

投资评级 优于大市 维持

浩然入世，风华正茂

股票数据

11月06日收盘价(元)	6.01
52周股价波动(元)	3.67-7.40
总股本/流通A股(百万股)	3751/3751
总市值/流通市值(百万元)	22545/22545

相关研究

《疫情影响短暂，坚持长期销售高增长计划》
2020.08.21

《归母净利润保持稳健，股息率水平较高》
2020.03.27

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.4	-4.3	35.1
相对涨幅(%)	-8.9	-6.7	32.5

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:

- 公司属世茂集团旗下综合商业地产平台。**公司定位为综合商业地产的专业化销售和运营龙头企业。公司直接控股股东是控股43.37%的峰盈国际，间接控股股东是世茂集团(00813.HK，主要发展大型综合房地产项目)，许荣茂先生间接控股公司比例合计达41.54%。大股东世茂集团目前开发规模为房地产行业前10企业，具备丰富开发经验和较强经营实力。
- 布局一二线城市核心城市，财务结构、土储优势明显。**1)公司已建立“以商业地产为主、多元业务为辅”的业务架构和“租售并举、多元协同”的商业模式，涉及综合房地产开发与销售、商业物业管理与经营、多元投资，包括商业(商业地产和世茂广场)、住宅等多个业态。公司在全国30多个一二线城市运营大型商业综合体及住宅项目。2)1H2020公司整体平均融资成本控制5.46%，资产负债率及剔除预收款后的资产负债率分别保持在63.6%和61.0%，有息负债长期低于30%。3)1H2020公司房地产储备项目中在建和拟建项目建筑面积合计2022万平，权益建面合计1008万平。
- 五年发展战略：“千亿600823”，以“成为有独特影响力的商业地产运营商”为愿景。**1)公司计划至2024年销售签约达到1000亿元，权益后销售签约力争达到600亿元以上。2)希望五年后，公司在国内商业地产领域有能力跻身行业前十，轻资产商管平台能运营管理超过100个项目。3)《公司2020年中期业绩发布会召开情况的公告》披露，公司今年的签约目标是270亿元，要达成千亿的销售目标，未来5年的年化增长约40%左右。
- 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1H2020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。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%”，我们预计公司2020-2022年EPS将是0.65元、0.84元和1.18元，参考可比公司的动态PEG估值为0.63倍，我们给予公司2020年动态PEG估值区间0.45-0.5倍，公司未来三年的归母净利润复合增速为22.24%，由此对应的公司合理价值区间为6.51-7.23元，维持公司“优于大市”评级。
- 风险提示：**公司租售业务面临加息和政策调控风险，以及经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20674	21449	23007	33372	47282
(+/-)YoY(%)	10.7%	3.7%	7.3%	45.0%	41.7%
净利润(百万元)	2404	2430	2432	3165	4437
(+/-)YoY(%)	8.0%	1.1%	0.1%	30.1%	40.2%
全面摊薄EPS(元)	0.64	0.65	0.65	0.84	1.18
毛利率(%)	44.6%	35.0%	36.4%	36.1%	35.9%
净资产收益率(%)	10.2%	9.6%	9.2%	11.3%	14.4%

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

目 录

1. 领先的商业地产龙头	6
1.1 公司业务板块多元，控股股东持续增持股份	6
1.2 世茂集团实力雄厚，多元化业务布局全球	7
1.3 公司发展历程	8
1.4 多年来公司资产、业务和毛利率保持稳健增长	9
2. 公司业务特点明显，优秀商住开发企业	10
2.1 核心发展战略：“综合商业地产的专业化销售和经营”	10
2.2 深耕优质区域，坚持多元拿地方式，聚焦一二线城市	10
2.3 公司项目低成本、溢价高，近期签约单价创新高	12
2.4 公司费用控制良好，现金充裕，严控负债率和融资成本	13
2.5 公司持续分红回馈股东	14
3. 业务发展平衡，持续保持稳健	14
3.1 房产销售业务	14
3.2 房屋租赁	15
3.3 物业管理服务业务	16
3.4 酒店服务业务	16
4. 制定五年千亿目标，打造独特影响力	17
4.1 公司未来愿景、发展目标和四大优势	17
4.2 “600823”计划分解	18
4.3 “2大发展路径”，战略方向清晰	19
4.4 公司高层管理人员到位	20
5. 业绩预测和估值建议	20
5.1 公司业绩预测	20
5.2 公司估值测算	22
6. 主要不确定因素	22
财务报表分析和预测	23

图目录

图 1	公司实际控制人和控股股东之间的产权关系	6
图 2	公司第三大股东持续增持公司股份	7
图 3	公司的多元化业务板块	7
图 4	世茂集团业务发展战略	7
图 5	世茂集团营业总收入及归母净利润情况	8
图 6	世茂集团销售额排名挺近行业前八	8
图 7	公司发展历史进程	8
图 8	公司营业总收入及归母净利润情况	9
图 9	公司总资产和归母净资产情况	9
图 10	2020 年上半年公司业务收入构成	10
图 11	历年公司各项业务毛利率变动情况	10
图 12	公司致力于“综合商业地产的专业化销售和经营”的发展战略	10
图 13	公司开发项目储备不同类型的建面占比	11
图 14	公司开发项目储备不同类型的权益建面占比	11
图 15	公司开发项目储备建面按城市划分组成	12
图 16	公司开发项目储备建面按城市能级划分组成	12
图 17	近年来公司商品房销售面积和销售额稳健增长	12
图 18	公司经营性物业面积与土储面积稳步上升	12
图 19	近年来公司销售签约额基本上完成了目标	13
图 20	公司商品房销售签约均价稳步上行	13
图 21	近年来公司费用水平总体上呈下行趋势	13
图 22	近年来公司融资成本得到有效控制	13
图 23	近年来公司负债水平保持较低水平	13
图 24	近年来公司流动比率震荡下行	13
图 25	近年来公司速动比率总体趋势下行	14
图 26	近年来公司现金流持续好转	14
图 27	近年来公司现金分红大幅提升	14
图 28	近年来公司股息率大幅提升	14
图 29	公司住宅销售收入情况	15
图 30	公司住宅销售收入毛利率情况	15

图 31	公司商业地产销售收入情况	15
图 32	公司商业地产销售收入毛利率情况	15
图 33	公司房屋租赁收入情况	16
图 34	公司房屋租赁毛利率情况	16
图 35	公司物业管理服务业务收入情况	16
图 36	公司物业管理服务业务毛利率情况	16
图 37	公司酒店服务业务收入情况	17
图 38	公司酒店服务业务毛利率情况	17
图 39	公司未来愿景、发展目标和四大优势	18
图 40	公司“600823”计划的分解	19
图 41	公司 2 大发展路径的进一步分解	20

表目录

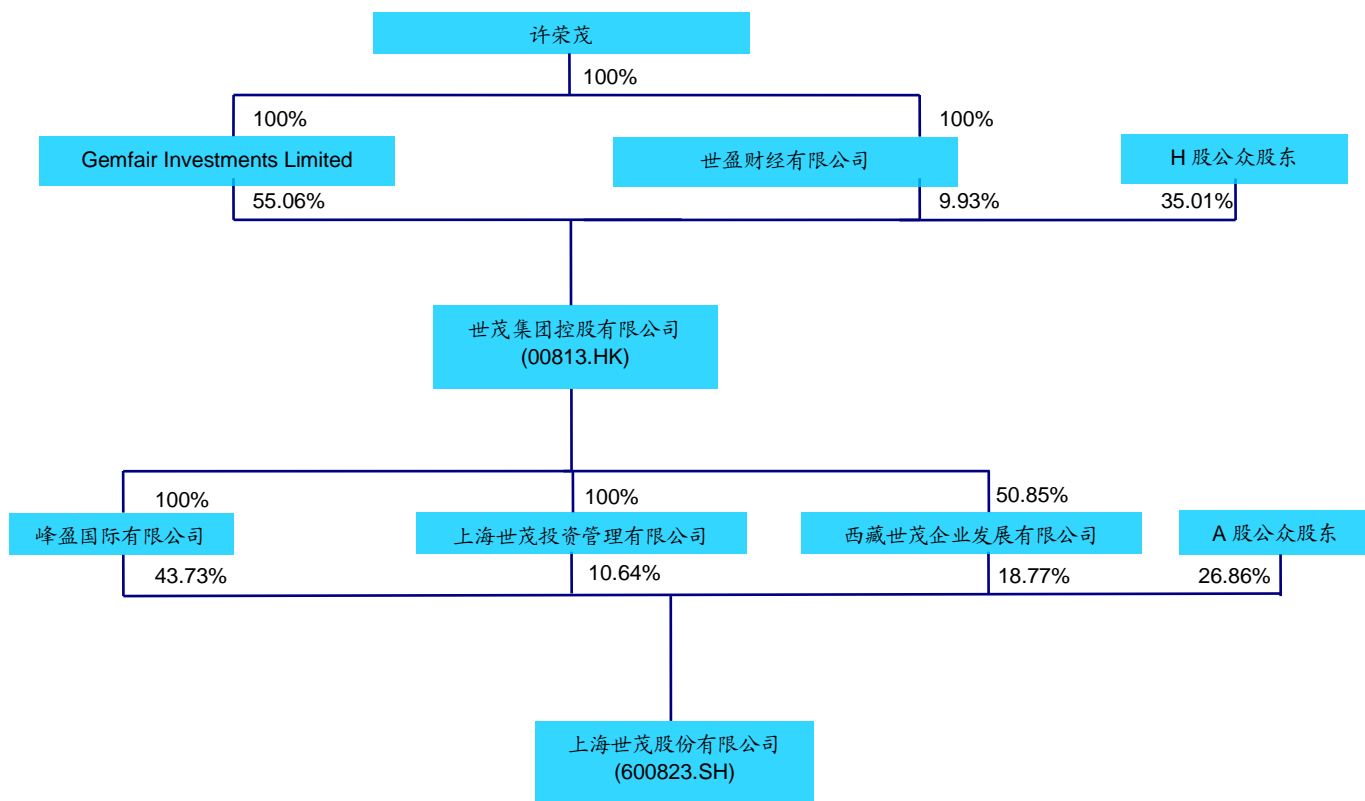
表 1	公司储备和待售项目一览.....	11
表 2	公司 2020 年上半年购地情况	18
表 3	2020-2022 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表.....	21
表 4	2020-2022 年公司分项目业务收入预测表（百万元）	22
表 5	公司盈利预测表（百万元）	22
表 6	可比公司业绩及其估值表（截至 2020 年 11 月 6 日）	22

1. 领先的商业地产龙头

1.1 公司业务板块多元，控股股东持续增持股份

公司是世茂集团下属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 2020 年上半年末，公司共持有在建/待建的土地储备建筑面积 1899 万平方米。

图1 公司实际控制人和控股股东之间的产权关系

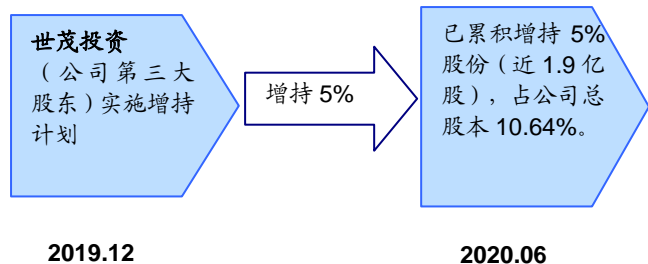


资料来源：世茂集团 2020 年半年报、公司 2020 年半年报、海通证券研究所

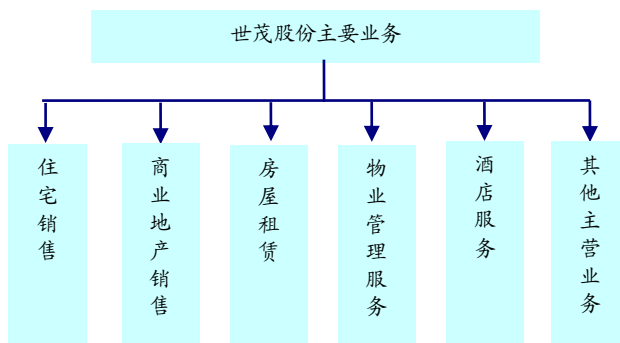
根据公司 2020 年半年报披露，截止 2020 年上半年末，公司第三大股东上海世茂投资管理有限公司增持公司股份至 10.64%。目前，公司拥有住宅销售、商业地产销售、房屋租赁、物业管理服务、酒店服务、其他主营业务等主要业务类型。

目前，公司直接控股股东是控股 43.37% 的峰盈国际有限公司，公司间接控股股东是世茂集团控股有限公司（简称“世茂集团”，香港联交所代码：00813.HK，主要从事发展大型及高品质的综合房地产项目等业务），公司实际控制人是许荣茂先生。

除此之外，上海世茂投资管理有限公司和西藏世茂企业发展有限公司分别参股公司 10.64% 和 18.77% 的股权。考虑到上海世茂投资管理有限公司是世茂集团控股有限公司的全资子公司，西藏世茂企业发展有限公司也被世茂集团控股有限公司控股，因此，许荣茂先生间接控股公司比例合计达 41.54% $(43.73\% + 10.64\% + 50.85\% \times 18.77\%) \times (55.06\% + 9.93\%) = 41.54\%$ 。

图2 公司第三大股东持续增持公司股份


资料来源: 公司 2020 年半年报、海通证券研究所

图3 公司的多元化业务板块


资料来源: 公司 2020 年半年报、海通证券研究所

1.2 世茂集团实力雄厚，多元化业务布局全球

世茂集团是一家国际化、综合性的大型投资集团，经过三十多年的发展，集团布局全国 140 多个核心发展城市，涉及地产、商业、物管、酒店、主题娱乐、文化、金融、教育、健康、高科技等产业领域，形成了多元化业务并举的“可持续发展生态圈”。世茂紧跟国家战略，秉承“成为行业引领者，打造百年世茂”的愿景，持续为客户在居住、生活、消费、商务、旅游等方面提供高层次的品质体验，引领生活方式，服务美好生活。

图4 世茂集团业务发展战略

改变用户的生活方式,美好生活的智造者

通过战略平台激发产业效应,世茂深挖用户消费趋势性需求。以“大飞机战略”,助推自身在供给侧的产品及服务升级,抢占市场高地。多个产业协同发展,成为世茂“大飞机战略”的平衡尾翼。前瞻性地参与城市骨骼、肌理的构建,实现对城市的深度扎根与赋能。



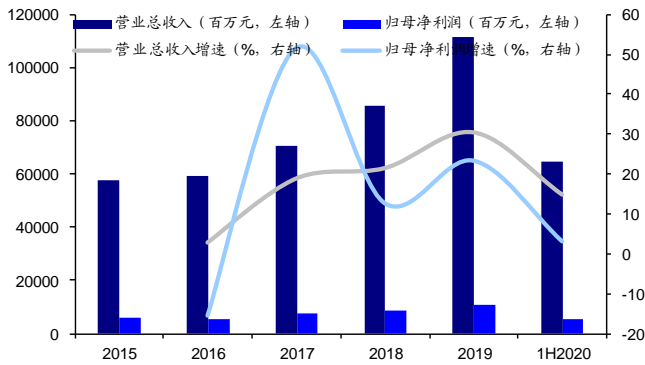
资料来源: 世茂集团官网、中国经济网、海通证券研究所

房地产开发方面,世茂以打造臻品项目为宗旨,借助自身近 30 年高端人居开发经验,秉持“匠心精神”持续打造和提升产品力,将产品体系覆盖客户全生命周期,完成住宅标准化迭代升级,提升市场竞争力。

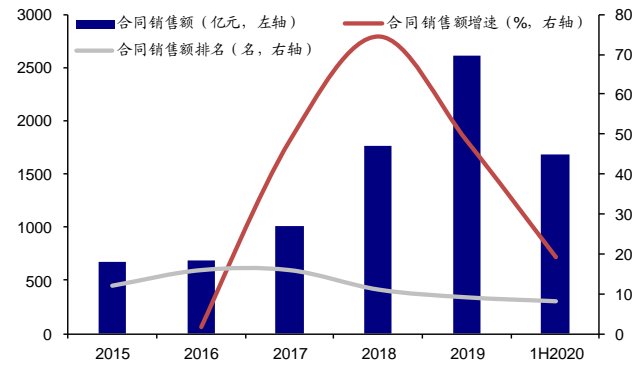
酒店管理方面，世茂酒店及度假村目前在全国已拥有 26 家（含筹建）国际知名品牌酒店、100 家（含筹建）自主品牌酒店，客房总数超 26710 间，年接待客流超 520 万，2019 年 EBITDA 率 30.9%，为行业翘楚。世茂酒店及度假村与多家国际知名酒店管理公司缔结战略合作关系，同时也致力于发展自主品牌酒店。

从商业运营看，截至 1H2020 报告期末，世茂商业及主题娱乐已进入全国 29 座城市，拥有 61 个商业项目，经营管理面积近 750 万方；共计 35 个商业项目投入运营，经营管理面积近 270 万方。

我们认为，世茂股份有限公司作为世茂集团旗下的一家上市公司，依附于世茂集团强大的后盾，世茂股份在拿地、项目转移、融资、品牌效应等方面有先天优势。

图5 世茂集团营业总收入及归母净利润情况


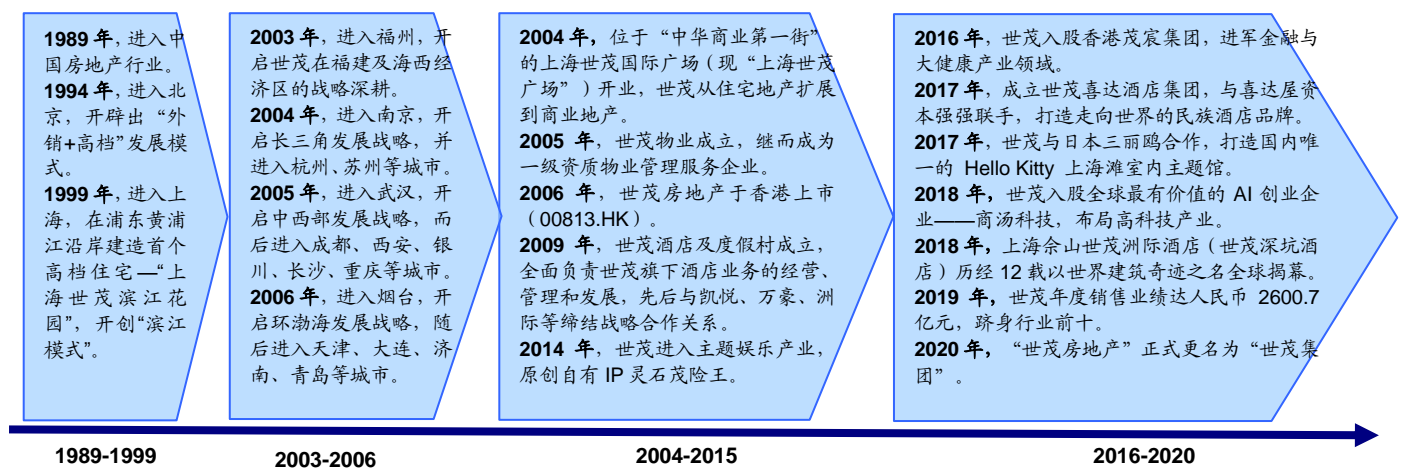
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图6 世茂集团销售额排名挺进行业前八


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

1.3 公司发展历程

公司发展经历四个历史阶段，分别为：进入房地产市场，重点布局一线城市；快速布局全国，推动城镇化进程；实现多元并举，培育国际化产业集群；规模化大发展，持续稳健运营。

图7 公司发展历史进程


资料来源: 世茂股份官网、海通证券研究所

阶段一：进入房地产市场，重点布局一线城市。 1989 年，进入中国房地产行业。1994 年，进入北京，开辟出“外销+高档”发展模式，为发展奠定坚实基础。1999 年，进入上海，在浦东黄浦江沿岸建造首个高档住宅——“上海世茂滨江花园”，开创“滨江模式”。

阶段二：快速布局全国，推动城镇化进程。 2003 年，进入福州，开启世茂在福建及海西经济区的战略深耕。2004 年，进入南京，开启长三角发展战略。2005 年，进入武汉，开启中西部发展战略。2006 年，进入烟台，开启环渤海发展战略。

阶段三：实现多元并举，培育国际化产业集群。2004年，位于“中华商业第一街”的上海世茂国际广场（现“上海世茂广场”）开业，世茂从住宅地产扩展到商业地产。2006年，世茂房地产于香港上市（00813.HK）。2009年，世茂酒店及度假村成立，全面负责世茂旗下酒店业务的经营、管理和发展。2014年，世茂进入主题娱乐产业。

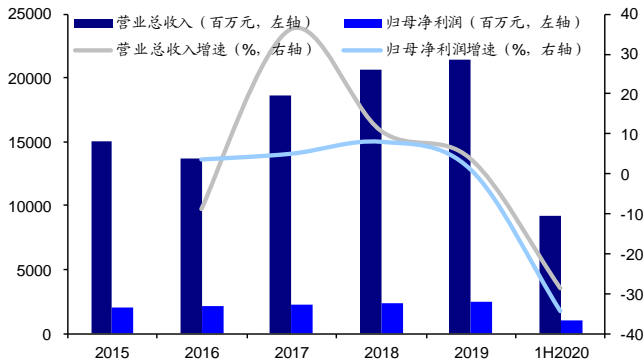
阶段四：规模化大发展，持续稳健运营。2016年，世茂入股香港茂宸集团，进军金融与大健康产业领域。2017年，成立世茂喜达酒店集团，与喜达屋资本强强联手。2018年，世茂入股全球最有价值的AI创业企业——商汤科技，布局高科技产业。同年，上海佘山世茂洲际酒店（世茂深坑酒店）历经12载以世界建筑奇迹之名全球揭幕。2019年，世茂年度销售业绩达人民币2600.7亿元，跻身行业前十。2020年，“世茂房地产”正式更名为“世茂集团”。

1.4 多年来公司资产、业务和毛利率保持稳健增长

除2020年上半年疫情冲击以外，近几年公司营业总收入和归母净利润保持相对稳定。2019年，公司实现营业总收入214.5亿元，同比增加3.75%。同期，公司实现归母净利润24.3亿元，同比增加1.07%。2020年上半年，公司实现营业总收入91.6亿元，同比下滑28.6%。同期，公司实现归母净利润10.4亿元，同比下滑34.5%。

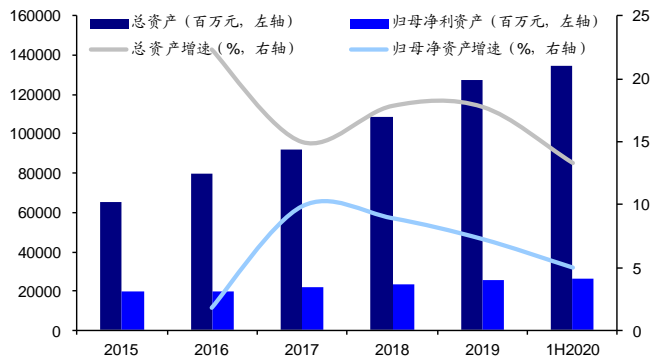
受益于此，近年来公司总资产和归母净资产震荡上行。截止2020年上半年末，公司总资产为1348.4亿元，同比增加13.3%。同期，公司归母净资产为265.3亿元，同比增加4.95%。

图8 公司营业总收入及归母净利润情况



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图9 公司总资产和归母净资产情况

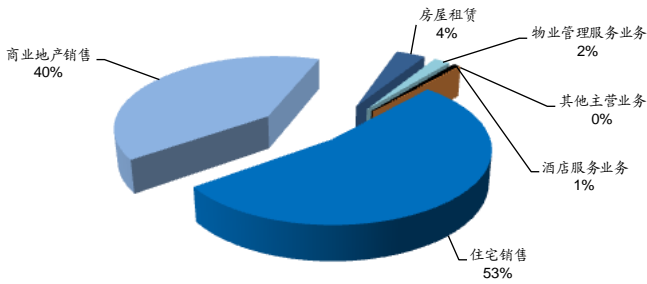


资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

目前，公司主营业务主要包括住宅销售、商业地产销售、房屋租赁、物业管理服务、酒店服务和其他主营业务等。2020年上半年，公司上述六类业务收入分别为4876.8百万元、3702.4百万元、327.6百万元、179.4百万元、58.6百万元、11.6百万元，分别占比为53%、40%、4%、2%、1%、0%。整体看，公司目前营业收入仍以房产销售（包括住宅销售和商业地产销售）为主。

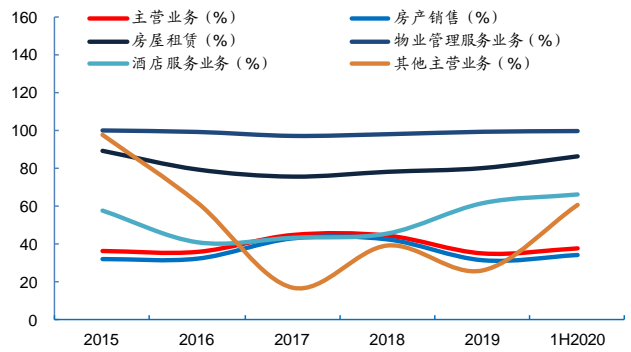
2020年上半年，公司房产销售、房屋租赁、物业管理服务、酒店服务和其他主营业务五类业务的毛利率分别为34.34%、86.54%、99.69%、66.37%、60.76%，主营业务收入的总毛利率为37.72%。总体上，公司业务收入的毛利率保持稳定。

图10 2020年上半年公司业务收入构成



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图11 历年公司各项业务毛利率变动情况



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

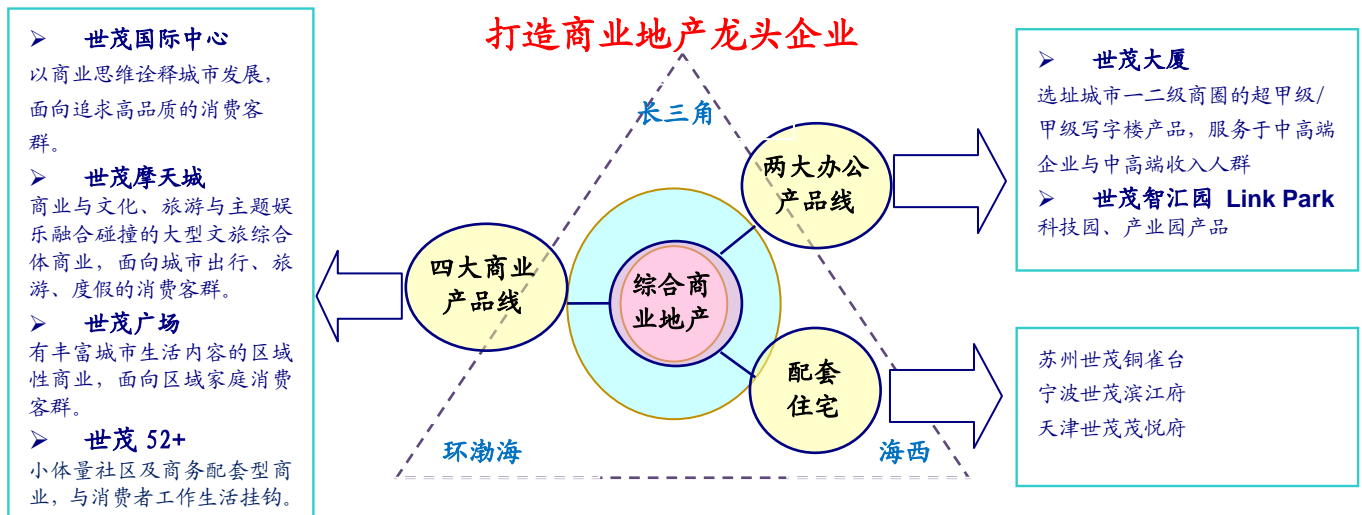
2. 公司业务特点明显, 优秀商住开发企业

2.1 核心发展战略: “综合商业地产的专业化销售和经营”

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, 公司始终以“提升城市生活品质”为己任, 致力于综合商业地产的专业化销售和经营, 打造高标准商业综合体; 业务领域主要涉及: 综合房地产开发与销售、商业物业管理与经营、多元投资。

公司已建立“以商业地产为主、多元业务为辅”的业务架构, 以“租售并举、多元协同”的商业模式, 并通过成熟的、优秀的商业综合体地产运营管理团队, 以实现资产规模有效增长、经营业绩稳步提升、物业价值逐步显现的发展目标。

图12 公司致力于“综合商业地产的专业化销售和经营”的发展战略



资料来源: 公司 2020 年半年报、世茂股份官网、海通证券研究所

2.2 深耕优质区域, 坚持多元拿地方式, 聚焦一二线城市

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, 现有项目均具有较强的抗风险能力。目前, 公司在包括上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波、珠海、昆明、重庆等在内的 30 多个城市, 运营多处大型商业综合体及相关住宅地产项目。

根据公司 2020 年半年报, 截止 2020 上半年, 公司房地产储备项目中在建和拟建项目建筑面积合计 2022 万平, 权益建面合计 1008 万平。

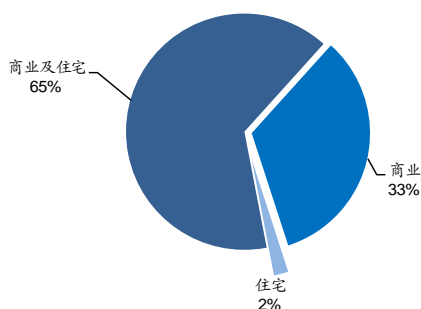
表 1 公司储备和待售项目一览

项目城市	权益比	占地面积(万平)	规划建面(万平)	权益建面(万平)
天津世茂茂悦府	100%	13	27	27
常熟世茂世纪中心	100%	32	89	89
昆山商业项目	100%	2	6	6
苏州世茂铜雀台 7#-湖滨	100%	15	13	13
青岛世奥大厦	75%	1	11	8
青岛世茂国际中心	100%	9	17	17
常州世茂广场	100%	6	19	19
无锡世茂广场	31%	7	47	15
宁波世茂滨江府	100%	6	12	12
南京世茂外滩新城	50%	45	153	77
武汉世茂嘉年华	51%	200	96	49
沈阳世茂五里河商业项目	100%	6	75	75
石狮世茂摩天城	36%	106	278	100
济南世茂天城	100%	16	61	61
厦门集美世茂璀璨天城	51%	11	38	19
杭州世茂智慧之门	100%	3	28	28
济南翡丽公馆	23%	7	21	5
泉州洛江世茂璀璨天城	51%	9	25	13
福州 108 大楼项目	51%	3	31	16
深圳龙岗项目	51%	32	128	65
深圳坪山项目	60%	3	19	11
泉州台商百崎湖项目	17%	19	50	9
湖北荆门项目	26%	45	128	33
长沙正圆世茂云锦项目	28%	8	31	9
南京 G02 项目	2%	7	17	4
杭州蒋村项目	90%	8	18	16
昆明巫家坝项目	26%	4	16	4
怀来项目	51%	20	30	15
重庆越洋广场项目	23%	3	31	7
重庆中心项目	23%	6	68	16
济南机床一厂项目	26%	19	31	8
济南长清东王二期项目	26%	8	23	6
淄博 CBD 项目	26%	30	68	18
珠海项目	5%	23	97	49
永泰青云小镇项目	26%	51	33	9
张家港永安路项目	30%	1	3	1
厦门云街项目	50%	4	13	7
济南唐冶项目	100%	11	39	39
武汉左岭新城项目	15%	9	27	4
荥阳华中健康国际城项目	50%	4	13	7
福州帝封江项目	17%	38	70	12
宁波鄞州区潘火路地块	51%	7	22	11
小计		855	2022	1008

资料来源: 公司 2020 年半年报、海通证券研究所

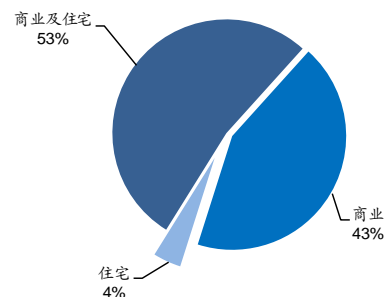
截止 2019 年底, 公司开发项目类型分为商业、商住综合、住宅, 其建筑面积分别为 674 万平、1308 万平、40 万平, 占比分别为 33%、65%、2%。如果按照权益建面划分, 公司开发项目类型中的商业、商住综合、住宅的建筑面积分别为 436 万平、532 万平、40 万平, 占比分别为 43%、53%、4%。

图13 公司开发项目储备不同类型的建面占比



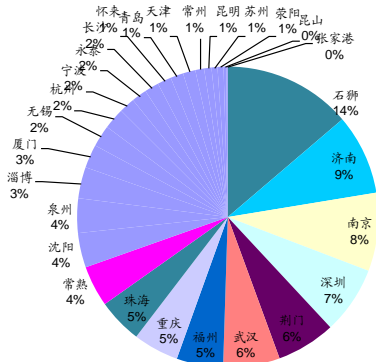
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图14 公司开发项目储备不同类型的权益建面占比

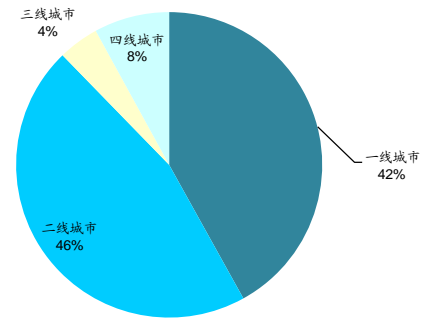


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

截止 2020 上半年, 公司开发项目储备主要分布在石狮、济南、南京等地, 建筑面积占比分别为 14%、9%、8%。如果按照城市能级划分, 公司开发项目储备主要分布在一、二线城市, 占比分别为 42%、46%。

图15 公司开发项目储备建面按城市划分组成


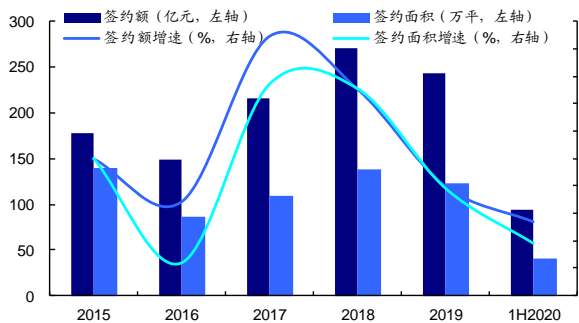
资料来源: 公司 2020 年半年报、海通证券研究所

图16 公司开发项目储备建面按城市能级划分组成


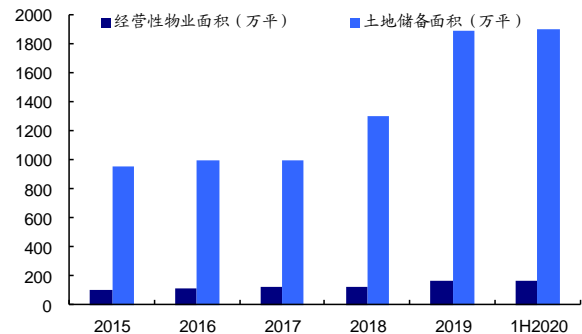
资料来源: 公司 2020 年半年报、海通证券研究所

2.3 公司项目低成本、溢价高, 近期签约单价创新高

根据公司 2020 年半年报披露: 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 2020 年 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。

图17 近年来公司商品房销售面积和销售额稳健增长


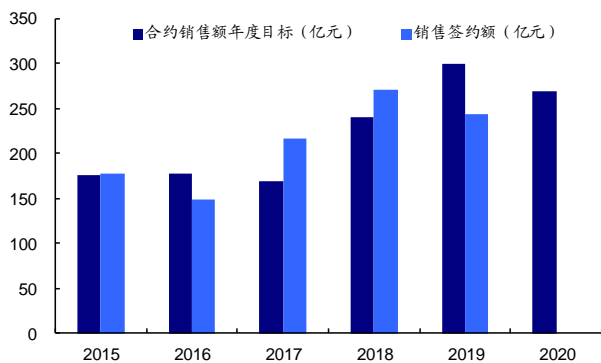
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图18 公司经营性物业面积与土储面积稳步上升


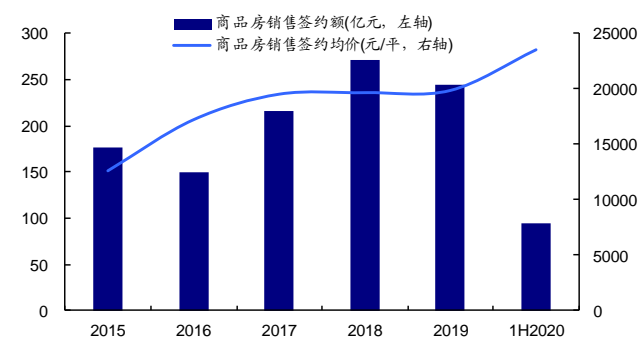
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

2020 年上半年, 尽管受疫情影响, 公司合同签约额有所波动, 但公司的签约单价创新高, 且在手项目的土地成本仅占签约单价的四分之一。2020 年上半年, 公司实现商品房销售签约金额 94 亿元, 签约均价为 2.35 万元/平米。近年来, 公司商品房销售签约价格稳步上行, 有助于项目结算毛利率的稳定。

2020 年上半年, 公司新增开工面积 122 万平, 竣工面积 42 万平, 公司持有的经营性物业面积达到 170 万平。

图19 近年来公司销售签约额基本上完成了目标


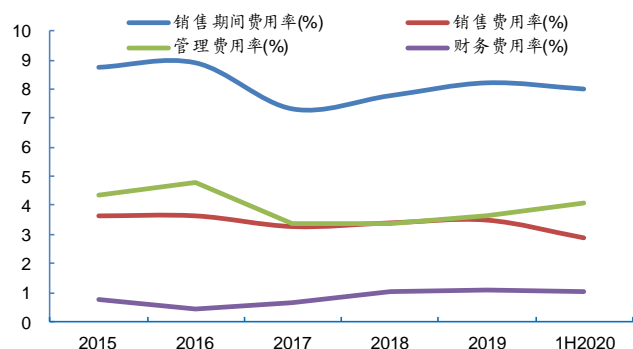
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图20 公司商品房销售签约均价稳步上行


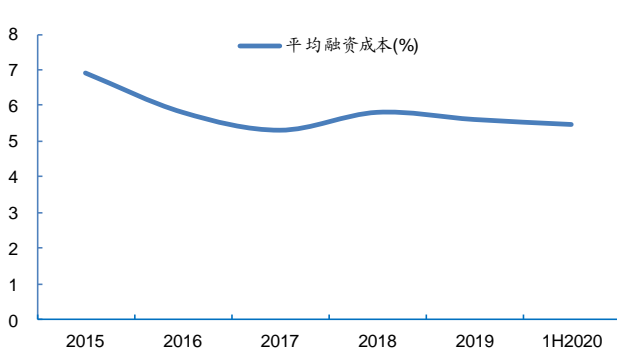
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

2.4 公司费用控制良好, 现金充裕, 严控负债率和融资成本

近年来, 公司注重经营层面控制费用水平, 三项费用呈现逐年下降趋势。截止 2020 年上半年, 公司销售期间费用率为 8%。同时, 公司近年来严控融资成本于 6% 以内。2020 年上半年, 公司成功发行 PPN、中票、公司债等融资工具, 市场踊跃参与, 发行利率持续走低, 整体平均融资成本控制在 5.46%。

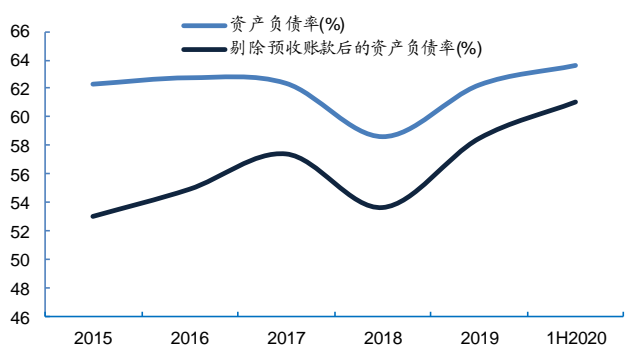
图21 近年来公司费用水平总体上呈下行趋势


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

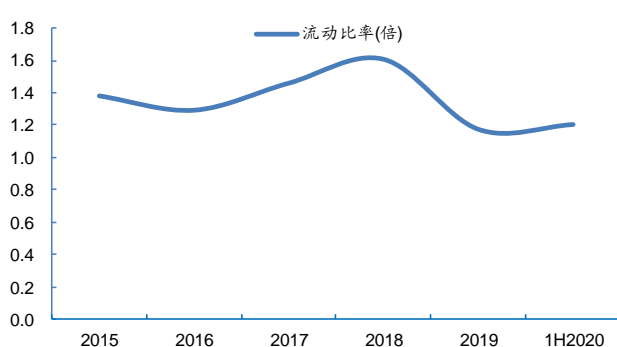
图22 近年来公司融资成本得到有效控制


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

其次, 近年来无论是公司的资产负债率还是剔除预收款后的资产负债率都保持在较低水平, 截止 2020 年上半年末分别为 63.6% 和 61.0%, 显示公司对负债率的管控是切实有效的。此外, 公司的短期现金覆盖情况较好。

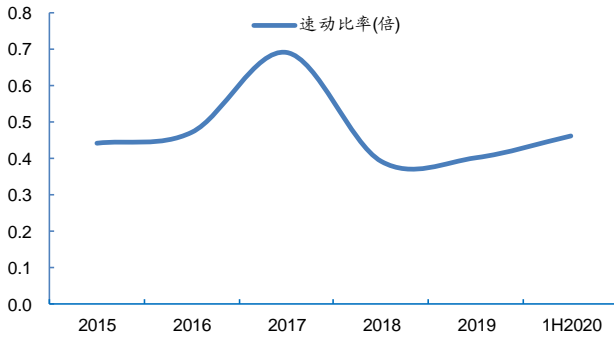
图23 近年来公司负债水平保持较低水平


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

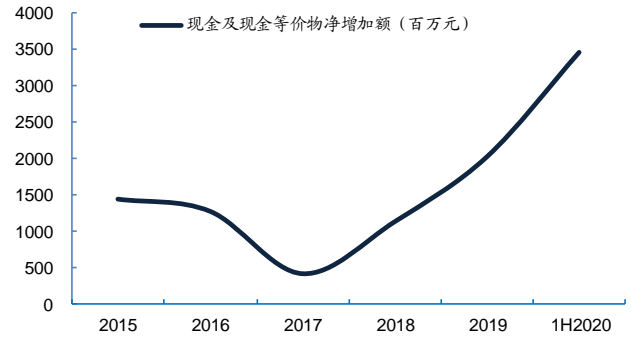
图24 近年来公司流动比率震荡下行


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

近年来, 公司现金流持续好转, 保持现金及现金等价物大幅上升。

图25 近年来公司速动比率总体趋势下行


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

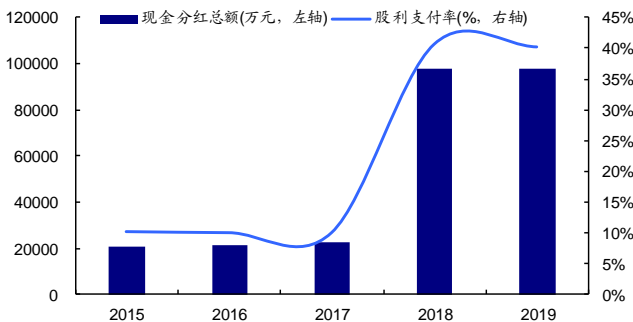
图26 近年来公司现金流持续好转


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

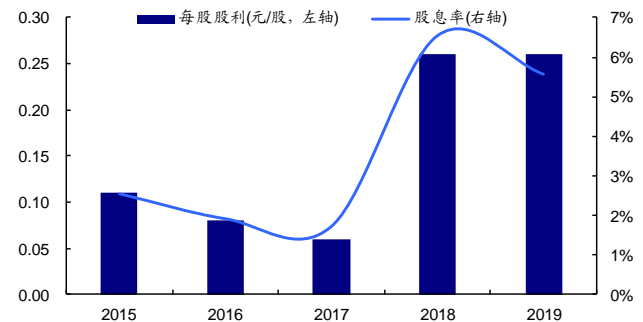
2.5 公司持续分红回馈股东

根据 2020 年 8 月 24 日《世茂股份:关于 2020 年中期业绩发布会召开情况的公告》,“大股东世茂集团在港股也一直是高分红的代表,世茂股份也是紧跟大股东的方向,2018、2019 连续 2 年分红比例维持在约 40%左右,努力回馈投资者。未来几年,公司会力争保持在 30%-40%的高分红区间”。

2018 年、2019 年,公司每股股息分别为 0.26 元/股,0.26 元/股,股利支付率分别为 40.57%和 40.14%,股息率分别为 6.55%和 5.58%。

图27 近年来公司现金分红大幅提升


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图28 近年来公司股息率大幅提升


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

3. 业务发展平衡, 持续保持稳健

3.1 房产销售业务

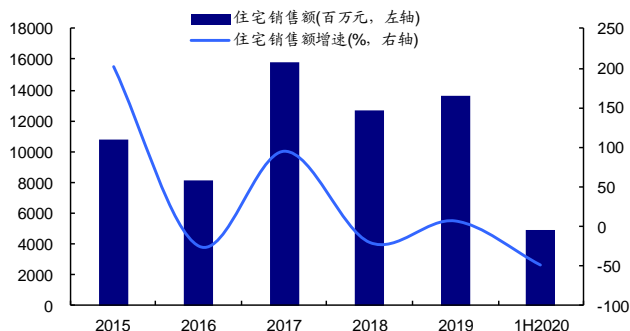
公司的房产销售包括住宅和商业地产两种物业类型。除 2020 年上半年受疫情影响以外,近几年公司住宅销售、商业地产销售、房屋租赁、物业管理、酒店运营收入保持相对稳定。

(一) 住宅销售

2019 年,公司实现住宅销售额 136.2 亿元,同比增加 7.23%。2020 年上半年,公司实现住宅销售额 48.8 亿元,同比下滑 48.4%。

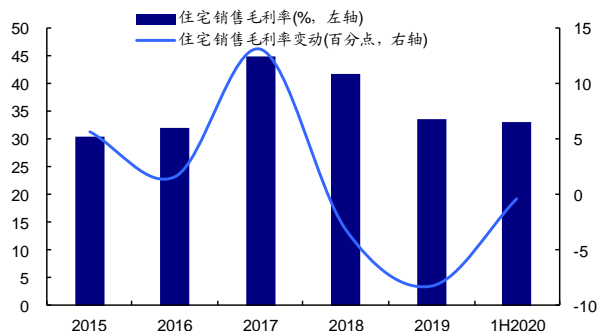
近年来,公司住宅销售毛利率持续保持在 30%以上。2019 年和 2020 年上半年,公司住宅销售毛利率分别为 33.6%和 33.2%。

图29 公司住宅销售收入情况



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图30 公司住宅销售收入毛利率情况



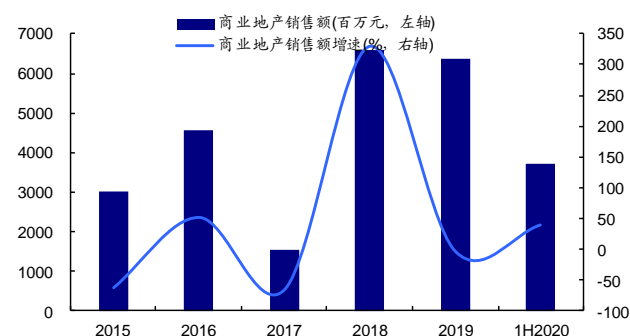
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

(二) 商业地产销售

除 2020 年上半年受疫情影响以外，近几年公司商业地产销售额高位运行。2019 年，公司实现商业地产销售额 63.8 亿元，同比下滑 3.12%。2020 年上半年，公司实现商业地产销售额 37.0 亿元，同比增加 39.2%。

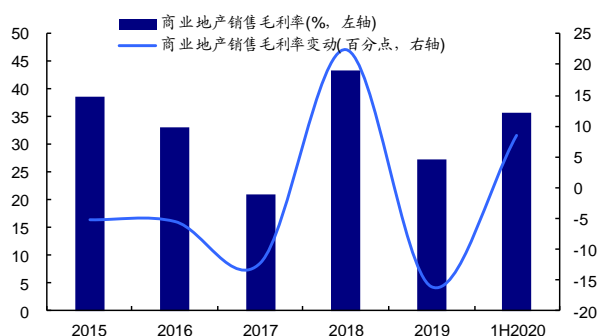
近年来，公司商业地产销售毛利率呈波动趋势。2019 年和 2020 年上半年，公司商业地产销售毛利率分别为 27.4%和 35.8%。

图31 公司商业地产销售收入情况



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图32 公司商业地产销售收入毛利率情况

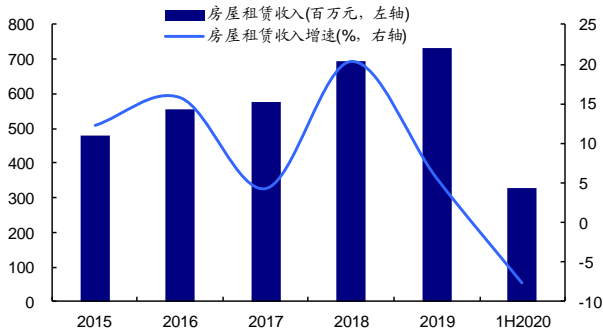


资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

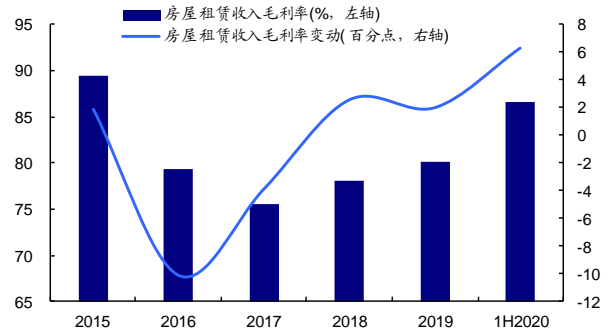
3.2 房屋租赁

2019 年，公司实现房屋租赁收入 7.33 亿元，同比增加 5.58%。2020 年上半年，公司实现房屋租赁收入 3.28 亿元，同比下滑 7.67%。

同期，公司房屋租赁毛利率呈上行趋势。2019 年和 2020 年上半年，公司房屋租赁毛利率分别为 80.2%和 86.5%。

图33 公司房屋租赁收入情况


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

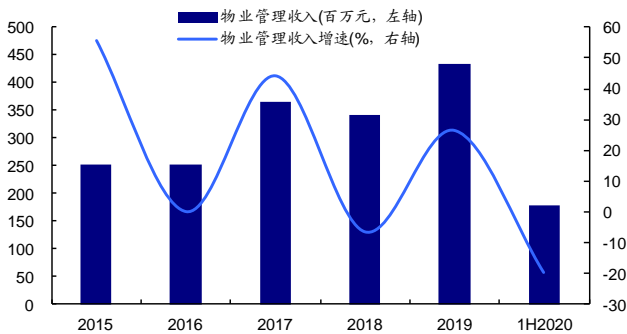
图34 公司房屋租赁毛利率情况


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

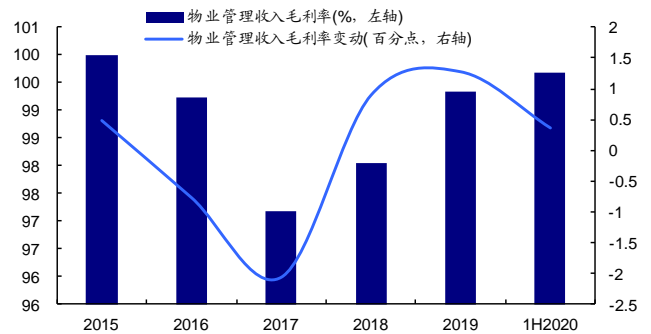
3.3 物业管理服务业务

2019年,公司实现物业管理服务收入4.33亿元,同比增加26.6%。2020年上半年,公司实现物业管理服务收入1.79亿元,同比下滑19.5%。

同期,公司物业管理服务收入毛利率震荡上行。2019年和2020年上半年,公司物业管理服务收入毛利率分别为99.3%和99.7%。

图35 公司物业管理服务业务收入情况


资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图36 公司物业管理服务业务毛利率情况


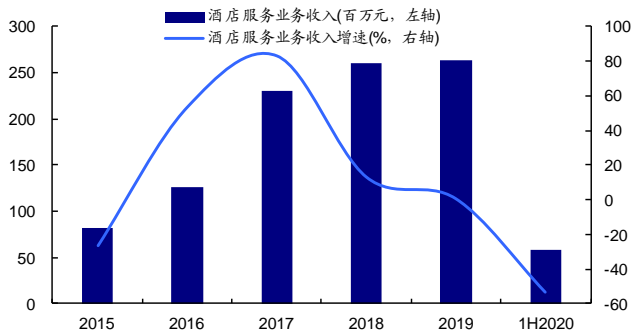
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

3.4 酒店服务业务

近几年公司酒店服务业务收入呈上升趋势。2019年,公司实现酒店服务业务收入2.63亿元,同比增加0.85%。2020年上半年,公司实现酒店服务业务收入0.59亿元,同比下滑53%。

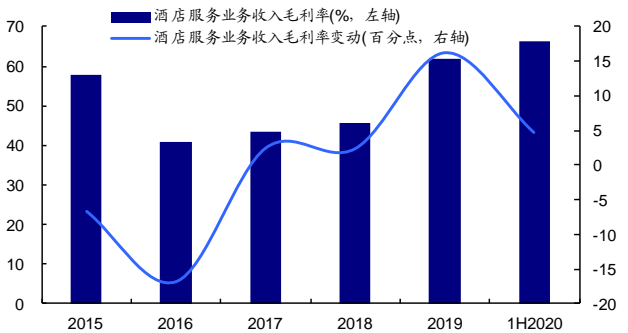
同期,公司酒店服务业务收入毛利率不断上行。2019年和2020年上半年,公司酒店服务业务收入毛利率分别为61.7%和66.4%。

图37 公司酒店服务业务收入情况



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图38 公司酒店服务业务毛利率情况



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

4. 制定五年千亿目标, 打造独特影响力

4.1 公司未来愿景、发展目标和四大优势

根据 2020 年 8 月 24 日《世茂股份: 关于 2020 年中期业绩发布会召开情况的公告》(以下简称《公告》), 公司未来发展的愿景是要致力于成为有独特影响力的商业地产运营商。所谓“独特”, 就是要从三个方面来体现, 分别是标杆项目独特、产品形态丰富、多元业务赋能。所谓“影响力”则要通过规模扩张发展和战略合作双赢来打造。

为实现这一愿景, 公司制定“千亿 600823”五年发展战略, 正好也是公司的证券代码(也称为六八二二三计划)。本次发布会对公司, 千亿销售目标以及实现目标的资源、路径和平台做出相关介绍和要求。

发展目标上, 首先, 公司计划至 2024 年销售签约达到 1000 亿元, 权益后销售签约力争达到 600 亿元以上。其次, 希望五年后, 公司在国内商业地产领域有能力跻身行业前十, 轻资产商管平台能运营管理超过 100 个项目, 主题娱乐平台每年能为 1000 万家庭带来欢乐, 金融服务平台能保障消费者 365 天的美好生活。

该《公告》披露, 公司今年的签约目标是 270 亿元, 要达成千亿的销售目标, 未来 5 年的年化增长约 40%左右。随着销售签约的快速增长, 自持及经营管理收入的年化增长也要达到约 30%左右。根据公司 2020 年半年报披露, 2020 年上半年, 公司房屋租赁、物业管理服务业务和酒店服务业务收入分别为 3.28 亿元、1.79 亿元和 5856 万元, 合计为 5.66 亿元, 假设 2020 年全年上述三项业务收入合计为上半年的 2 倍, 则 2020 年预计上述三项业务收入合计 11.31 亿元。由此可知, 按《公告》中预估的年化增长率 30% 计算, 未来第 5 年公司上述三项业务收入合计为 41.99 亿元。

该《公告》披露, 2020 年上半年, 土储方面, 公司斩获 6 幅新地块, 合计新增土储 183 万平米; 商业运营方面, 位于深圳前海、长沙的两栋地标性办公楼于上半年正式入市, 公司商业禀赋不断增强; 物业销售方面, 销售均价再创新高, 达 2.38 万元/平米。

根据公司《世茂股份 2020 年一季度房地产项目经营情况简报》、《世茂股份 2020 年二季度房地产项目经营情况简报》, 公司 2020 年上半年, 公司新增 6 幅新地块, 合计新增土储地价合计 125.37 亿元, 折合土地平均成本 6851 元/平米, 占销售均价的 2.38 万元/平米的 28.79%, 具有较高的未来物业销售利润释放潜力。

表 2 公司 2020 年上半年购地情况

序号	位置	项目	地块名称	土地面积 (平方米)	容积率	地价 (亿元)	公司所占权益	备注
1	厦门	厦门云街项目	H2015G02 地块	35117	3.6	10.26	50%	股权价格 5.13 亿元
2	济南	济南唐冶项目	2017-G076 地块	107658	3.6	6.07	100%	股权价格 6.07 亿元
3	武汉	武汉左岭新城项目	P(2019)170 号地块	89546	A 地块 2.5 B 地块 3.15	12.07	15%	股权价格 1.81 亿元
4	荥阳	荥阳华中健康国际城项目	荥政储(2019)52-3 号地块	37292	3.5	1.67	50%	
5	福州	福州帝封江项目	2020-23 号地块	379393	1.0~1.37	61.50	51%	
6	宁波	宁波鄞州区潘火路地块	甬储出 2020-043 号地块	72883	a 地块 1.3~3.4 b 地块 1.3~2.8	33.80	51%	
总地价 (亿元)						125.37		
平均地价 (元/平方米)						6850.82		

注：项目 1-3 的地价数据是根据“备注的股权价格”和“公司所占权益”测算出来（例如，厦门云街项目的地价 10.26 亿元=5.13 亿元/50%；济南唐冶项目的地价 6.07 亿元=6.07 亿元/100%；武汉左岭新城项目的地价 12.07 亿元=1.81 亿元/15%）。

资料来源：公司《世茂股份 2020 年一季度房地产项目经营情况简报》、《世茂股份 2020 年二季度房地产项目经营情况简报》、海通证券研究所

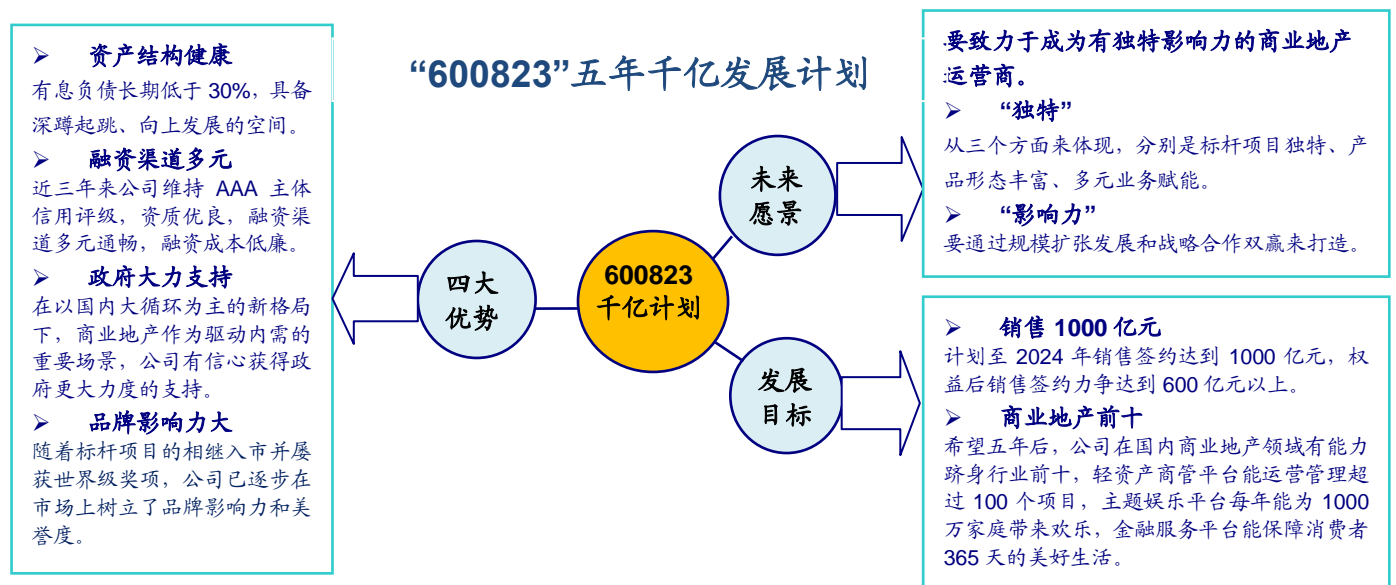
中长期看，公司储备了约 2000 亿元未来可售货值，均布局在国家重点区域及沿海发达经济带，其中大湾区 750 亿元、福建区 330 亿元、环渤海区 310 亿元、长三角区 200 亿元。从城市能级的分布上来看，一二线城市储备的可售货值占比达到 87% 以上。

长远来看，商业项目的落子布局将紧跟国家战略，聚焦以大湾区为首的核心城市群，深耕发展。预计未来 5 年累计新入市项目的体量将有望达到 220 万 m²，其中大湾区将达到 100 万 m²。

我们认为，公司同时拥有的四大优势将有效助力千亿目标的达成。

首先，公司当前资产结构健康，有息负债长期低于 30%，具备深蹲起跳、向上发展的空间；其次，近三年来公司维持 AAA 主体信用评级，资质优良，融资渠道多元通畅，融资成本低廉；第三，在以国内大循环为主的新格局下，商业地产作为驱动内需的重要场景，公司有信心获得政府更大力度的支持；第四，随着标杆项目的相继入市并屡获世界级奖项，公司已逐步在市场上树立了品牌影响力和美誉度。

