

## 土储红利加速兑现，多元业务激发动能

### 投资要点

- **事件:** 公司发布未经审计的营运数据, 2020年累计合约销售额为3003亿元, 同比增加15.4%; 累计合约销售总面积为1713万平方米, 同比增加16.9%; 累计销售均价17536元/平, 同比仅小幅下降1.2%, 公司已超额完成全年销售目标3000亿。根据克而瑞榜单, 公司排名较2019年再进一位, 位居第八。
- **土储红利加速兑现, 前瞻布局战略领航,** 公司深耕战略红利区, 释放红利, 世茂港珠澳口岸城于9月首开, 截至12月销售额达36亿; 深圳世茂深港国际中心, 截至12月销售额达50亿; 江门世茂碧海银湖, 截至12月销售额达30亿。世茂集团旗下世茂海峡公司规模化发展取得进一步突破, 截至2020年9月30日, 公司布局9省市近300盘, 可售货值近5000亿, 土地储备超2000万平方米。
- **多元战略激活内生增量, 物管商业酒店齐增长。** 公司于2020年正式启动“大飞机战略”: 以地产开发为核心, 以商娱、酒店、物业及金融为坚实双翼。物管板块全速驶入资本赛道, 10月31日, 世茂服务于港交所成功挂牌上市, 2020H1世茂服务实现营业收入17亿, 较上年同期增长85%, 实现净利润3亿, 同比增长134%, 在管面积1亿平, 同比增长127%, 业务覆盖全国108座城市。商业及主题娱乐板块换挡提速, 世茂旗下多地写字楼项目整体出租率高达95%, 同时, 与比利时蓝精灵版权方IMPS携手打造的亚太区首座蓝精灵乐园在上半年开业, 彰显世茂主题娱乐板块优越的IP整合及运营能力。酒店板块逆势而上提振市场信心, 武汉江滩世茂万象酒店等多家酒店如期开业, 世茂港珠澳口岸城5家高端酒店等重要项目成功签约。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2020-2022年实现EPS分别为3.87/4.81/5.86元, 考虑到公司在综合开发和收并购方面能力凸显、土储一二线占比高、销售增速明显领先同行, 物业上市构成利好, 应享受一定估值溢价, 给予公司2020年业绩10倍PE, 对应目标价43.53港元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地产销售回款不及预期; 竣工交付不及预期; 物业上市不及预期等。

指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	85513	111517	144695	188415	243257
增长率	21%	30%	30%	30%	29%
归属母公司净利润(百万元人民币)	8835	10898	13695	17015	20738
增长率	13%	23%	26%	24%	22%
每股收益EPS	2.68	3.15	3.87	4.81	5.86
净资产收益率	15%	17%	21%	22%	23%
PE	6.8	8.2	5.1	4.1	3.4

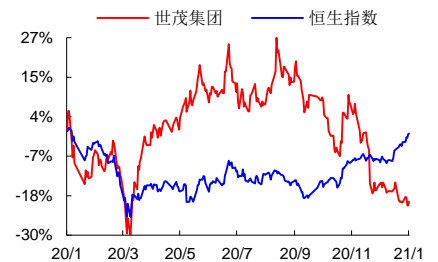
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52周区间(港元)	21.3-37.5
3个月平均成交量(百万)	6.61
流通股数(亿)	35.38
市值(亿)	817.21

### 相关研究

1. 世茂集团 (0813.HK): 疫情验证增长质量, 多元业务彰显价值 (2020-08-26)
2. 世茂房地产 (0813.HK): 高弹性、高价值、高成长 (2020-04-26)

**附：财务报表**
**损益表**

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>收入</b>	<b>85,513</b>	<b>111,517</b>	<b>144,695</b>	<b>188,415</b>	<b>243,257</b>
毛利	26,949	34,131	43,407	58,344	75,322
<b>EBIT</b>	<b>23,209</b>	<b>29,203</b>	<b>36,389</b>	<b>46,688</b>	<b>59,827</b>
财务收入(费用)	337	285	4,920	5,314	5,696
联营公司	-233	97	145	151	122
非经常性项目	-223	14	50	50	50
<b>税前利润</b>	<b>22,638</b>	<b>29,015</b>	<b>31,614</b>	<b>41,524</b>	<b>54,252</b>
税项	10,327	12,635	13,594	18,686	24,414
非控股权益	3,476	5,482	4,325	5,824	9,101
已终止经营业务利润	0	0	0	0	1
<b>净利润(归属母公司)</b>	<b>8,835</b>	<b>10,898</b>	<b>13,695</b>	<b>17,015</b>	<b>20,738</b>

