全面摊薄每股收益按照最新总股本计算。
 资料来源: Wind、海通证券研究所

投资建议: 销售较快增长的地产龙头, “优于大市”评级。公司重点布局经济发展水平较高及需求旺盛的一二线及强三四线城市。公司优质资源储备充足, 总货值逾人民币 13000 亿元, 带来较强的抗风险及强溢价能力。截至 2019 年底, 公司已进驻全国 120 个城市, 旗下拥有 349 个项目, 共 7679 万平方米 (权益前) 的优质土地。预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 3.90 元、4.80 元。考虑到公司是销售较快增长的地产龙头, 因此我们给予公司 2020 年 6.5-8.0 倍动态 PE, 对应的未来 6 个月合理价值区间为 27.64-34.01 港元 (25.35-31.20 元人民币, 4 月 3 日港币汇率为 0.91725 人民币/港元), 给予“优于大市”评级。

表 3 大型上市地产公司估值表 (收盘价日期为 2020.4.3)

序号	项目	2020 年 EPS 预测 (元/股)	2021 年 EPS 预测 (元/股)	2020 年 PE (倍)	2021 年 PE (倍)
000002.SZ	万科 A	4.00	4.76	6.69	5.62
001979.SZ	招商蛇口	3.08	3.86	5.34	4.26
01918.HK	融创中国	7.08	8.79	4.58	3.69
	均值			5.54	4.52

注: 表中 EPS 预测来自 Wind 一致预期。4 月 3 日港币汇率为 0.91725 人民币/港元。
 资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

风险提示: 公司面临政策调控以及销售不及预期的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					主营业务收入	111516.98	141790.41	180708.79	229899.13
全面摊薄每股收益	3.15	3.90	4.80	5.94	营业成本	77386.43	98674.68	126130.27	161494.88
每股净资产	19.15	24.29	29.09	35.03	毛利率%	30.61%	30.41%	30.20%	29.75%
每股经营现金流	0.00	7.70	9.54	11.17	营业费用	2824.87	3544.76	4608.07	5862.43
每股股利	0.850	1.020	1.224	1.469	营业费用率%	2.53%	2.50%	2.55%	2.55%
价值评估 (倍)					管理费用	4381.12	5529.83	7101.86	9035.04
P/E	8.14	6.58	5.34	4.31	管理费用率%	3.93%	3.90%	3.93%	3.93%
P/B	1.34	1.06	0.88	0.73	EBIT	26924.56	34041.15	42868.58	53506.79
P/S	0.80	0.63	0.49	0.39	财务费用	-952.77	-440.16	-492.96	-491.76
EV/EBITDA	6.05	4.26	2.95	1.90	财务费用率%	-0.85%	-0.31%	-0.27%	-0.21%
股息率 (%)	3.32%	3.98%	4.77%	5.73%	资产减值损失	1027.19	1236.26	1298.07	1362.97
盈利能力指标 (%)					投资收益	96.83	125.47	154.28	183.08
毛利率	30.61%	30.41%	30.20%	29.75%	营业利润	26938.57	33723.14	42534.67	53156.18
净利润率	14.69%	14.16%	13.78%	13.44%	除税前利润	29015.35	35525.03	44479.98	55193.99
净资产收益率	16.45%	16.05%	16.51%	16.96%	EBITDA	26924.56	34311.48	43153.87	53806.88
资产回报率	2.31%	1.16%	1.25%	1.32%	所得税	12635.39	15453.39	19571.19	24285.36
投资回报率	9.12%	11.52%	14.49%	18.20%	有效所得税率%	43.55%	43.50%	44.00%	44.00%
盈利增长 (%)					少数股东损益	5482.37	6583.50	8294.63	10354.39
营业收入增长率	30.41%	27.15%	27.45%	27.22%	归属母公司所有者净利润	10897.60	13488.14	16614.16	20554.24
EBIT 增长率	25.25%	26.43%	25.93%	24.82%					
净利润增长率	33.05%	22.54%	24.10%	24.09%					
偿债能力指标					资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	75.2%	75.1%	74.9%	74.9%	货币资金	52357.25	90000.00	115198.16	151874.55
流动比率	1.38	1.39	1.41	1.41	应收款项	58343.09	61817.87	78785.52	100231.55
速动比率	0.46	0.51	0.56	0.60	存货	234467.52	278109.06	318826.11	369429.04
现金比率	1.43	1.97	2.88	3.80	其它流动资产	8695.01	11086.93	14171.79	18145.30
经营效率指标					流动资产合计	353925.87	441127.39	527145.67	639895.06
应收帐款周转天数	168.61	154.66	142.00	142.11	长期股权投资	24167.18	31368.19	38569.21	45770.22
存货周转天数	1007.36	948.02	863.72	777.77	固定资产	15922.94	17102.29	18269.85	19425.73
总资产周转率	0.26	0.27	0.29	0.32	无形资产	10227.10	10543.40	10856.54	11166.55
固定资产周转率	49.91	42.51	35.72	29.92	非流动资产合计	117528.20	126224.87	134906.58	143573.48
					资产总计	471454.07	567352.26	662052.24	783468.54
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	短期借款	36781.95	45668.48	40000.00	40000.00
净利润	10897.60	13488.14	16614.16	20554.24	应付账款	68618.41	87494.66	111839.49	143197.22
非现金支出	—	270.33	285.29	300.09	其它流动负债	123404.04	147490.17	176694.63	211304.75
非经营收益	—	11690.72	13370.24	15242.30	流动负债合计	257350.43	316948.72	374791.82	453351.38
营运资金变动	—	1203.52	2742.00	2537.09	长期借款	89773.39	101721.48	113669.58	125617.68
经营活动现金流	—	26652.72	33011.69	38633.73	其它长期负债	7626.07	7626.07	7626.07	7626.06
资产	—	-529.73	-467.91	-403.01	非流动负债合计	97399.45	109347.55	121295.65	133243.74
投资	—	-7126.08	-7097.27	-7068.47	负债总计	354749.88	426296.27	496087.46	586595.12
其他	—	0.00	0.00	0.00	实收资本	341.58	356.04	356.04	356.04
投资活动现金流	—	-7655.80	-7565.19	-7471.48	普通股股东权益	66254.88	84023.19	100637.35	121191.59
债权募资	—	11948.10	11948.10	11948.10	少数股东权益	50449.31	57032.80	65327.43	75681.82
股权募资	—	4280.17	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	471454.07	567352.26	662052.24	783468.54
其他	—	2417.57	-12196.44	-6433.96					
融资活动现金流	—	18645.84	-248.34	5514.13					
汇率变动影响	—	0.00	0.00	0.00					
现金净流量	—	37642.75	25198.16	36676.38					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 03 日。4 月 3 日港币汇率为 0.91725 人民币/港元。截止报告日公司仅公布《截止 2019 年年底的业绩》公告, 尚未公布 2019 年报, 因此 2019 年的现金流量表数据尚未发布。

资料来源: Wind、海通证券研究所

信息披露 分析师声明

涂力磊 房地产行业
谢盐 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：我爱我家,世茂股份,浦东金桥,华润置地,城建发展,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,新湖中宝,国创高新,中国恒大,世茂房地产,中华企业,雅生活服务,光明地产,大悦城,金科股份,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,中国海外发展,电子城,融信中国,外高桥,北辰实业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。