

世茂 (813 HK)

8,000 亿可售货值在手

- ❖ **盈利符合预期。**2017年，公司实现收入704亿人民币(下同)，增长18.8%；净利润78.4亿，增长51.6%。2017年平均销售价格增长17.6%，是收入增长主要因素。毛利率同比提升2.9个百分点至30.4%。此外，公司在2017年录得15亿的汇兑收益。除去投资物业重估的核心利润为75.9亿，增长85.9%，低于我们预期1.1%，这主要由于高于预期的税务支出。
- ❖ **2018年销售目标1,400亿。**2017年，公司实现合约销售1,008亿，增长47.9%，销售面积606万平，增长23.3%。2017年去化率同比提升6个百分点，主要是由于公司在去年增加了三四线城市的销售。2018年，公司可售货值2,335亿，相当于1,373万平。基于60%的去化率，公司将今年销售目标设定在1,400亿，同时将在一线和强二线城市重点推出改善型住宅，保证今年销售目标的完成。
- ❖ **计划在未来3-5年分拆酒店资产上市。**由于出售一座投资物业及上海世茂国际广场翻新，2017年公司租金收入减少4.2%至6.8亿，但酒店收入则同比增长16.5%至17.08亿。此外，由于前2年公司新酒店陆续投入运营，2017年酒店板块EBITDA增长25.4%至5.58亿，EBITDA利润率提升2.3个百分点至32.7%。截止到2017年底，公司共运营18座酒店，6,487个房价。公司认为现有的会计标准并不能完全反映酒店业务的真实价值，并考虑在未来3-5年分拆酒店资产上市。
- ❖ **权益土储3,497万平。**2017年，公司共获取51个土地项目，总权益建面694万平，权益金额679亿。截止到2017年底，公司在46个内地城市和香港拥有165个项目，总建面4,790万平，权益建面3,497万平。公司预计目前土储货值达8,000亿，平均土地成本5,108元/平。
- ❖ **上调预测及目标价。**截止到2017年底，公司净负债率为56.5%，较2016年底的51.1%略有上升，但仍处于安全范围。我们分别上调2018-2019年的净利润预测4.6%及22.1%至86.2亿及109亿港币。我们同时推出2018年每股净资产为HK\$30.33，因此目标价由15.27港元调升至21.33港元，相等于30%的与净资产折让，维持持有评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	59,286	70,426	86,827	105,006	120,744
净利润(百万人民币)	5,172	7,840	8,615	10,916	12,694
每股收益(人民币)	1.51	2.32	2.54	3.22	3.75
每股收益变动(%)	(14.8)	54.3	9.4	26.7	16.3
市盈率(x)	12.1	7.8	7.1	5.6	4.9
市帐率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.5	4.6	5.1	6.5	7.4
权益收益率(%)	9.9	13.6	13.6	15.4	16.0
净财务杠杆率(%)	51.1	56.5	44.0	43.6	43.7

资料来源：公司及招银国际研究

持有 (维持)

目标价	HK\$21.23
(过去目标价)	HK\$15.27
潜在升幅	-1.9%
当前股价	HK\$21.65

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	73,329
3月平均流通量(百万港元)	191
5周内股价高/低(港元)	25.2/11.66
总股本(百万)	3,387

资料来源：彭博

股东结构

许荣茂	67.6%
自由流通	32.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.1%	-2.6%
3-月	23.2%	18.5%
6-月	36.2%	21.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: PwC

公司网站: www.shimaoproperty.com

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	59,286	70,426	86,827	105,006	120,744
物业发展	56,197	66,796	82,680	100,224	115,200
物业投资	710	680	721	778	856
酒店	1,466	1,708	1,998	2,318	2,666
其他	913	1,242	1,428	1,685	2,023
销售成本	(42,938)	(48,996)	(60,859)	(73,687)	(84,729)
毛利	16,348	21,430	25,969	31,319	36,016
销售费用	(1,353)	(1,462)	(1,823)	(2,205)	(2,536)
行政费用	(2,743)	(2,990)	(3,299)	(3,675)	(4,105)
其他收益	570	21	46	35	(4)
息税前收益	12,823	16,999	20,892	25,473	29,371
融资成本	(1,176)	1,328	(323)	(304)	(334)
联营公司	(448)	(315)	(320)	(350)	(380)
特殊收入	1,997	679	-	-	-
税前利润	13,196	18,692	20,249	24,819	28,657
所得税	(5,685)	(8,121)	(9,416)	(11,474)	(13,216)
非控制股东权益	(2,339)	(2,730)	(2,218)	(2,430)	(2,746)
净利润	5,172	7,840	8,615	10,916	12,694
核心净利润	4,083	7,589	8,615	10,916	12,694

来源:公司资料,招银国际则预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	72,713	85,027	79,641	82,241	86,641
物业、厂房及设备	21,712	21,690	21,800	22,200	22,600
投资物业	32,271	34,036	34,800	36,000	38,000
联营公司	12,019	16,418	15,000	16,000	18,000
无形资产	1,841	1,841	1,841	1,841	1,841
其他	4,870	11,042	6,200	6,200	6,200
流动资产	189,190	222,531	218,922	235,365	249,192
现金及现金等价物	22,235	33,007	27,272	28,065	25,592
应收贸易款项	20,257	15,584	21,850	23,000	25,000
关连款项	2,623	16,036	5,600	5,800	5,800
存货	138,294	155,160	160,000	174,000	188,000
其他	5,782	2,745	4,200	4,500	4,800
流动负债	118,609	135,477	134,700	142,500	151,800
借债	17,927	18,326	17,500	18,500	20,000
应付贸易账款	59,211	67,641	72,200	78,000	85,000
应付税项	13,683	15,641	15,000	16,000	16,800
关连款项	27,789	33,869	30,000	30,000	30,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	55,077	75,335	61,000	64,000	64,000
借债	49,411	69,309	55,000	58,000	58,000
递延税项	5,667	6,025	6,000	6,000	6,000
其他	-	-	-	-	-
净资产总值	88,217	96,747	102,863	111,106	120,033
股东权益	52,456	57,635	63,262	70,906	79,333
少数股东权益	31,261	34,912	35,400	36,000	36,500
永续债	4,500	4,200	4,200	4,200	4,200
总权益	88,217	96,747	102,862	111,106	120,033

来源:公司资料,招银国际则预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	12,823	16,999	20,892	25,473	29,371
折旧和摊销	514	665	651	654	666
营运资金变动	(7,185)	(5,977)	(9,630)	(12,150)	(14,000)
税务开支	(4,531)	(5,804)	(10,082)	(10,474)	(12,416)
其他	(5,083)	4,536	(1,897)	(1,126)	585
经营活动所得现金净额	(3,461)	10,420	(67)	2,378	4,205
购置固定资产	(1,624)	687	541	254	266
联营公司	(863)	(6,269)	548	(2,317)	(4,127)
其他	(3,020)	(6,172)	4,842	-	-
投资活动所得现金净额	(5,507)	(11,754)	5,931	(2,063)	(3,861)
股份发行	(796)	-	-	-	-
净银行借贷	(4,581)	20,298	(15,135)	4,000	1,500
股息	(2,325)	(2,403)	(2,981)	(3,272)	(4,268)
其他	13,411	(7,333)	6,567	(200)	-
融资活动所得现金净额	5,709	10,563	(11,549)	528	(2,768)
现金增加净额	(3,258)	9,229	(5,685)	843	(2,423)
年初现金及现金等价物	22,592	19,359	28,537	22,803	23,596
汇兑	25	(50)	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	19,359	28,537	22,803	23,596	21,123
受限制现金	2,876	4,469	4,469	4,469	4,469
资产负债表的现金	22,235	33,007	27,272	28,065	25,592

来源:公司资料,招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业发展	94.8	94.8	95.2	95.4	95.4
物业投资	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
酒店	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
其他	1.5	1.8	1.6	1.6	1.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长(%)

收入	2.7	18.8	23.3	20.9	15.0
毛利	(0.6)	31.1	21.2	20.6	15.0
经营利润	(0.1)	32.6	22.9	21.9	15.3
净利润	(15.4)	51.6	9.9	26.7	16.3

盈利能力比率(%)

毛利率	27.6	30.4	29.9	29.8	29.8
税前利率	22.3	26.5	23.3	23.6	23.7
净利润率	8.7	11.1	9.9	10.4	10.5
核心净利润率	6.9	10.8	9.9	10.4	10.5
有效税率	43.1	43.4	46.5	46.2	46.1

资产负债比率

流动比率(x)	1.6	1.6	1.6	1.7	1.6
平均应收账款周转天数	62.4	40.4	45.9	40.0	37.8
平均应付账款周转天数	492.8	472.5	419.3	372.0	351.1
平均存货周转天数	1,140.4	1,093.0	945.1	827.2	779.7
净负债/总权益比率(%)	51.1	56.5	44.0	43.6	43.7

回报率(%)

资本回报率	9.9	13.6	13.6	15.4	16.0
资产回报率	2.0	2.8	2.8	3.5	3.9

每股数据

每股盈利(人民币)	1.51	2.32	2.54	3.22	3.75
每股股息(港元)	0.76	1.00	1.10	1.40	1.60
每股账面值(人民币)	15.43	17.02	18.68	20.93	23.42

来源:公司资料,招银国际则预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。