**资产负债表**

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
现金及现金等价物	49,577	59,623	61,182	72,770	85,108
应收账款	4,242	5,192	6,511	8,479	10,947
存货	192,690	234,468	283,606	357,694	453,422
其他流动资产	42,341	54,644	66,163	80,184	98,353
物业、厂房及设备	38,049	57,231	68,678	82,413	98,896
无形资产	9,806	10,227	8,182	6,136	4,091
其他非流动资产	39,302	50,070	47,909	49,809	51,620
<b>总资产</b>	<b>376,007</b>	<b>471,454</b>	<b>542,231</b>	<b>657,485</b>	<b>802,436</b>
应付账款	41,105	68,618	89,133	117,063	151,141
短期借款	31,306	36,782	37,782	45,782	53,782
其他流动负债	115,484	151,950	185,238	240,168	314,393
长期借款	77,825	89,773	97,773	102,773	105,773
递延税项负债	6,596	7,533	7,525	7,517	7,509
其他非流动负债	0	93	59	26	-8
<b>总负债</b>	<b>272,317</b>	<b>354,750</b>	<b>417,511</b>	<b>513,330</b>	<b>632,590</b>
股本	342	342	342	342	342
储备	58,893	65,913	69,604	83,216	99,806
<b>股东权益</b>	<b>59,234</b>	<b>66,255</b>	<b>69,946</b>	<b>83,558</b>	<b>100,148</b>
非控股权益	46,046	50,449	54,774	60,598	69,699
<b>总权益</b>	<b>105,280</b>	<b>116,704</b>	<b>124,720</b>	<b>144,155</b>	<b>169,847</b>
净现金(负债)					

**现金流量表**

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	8,835	16,380	18,020	22,838	29,839
税项	264	-1,292	3,485	3,824	4,206
营运资本变动	-7,553	8,999	-8,187	-7,217	-8,063
<b>经营现金流量</b>	<b>1,546</b>	<b>24,088</b>	<b>13,318</b>	<b>19,446</b>	<b>25,982</b>
资本开支	-3,279	-19,182	-12,326	-14,616	-17,363
<b>自由现金流量</b>	<b>4,825</b>	<b>43,269</b>	<b>25,644</b>	<b>34,061</b>	<b>43,344</b>
股息	-3,161	0	-2,739	-3,403	-4,148
其他非流动资产变动	0	11,948	8,000	5,000	3,000
股本变动	-1,647	0	0	0	0
其他	23,919	17,040	-3,646	-1,098	-4,607
<b>净现金流量</b>	<b>15,189</b>	<b>8,669</b>	<b>8,825</b>	<b>11,588</b>	<b>12,338</b>
期初净现金(负债)	28,537	43,688	52,357	61,182	72,770
期末净现金(负债)	43,688	52,357	61,182	72,770	85,108

**财务比率**

12月31年结	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>增长(%)</b>					
收入	21	30	30	30	29
EBITDA	30	22	35	26	27
EBIT	31	26	25	28	28
净利润	16	33	10	27	31
每股盈利	16	18	26	24	22
<b>利润率(%)</b>					
毛利	32	31	30	31	31
EBITDA	28	26	27	26	26
EBIT	27	26	25	25	25
净利润	14	15	12	12	12
<b>其他比率</b>					
ROE(%)	15	17	21	22	23
ROA(%)	4	3	3	3	4
净负债率	57	57	57	57	56
利息覆盖率(倍)	71	102	8	9	11
应收账款周转天数	19	15	15	14	14
应付账款周转天数	142	177	196	197	198
存货周转天数	1003	994	921	887	869
有效税率(%)	46	44	43	45	45

数据来源：公司资料，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，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn