

投资评级 优于大市 维持

疫情影响短暂，坚持长期销售高增长计划

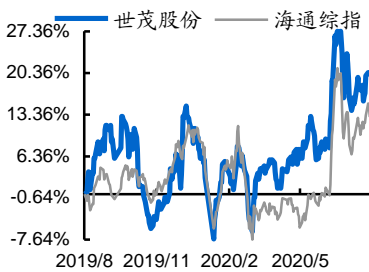
股票数据

08月20日收盘价(元)	4.59
52周股价波动(元)	3.67-5.24
总股本/流通A股(百万股)	3751/3751
总市值/流通市值(百万元)	17218/17218

相关研究

《归母净利润保持稳健，股息率水平较高》
2020.03.27
《业绩稳健增长，聚焦一二线城市》
2019.08.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.0	11.9	15.1
相对涨幅(%)	0.0	-2.2	-3.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@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2020年半年报。报告期内，公司实现营业收入91.56亿元，同比减少28.58%；归属于上市公司股东的净利润为10.39亿元，同比减少34.48%。
- **2020年上半年，**因各期结算物业的类型、地域、价格等因素影响，公司营收减少28.58%；同期，归母净利润减少34.48%。
- 根据公司2020年半年报披露：报告期内，公司实现签约额94亿元，同比减少23%，完成年度目标的35%；实现销售签约面积约40万平方米，同比减少31%。报告期内，公司项目开发有序推进，公司房地产开工面积约122万平方米，同比增加40%；竣工面积约42万平方米，同比增加11%；公司房地产出租面积约170万平方米，取得租金收入3.28亿元，综合出租率约为77%。截止到6月末，公司持有的土地储备已超过1899万平方米。报告期内，济南世茂广场上半年度新租及续租面积逾8500平方米，新引进品牌和重装升级品牌达到44家，实现提升区域的整体租金坪效和销售额；深圳前海世茂大厦2020年上半年签约近15000平方米，签约面积及去化速度均领跑深圳前海区域；长沙世茂环球金融中心于今年二季度入市，截至6月底已签约1.38万平方米。随着疫情缓解和经济回暖，下半年项目将全力冲刺40%的出租率目标。
- 根据公司2020年半年报披露：公司未来长期经营销售签约计划：计划到2024年，公司销售签约将达1000亿元，年复合增长率约40%。
- **投资建议。**布局一二线城市，打造商业地产龙头，“优于大市”评级。公司是世茂集团下属的集综合商业地产开发销售、运营管理等多个业务板块于一体的综合地产上市公司。公司坚持招拍挂与收并购相结合的多元拿地方式，聚焦长三角、环渤海、福建及大湾区经济发达的一二线城市及强三四线城市。截止报告期末，公司共持有在建/待建的土地储备建筑面积1899万平方米。我们预计公司2020-2021年EPS将是0.79元和0.96元，对应RNAV是18.67元。考虑到公司“计划到2024年，公司销售签约将达1000亿元，年复合增长率约40%”，我们给予公司2020年5.5—6.5倍动态PE，对应的合理价值区间为4.35-5.14元，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司面临销售不达标和销售价格下行风险，以及经济下行影响商办物业租赁风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20674	21449	30839	38627	49046
(+/-)YoY(%)	10.7%	3.7%	43.8%	25.3%	27.0%
净利润(百万元)	2404	2430	2953	3592	4355
(+/-)YoY(%)	8.0%	1.1%	21.6%	21.6%	21.2%
全面摊薄EPS(元)	0.64	0.65	0.79	0.96	1.16
毛利率(%)	44.6%	35.0%	36.1%	35.8%	35.5%
净资产收益率(%)	10.2%	9.6%	11.1%	12.5%	13.9%

资料来源：公司年报(2018-2019)，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

表 1 公司 RNAV 估值

房地产业务净权益增加值 (百万元)	35405.10
出租和自营业务 (百万元)	4577.42
其他业务净权益增加值 (百万元)	4663.24
2019 年净资产账面价值 (百万元)	25383.30
NAV (百万元)	70029.06
股本 (百万股)	3751.17
每股 RNAV (元/股)	18.67

资料来源: 公司 2019 年年报、海通证券研究所

表 2 上市地产公司业绩及其估值表 (收盘价日期为 2020.8.20)

序号	项目	总市值 (亿元)	2020 年 EPS (元/股)	2020 年 PE (倍)
000402.SZ	金融街	206.24	1.38	5.00
601588.SH	北辰实业	85.22	0.54	5.19
	平均			5.09