图 39 公司未来愿景、发展目标和四大优势

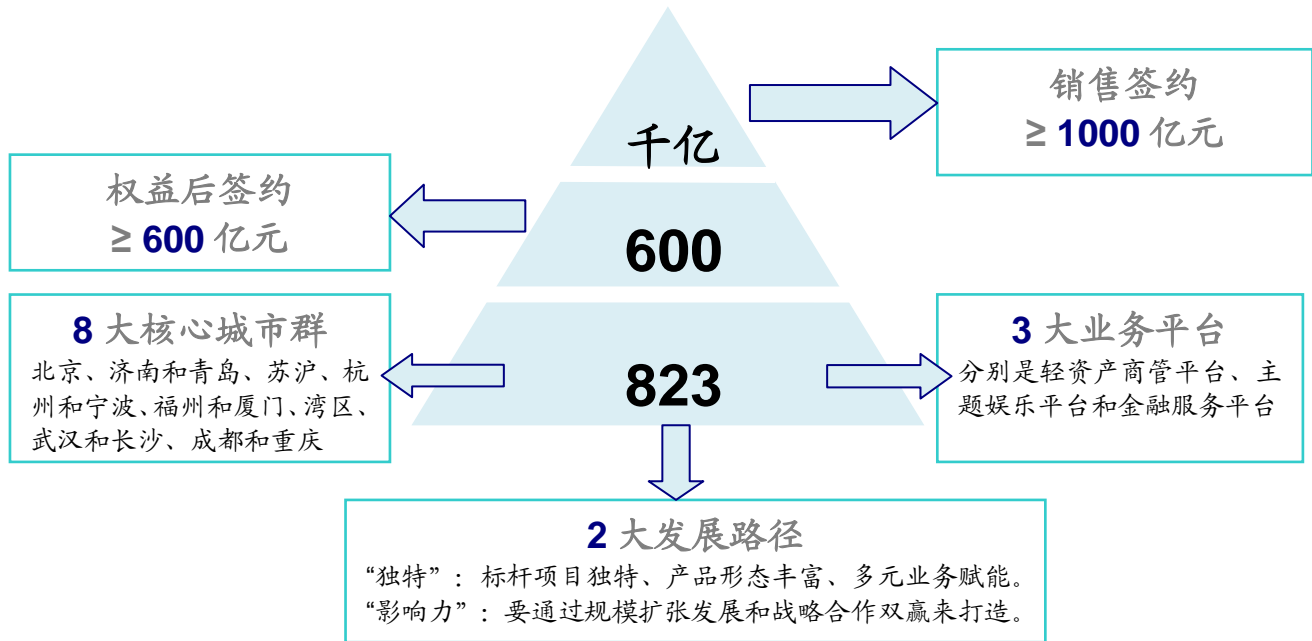


资料来源：2020 年 8 月 24 日《世茂股份：关于 2020 年中期业绩发布会召开情况的公告》、海通证券研究所

4.2 “600823”计划分解

为了达成上述目标，公司将深耕八大核心城市群，坚持两大发展路径，研究并力争孵化三大业务平台。

图40 公司“600823”计划的分解



资料来源：2020年8月24日《世茂股份：关于2020年中期业绩发布会召开情况的公告》、海通证券研究所

公司计划中八大城市群，分别是：北京、济南和青岛、苏沪、杭州和宁波、福州和厦门、湾区、武汉和长沙、成都和重庆。所谓两大发展路径是指，“独特”：标杆项目独特、产品形态丰富、多元业务赋能；“影响力”：要通过规模扩张发展和战略合作双赢来打造。所谓三大业务平台是指，公司将研究并力争在未来五年，孵化三大业务平台，积极对接资本市场。分别是轻资产商管平台、主题娱乐平台和金融服务平台。

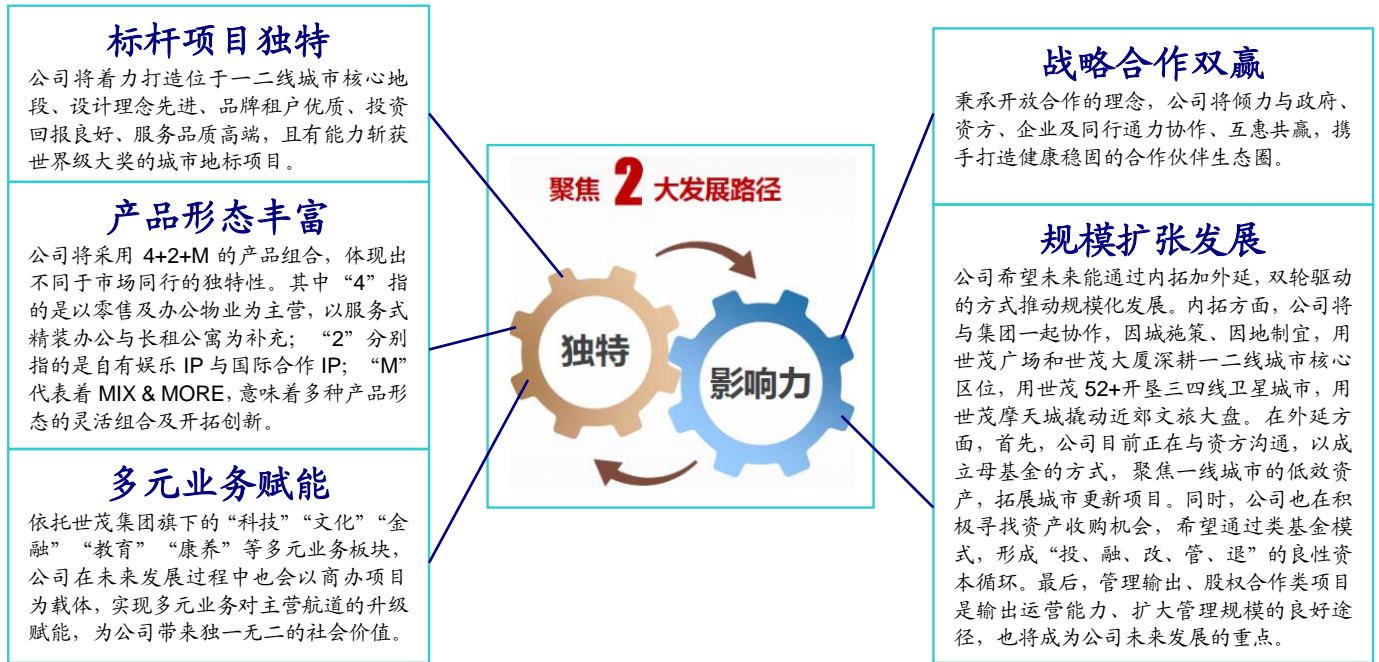
4.3 “2 大发展路径”，战略方向清晰

战略目标的达成，除四大优势助力及对核心资源的深耕外，更重要的是要选择并坚持走有自身特色的发展道路，从而实现成为具有独特影响力的商业地产运营商的愿景。

独特性方面：首先，公司将着力打造位于一二线城市核心地段、设计理念先进、品牌租户优质、投资回报良好、服务品质高端，且有能力斩获世界级大奖的城市地标项目。其次，在产品形态方面，公司将采用 4+2+M 的产品组合，体现出不同于市场同行的独特性。4+2+M 的产品组合旨在覆盖城市生活全部，构筑大生活生态圈，创造无限可能的生活方式。同时，依托世茂集团旗下的“科技”“文化”“金融”“教育”“康养”等多元业务板块，公司在未来发展过程中也会以商办项目为载体，实现多元业务对主营航道的升级赋能，为公司带来独一无二的社会价值。

影响力方面：秉承开放合作的理念，公司将倾力与政府、资方、企业及同行通力协作、互惠共赢，携手打造健康稳固的合作伙伴生态圈。与此同时，规模扩张是获得行业竞争力和市场影响力的基础，公司希望未来能通过内拓加外延，双轮驱动的方式推动规模化发展。

图41 公司 2 大发展路径的进一步分解



资料来源：2020 年 8 月 24 日《世茂股份：关于 2020 年中期业绩发布会召开情况的公告》、海通证券研究所

4.4 公司高层管理人员到位

第八届董事会第二十一次会议于 2020 年 7 月 8 日审议通过了《关于聘任公司总裁的议案》，同意聘任吴凌华先生担任公司总裁，任期自 2020 年 7 月 8 日起至本届董事会任期结束日止；2020 年 7 月 30 日 2020 年第一次临时股东大会审议通过了《关于选举第八届董事会董事的议案》，同意选举吴凌华先生担任公司董事，任期自股东大会审议通过之日起至本届董事会届满。吴凌华先生当选公司董事后将同时担任董事会战略委员会委员、董事会薪酬与考核委员会委员。

关于吴凌华先生的介绍如下：吴凌华先生，47 岁，南京大学经济法硕士，现任公司总裁；历任公司副总裁，华润置地有限公司商业地产事业部常务副总经理、华润置地（南宁）有限公司副总经理，华润（深圳）有限公司华润中心总经理。

5. 业绩预测和估值建议

5.1 公司业绩预测

根据公司 2020 年 8 月 27 日《世茂股份：关于 2020 年中期业绩发布会召开情况的公告》披露：公司今年的签约目标是 270 亿元，要达成千亿的销售目标，未来 5 年的年化增长约 40% 左右。因此，我们提升公司 2022 年的归母净利润预测值增速至 40%（一般销售到结算周期为两年左右）。

由此，我们预计 2020 年公司合计结算面积约 85.67 万平，合计结算收入 218.53 亿元；2021 年，我们预计合计结算面积 124.96 万平，合计结算收入 318.76 亿元；2022 年，我们预计合计结算面积 177.76 万平，合计结算收入 453.42 亿元。

表 3 2020-2022 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表

项目	2020 年结转面积 (万平)	2021 年结转面积 (万平)	2022 年结转面积 (万平)	2020 年结转收入 (百万元)	2021 年结转收入 (百万元)	2022 年结转收入 (百万元)
天津世茂悦府	1.08	1.58	2.25	324.74	473.68	673.80
常熟世茂世纪中心	1.24	1.80	2.57	309.28	451.13	641.71
昆山商业项目	0.31	0.45	0.64	46.39	67.67	96.26
苏州世茂铜雀台 7#-湖滨	0.67	0.98	1.39	134.02	195.49	278.07
苏州世茂铜雀台 6#-世纪	0.31	0.45	0.64	154.64	225.56	320.86
青岛世奥大厦	0.57	0.83	1.18	311.86	454.89	647.06
青岛世茂国际中心	0.88	1.28	1.82	306.70	447.37	636.36
青岛世茂诺沙湾	0.26	0.38	0.53	90.21	131.58	187.17
常州世茂广场	0.62	0.90	1.28	123.71	180.45	256.68
无锡世茂广场	2.42	3.53	5.03	363.40	530.08	754.01
宁波世茂滨江府	0.36	0.53	0.75	90.21	131.58	187.17
南京世茂外滩新城	2.94	4.29	6.10	881.44	1285.71	1828.88
武汉世茂嘉年华	4.28	6.24	8.88	855.67	1248.12	1775.40
沈阳世茂五河商业项目	3.87	5.64	8.02	773.20	1127.82	1604.28
长沙世茂广场	0.88	1.28	1.82	131.44	191.73	272.73
石狮世茂摩天城	11.44	16.69	23.74	1716.49	2503.76	3561.50
济南世茂天城	1.44	2.11	2.99	360.82	526.32	748.66
厦门集美世茂璀璨天城	1.96	2.86	4.06	489.69	714.29	1016.04
南昌水城世茂 PM	0.00	0.00	0.00	0.08	0.11	0.16
杭州世茂智慧之门	1.44	2.11	2.99	432.99	631.58	898.40
深圳世茂前海中心	0.88	1.28	1.82	525.77	766.92	1090.91
济南翡丽公馆	1.08	1.58	2.25	216.49	315.79	449.20
泉州洛江世茂璀璨天城	0.52	0.75	1.07	231.96	338.35	481.28
福州 108 大楼项目	1.60	2.33	3.32	399.48	582.71	828.88
深圳龙岗项目	6.60	9.62	13.69	3958.76	5774.44	8213.90
福州台江金融街项目	0.26	0.38	0.53	77.32	112.78	160.43
深圳坪山项目	0.98	1.43	2.03	587.63	857.14	1219.25
泉州台商百崎湖项目	2.58	3.76	5.35	773.20	1127.82	1604.28
湖北荆门项目	6.60	9.62	13.69	1319.59	1924.81	2737.97
长沙正圆世茂云锦项目	1.60	2.33	3.32	479.38	699.25	994.65
南京 G02 项目	0.88	1.28	1.82	262.89	383.46	545.45
杭州蒋村项目	0.93	1.35	1.93	278.35	406.02	577.54
昆明巫家坝项目	0.82	1.20	1.71	164.95	240.60	342.25
怀来项目	1.55	2.26	3.21	309.28	451.13	641.71
重庆越洋广场项目	1.80	2.63	3.74	360.82	526.32	748.66
重庆中心项目	3.51	5.11	7.27	701.03	1022.56	1454.55
济南机床一厂项目	1.60	2.33	3.32	319.59	466.17	663.10
济南长清东王二期项目	1.19	1.73	2.46	237.11	345.86	491.98
淄博 CBD 项目	3.51	5.11	7.27	701.03	1022.56	1454.55
珠海项目	5.00	7.29	10.37	1000.00	1458.65	2074.87
永泰青云小镇项目	1.70	2.48	3.53	340.21	496.24	705.88
玉林公园九里项目	1.39	2.03	2.89	278.35	406.02	577.54
玉林悦湖湾项目	2.01	2.93	4.17	402.06	586.47	834.22
张家港永安路项目	0.15	0.23	0.32	30.93	45.11	64.17
合计	85.67	124.96	177.76	21853.17	31876.05	45342.41

资料来源：公司 2019 年年报、海通证券研究所

根据《公告》披露，随着销售签约的快速增长，自持及经营管理收入的年化增长也要达到约 30% 左右。根据公司 2020 年半年报披露，2020 年上半年，公司房屋租赁、物业管理服务业务和酒店服务业务收入分别为 3.28 亿元、1.79 亿元和 5856 万元，合计为 5.66 亿元，假设 2020 年全年上述三项业务收入合计为上半年的 2 倍，则 2020 年预计上述三项业务收入合计 11.31 亿元，据此可知 2021 年、2022 年房屋租赁、物业管理服务业务和酒店服务业务收入合计分别为 14.70 亿元和 19.11 亿元。

假设其他主营业务收入的复合增速为 10%，则 2020-2022 年公司营业收入分别达到 230.07 亿元、333.72 亿元和 472.82 亿元。

表 4 2020-2022 年公司分项目业务收入预测表 (百万元)

业务收入	2020E	2021E	2022E
房地产开发收入	21853.17	31876.05	45342.41
房屋租赁、物业管理服务业务和酒店服务业务收入	1131.04	1470.35	1911.46
其他主营业务收入	23.28	25.61	28.17
合计	23007.49	33372.01	47282.03

注：业绩预测来自海通证券地产组盈利预测。

资料来源：公司 2019 年年报、海通证券研究所

由此，我们预计 2020-2022 年公司将分别实现净利润 24.32 亿元、31.65 亿元和 44.37 亿元，则公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.65 元、0.84 元和 1.18 元。如果以 2019 年归母净利润为基数，可以知道公司 2019 年以后的未来三年的归母净利润复合增速为 22.24%。

表 5 公司盈利预测表 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	18668.59	20674.23	21449.13	23007.49	33372.01	47282.03
二、营业总成本	14122.08	14822.71	17223.04	17975.50	26242.55	37198.28
营业成本	10281.42	11461.71	13940.65	14640.44	21331.55	30319.54
三、营业利润	5351.88	6826.75	5358.46	5157.78	7267.83	10235.96
加：营业外收支	-39.69	-184.35	-8.96	-9.86	-10.84	-11.93
四、利润总额	5312.19	6642.41	5349.50	5147.93	7256.98	10224.03
减：所得税	1595.88	1916.23	1508.08	1286.98	2068.24	2913.85
五、净利润	3716.31	4726.18	3841.41	3860.94	5188.74	7310.18
减：少数股东损益	1489.75	2322.37	1411.87	1428.55	2023.61	2872.90
六、归属母公司所有者净利润	2226.57	2403.81	2429.55	2432.39	3165.13	4437.28
股本 (百万股)	3751.17	3751.17	3751.17	3751.17	3751.17	3751.17
每股收益 (元/股)	0.59	0.64	0.65	0.65	0.84	1.18

资料来源：公司 2017-2019 年年报、海通证券研究所

5.2 公司估值测算

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 1H2020 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。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%”，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 将是 0.65 元、0.84 元和 1.18 元，参考可比公司的动态 PEG 估值为 0.63 倍，我们给予公司 2020 年动态 PEG 估值区间 0.45-0.5 倍，公司未来三年的归母净利润复合增速为 22.24%，由此对应的公司合理价值区间为 6.51-7.23 元，维持公司“优于大市”评级。

表 6 可比公司业绩及其估值表 (截至 2020 年 11 月 6 日)

序号	项目	2020 年 EPS (元/股)	2020 年 PE (倍)	未来三年 EPS 复合增速 (%)	PEG (倍)
01109.HK	华润置地	4.21	7.17	10.81	0.66
00960.HK	龙湖集团	3.65	11.13	19.01	0.59
000402.SZ	金融街	1.18	5.81	8.88	0.65
	合计		8.03	12.90	0.63

注：考虑到公司母公司为位列行业前八的世茂集团，因此增加位列前十的华润集团和龙湖地产；同时原可比公司北辰实业不再覆盖且没有 Wind 盈利一致预期，因此删除。2020 年 11 月 6 日港元汇率为 0.85498 元人民币/港元。

资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

6. 主要不确定因素

公司租售业务面临加息和政策调控风险，以及经济下滑风险。

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	23007	33372	47282
每股收益	0.65	0.65	0.84	1.18	营业成本	13941	14640	21332	30320
每股净资产	6.77	7.01	7.47	8.22	毛利率%	35.0%	36.4%	36.1%	35.9%
每股经营现金流	1.26	1.89	1.56	2.23	营业税金及附加	1458	1495	2253	3192
每股股利	0.26	0.19	0.25	0.35	营业税金率%	6.8%	6.5%	6.8%	6.8%
价值评估 (倍)					营业费用	753	805	1240	1757
P/E	9.28	9.27	7.12	5.08	营业费用率%	3.5%	3.5%	3.7%	3.7%
P/B	0.89	0.86	0.80	0.73	管理费用	776	808	1171	1660
P/S	1.05	0.98	0.68	0.48	管理费用率%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	6.70	5.26	3.41	1.95	EBIT	4521	5259	7376	10354
股息率%	4.33%	3.24%	4.21%	5.90%	财务费用	232	227	247	270
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	1.0%	0.7%	0.6%
毛利率	35.0%	36.4%	36.1%	35.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	11.3%	10.6%	9.5%	9.4%	投资收益	111	123	135	148
净资产收益率	9.6%	9.2%	11.3%	14.4%	营业利润	5358	5158	7268	10236
资产回报率	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%	营业外收支	-9	-10	-11	-12
投资回报率	5.7%	7.5%	10.2%	14.8%	利润总额	5349	5148	7257	10224
盈利增长 (%)					EBITDA	4638	5279	7406	10392
营业收入增长率	3.7%	7.3%	45.0%	41.7%	所得税	1508	1287	2068	2914
EBIT 增长率	-24.4%	16.3%	40.3%	40.4%	有效所得税率%	28.2%	25.0%	28.5%	28.5%
净利润增长率	1.1%	0.1%	30.1%	40.2%	少数股东损益	1412	1429	2024	2873
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2430	2432	3165	4437
资产负债率	62.2%	61.8%	66.3%	70.0%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	货币资金	12827	17171	20661	26170
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	应收账款及应收票据	2788	2979	4321	6122
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.2	存货	48694	48095	67272	92749
经营效率指标					其它流动资产	9170	7917	11294	15829
应收帐款周转天数	47.3	47.3	47.3	47.3	流动资产合计	73479	76162	103549	140870
存货周转天数	1347.2	1199.0	1151.1	1116.6	长期股权投资	992	992	992	992
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	固定资产	1711	2091	2261	2383
固定资产周转率	12.6	12.1	15.3	20.4	在建工程	0	87	183	288
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	无形资产	282	282	282	282
净利润	2430	2432	3165	4437	非流动资产合计	54085	56052	57617	59045
少数股东损益	1412	1429	2024	2873	资产总计	127564	132213	161166	199914
非现金支出	180	20	30	38	短期借款	400	1000	1500	1500
非经营收益	-644	288	304	315	应付票据及应付账款	14004	13063	19033	27052
营运资金变动	1333	2915	322	712	预收账款	4769	5115	7419	10512
经营活动现金流	4711	7084	5845	8376	其它流动负债	43436	45284	61228	82641
资产	-1000	-497	-307	-277	流动负债合计	62608	64462	89180	121705
投资	-646	-1500	-1300	-1200	长期借款	5704	6154	6649	7194
其他	876	123	135	148	其它长期负债	11047	11047	11047	11047
投资活动现金流	-770	-1874	-1472	-1329	非流动负债合计	16752	17202	17697	18241
债权募资	1593	600	500	545	负债总计	79360	81663	106877	139946
股权募资	49	0	0	0	实收资本	3751	3751	3751	3751
其他	-3561	-1466	-1383	-2083	普通股股东权益	25383	26301	28016	30822
融资活动现金流	-1920	-866	-883	-1538	少数股东权益	22821	24249	26273	29146
现金净流量	2031	4344	3491	5509	负债和所有者权益合计	127564	132213	161166	199914

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 06 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,光大嘉宝,浦东金桥,华侨城 A,华润置地,城建发展,碧桂园,新湖中宝,中华企业,金科股份,光明地产,雅生活服务,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,金融街,中国海外发展,融创中国,电子城,世茂集团,外高桥

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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼珊(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zxx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 联系人
 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com
 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
 张高伟 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
 联系人
 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
 联系人
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 郭金珏(010)58067851 gjj12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com