注: 2020 年 EPS 预测来自海通地产。

资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

风险提示: 公司面临销售不达标和销售价格下行风险, 以及经济下行影响商办物业租赁风险。

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)					营业总收入	21449	30839	38627	49046
每股收益	0.65	0.79	0.96	1.16	营业成本	13941	19698	24790	31618
每股净资产	6.77	7.11	7.65	8.38	毛利率%	35.0%	36.1%	35.8%	35.5%
每股经营现金流	1.26	1.65	2.01	2.36	营业税金及附加	1458	2112	2800	3727
每股股利	0.26	0.24	0.29	0.35	营业税金率%	6.8%	6.9%	7.3%	7.6%
价值评估 (倍)					营业费用	753	1110	1429	1864
P/E	7.09	5.83	4.79	3.95	营业费用率%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%
P/B	0.68	0.65	0.60	0.55	管理费用	776	1141	1429	1864
P/S	0.80	0.56	0.45	0.35	管理费用率%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
EV/EBITDA	5.55	3.46	2.37	1.39	EBIT	4521	6777	8179	9972
股息率%	5.66%	5.15%	6.26%	7.59%	财务费用	232	121	70	-18
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	0.4%	0.2%	0.0%
毛利率	35.0%	36.1%	35.8%	35.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	11.3%	9.6%	9.3%	8.9%	投资收益	111	123	135	148
净资产收益率	9.6%	11.1%	12.5%	13.9%	营业利润	5358	6781	8247	10142
资产回报率	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	营业外收支	-9	-10	-11	-12
投资回报率	5.7%	8.9%	11.2%	14.1%	利润总额	5349	6771	8236	10130
盈利增长 (%)					EBITDA	4638	6797	8209	10010
营业收入增长率	3.7%	43.8%	25.3%	27.0%	所得税	1508	1930	2347	2907
EBIT 增长率	-24.4%	49.9%	20.7%	21.9%	有效所得税率%	28.2%	28.5%	28.5%	28.7%
净利润增长率	1.1%	21.6%	21.6%	21.2%	少数股东损益	1412	1888	2297	2867
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2430	2953	3592	4355
资产负债率	62.2%	66.1%	68.2%	70.2%					
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	货币资金	12827	16119	21190	27218
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	应收账款及应收票据	2788	3993	5001	6350
经营效率指标					存货	48694	64710	78178	96722
应收帐款周转天数	47.3	47.3	47.3	47.3	其它流动资产	9170	10469	13031	16464
存货周转天数	1347.2	1199.0	1151.1	1116.6	流动资产合计	73479	95290	117401	146755
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	长期股权投资	992	992	992	992
固定资产周转率	12.6	16.2	17.7	21.1	固定资产	1711	2091	2261	2383
					在建工程	0	87	183	288
					无形资产	282	282	282	282
					非流动资产合计	54085	56052	57617	59045
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	127564	151342	175018	205799
净利润	2430	2953	3592	4355	短期借款	400	1000	1500	1500
少数股东损益	1412	1888	2297	2867	应付票据及应付账款	14004	17575	22118	28211
非现金支出	180	20	30	38	预收账款	4769	6856	8588	10904
非经营收益	-644	288	304	315	其它流动负债	43436	57335	69430	85642
营运资金变动	1333	1038	1331	1294	流动负债合计	62608	82766	101636	126256
经营活动现金流	4711	6188	7554	8870	长期借款	5704	6154	6649	7194
资产	-1000	-497	-307	-277	其它长期负债	11047	11047	11047	11047
投资	-646	-1500	-1300	-1200	非流动负债合计	16752	17202	17697	18241
其他	876	123	135	148	负债总计	79360	99968	119333	144498
投资活动现金流	-770	-1874	-1472	-1329	实收资本	3751	3751	3751	3751
债权募资	1593	600	500	545	普通股股东权益	25383	26665	28680	31429
股权募资	49	0	0	0	少数股东权益	22821	24709	27006	29873
其他	-3561	-1622	-1511	-2058	负债和所有者权益合计	127564	151342	175018	205799
融资活动现金流	-1920	-1022	-1011	-1514					
现金净流量	2031	3292	5072	6028					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
谢益 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： 中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,华侨城 A,华润置地,城建发展,光大嘉宝,浦东金桥,新湖中宝,碧桂园,中华企业,光明地产,雅生活服务,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,融创中国,中国海外发展,金融街,电子城,外高桥,世茂集团

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。