

## 世茂 (813 HK, HK\$10.82, 目標價: HK\$16.79, 買入) — 主席增持

- ❖ **核心中期盈利下跌 12%**。因為交付面積增加 27.4%至 250 萬平方米，2015 上半年世茂營業額上升 23.3%至 292 億元(人民幣·下同)。不過毛利率下降 3.4 個百分點至期內的 30.7%。因為合資項目需要撥備，所以世茂在聯營公司錄取虧損 3.74 億元。在扣除 4.1 億元的稅後投資物業重估收益，2015 上半年的經常性盈利下跌 12.1%至 30.9 億元。公司宣佈派發中期息每股 0.3 港元。
- ❖ **2015 年 1-7 月銷售速度緩慢**。2015 年 1-7 月的合同銷售金額及面積分別下跌 5.4%至 356 億元及 3.9%至 296 萬平方米，世茂完成 2015 年銷售目標 720 億元的 49.4%。2015 年下半年可供銷售貨源為 700 萬平方米，若公司的銷售比率能達 48%，全年銷售目標可以完成。世茂在 2015 上半年將工程拖慢，2015 上半年竣工量為 388 萬平方米，2015 下半年料為 312 萬平方米。
- ❖ **2015 上半年購入 63 萬平方米土地**。世茂在 2015 上半年購入 6 幅建築面積共 63 萬平方米的土地。目前，世茂在國內 40 個城市及香港投資 103 個項目，總應佔權益的土地儲備為 3,331 萬平方米，平均土地成本為每平方米 2,620 元。
- ❖ **增加在岸借貸**。於 2015 年 6 月底的手持現金及總借貸分別為 273 億元及 671 億元，外幣借貸佔總 45%，公司會考慮借貸成本及人民幣貶值之間作平衡。公司已獲取在國內發行共 74 億元 7 年期企業貸，世茂希望未來在岸借貸佔總 70%。世茂的現金回籠率為 83%，淨負債比率由 2014 年底的 58.6%下跌至 2015 年中的 57.5%。
- ❖ **許榮茂可能增持股份**。世茂維持 2015 年毛利率指引約為 30%。我們輕微調整 2015-17 年盈利預測至 92.6 億、105 億元及 115 億元；我們下調 2015 年底的資產淨值預測由 26.31 港元至 23.98 港元，目標價因而由 18.42 港元下調至 16.79 港元，相等於與資產淨值折讓 30%。最後，管理層透露因為估值吸引，股價為 2015 年市盈率 3.3 倍或較資產淨值折讓 54.9%，公司最大股東(許榮茂)將會增持股份。評級重申為「買入」。

## 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	41,503	56,081	68,821	78,066	86,436
淨利潤 (百萬元人民幣)	7,389	8,104	9,264	10,544	11,529
每股收益 (人民幣)	2.133	2.343	2.668	3.036	3.320
每股收益變動 (%)	28.3	9.8	13.9	13.8	9.3
市盈率(x)	4.1	3.8	3.3	2.9	2.7
市帳率(x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	7.5	8.3	9.2	10.0	10.0
權益收益率 (%)	17.7	17.3	17.5	17.5	17.0
淨財務槓杆率 (%)	57.4	58.6	48.6	36.3	30.6

來源: 公司、招銀國際證券預測

## 世茂 (813 HK)

	買入
評級	買入
收市價	HK\$10.82
目標價	HK\$16.79
市值 (港幣百萬)	37,573
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	120
52 周高/低 (港幣)	20.35/9.23
發行股數 (百萬)	3,473
主要股東	許榮茂(65.1%)

來源: 彭博

## 股價表現

	絕對	相對
1 月	-29.7%	-18.8%
3 月	-43.1%	-25.9%
6 月	-41.2%	-30.8%

來源: 彭博

## 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>收入</b>	<b>41,503</b>	<b>56,081</b>	<b>68,821</b>	<b>78,066</b>	<b>86,436</b>
物業發展	39,503	53,567	66,000	74,880	82,890
物業投資	556	687	786	877	944
酒店	979	1,178	1,255	1,374	1,480
其他	465	649	779	935	1,121
銷售成本	(26,862)	(37,856)	(47,998)	(53,306)	(58,988)
<b>毛利</b>	<b>14,641</b>	<b>18,225</b>	<b>20,823</b>	<b>24,760</b>	<b>27,448</b>
銷售費用	(1,306)	(1,496)	(1,652)	(1,874)	(2,161)
行政費用	(2,283)	(2,808)	(3,097)	(3,513)	(3,976)
其他收益	253	239	410	230	208
<b>息稅前收益</b>	<b>11,305</b>	<b>14,161</b>	<b>16,484</b>	<b>19,603</b>	<b>21,519</b>
融資成本	(121)	(241)	(295)	(273)	(240)
聯營公司	844	(175)	(54)	200	210
特殊收入	1,031	1,511	820	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>13,059</b>	<b>15,256</b>	<b>16,955</b>	<b>19,530</b>	<b>21,489</b>
所得稅	(4,834)	(5,769)	(6,351)	(7,428)	(8,190)
非控制股東權益	(835)	(1,384)	(1,341)	(1,557)	(1,769)
<b>淨利潤</b>	<b>7,389</b>	<b>8,104</b>	<b>9,264</b>	<b>10,544</b>	<b>11,529</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>6,747</b>	<b>7,436</b>	<b>8,793</b>	<b>10,544</b>	<b>11,529</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>非流動資產</b>	<b>57,819</b>	<b>63,648</b>	<b>63,835</b>	<b>65,930</b>	<b>68,025</b>
物業、廠房及設備	16,023	19,238	20,000	21,000	22,000
投資物業	26,942	26,976	28,500	29,400	30,200
聯營公司	7,016	9,792	8,500	8,500	8,500
無形資產	1,848	1,841	1,835	1,830	1,825
其他	5,990	5,801	5,000	5,200	5,500
<b>流動資產</b>	<b>117,949</b>	<b>156,886</b>	<b>170,679</b>	<b>179,806</b>	<b>196,490</b>
現金及現金等價物	19,573	23,935	29,179	28,406	31,990
應收貿易款項	11,217	12,457	13,500	14,200	16,000
關連款項	1,206	979	1,000	1,200	1,500
存貨	83,797	117,459	125,000	134,000	145,000
其他	2,155	2,055	2,000	2,000	2,000
<b>流動負債</b>	<b>82,377</b>	<b>107,942</b>	<b>106,650</b>	<b>115,650</b>	<b>124,150</b>
借債	11,775	18,725	14,800	14,000	13,500
應付貿易賬款	50,896	63,087	63,000	74,500	83,000
應付稅項	9,327	11,018	10,200	10,500	10,500
關連款項	10,336	14,731	18,500	16,500	17,000
其他	42	381	150	150	150
<b>非流動負債</b>	<b>41,539</b>	<b>47,609</b>	<b>54,500</b>	<b>48,500</b>	<b>50,500</b>
借債	37,554	43,269	50,000	44,000	46,000
遞延稅項	3,985	4,339	4,500	4,500	4,500
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>10,110</b>	<b>18,120</b>	<b>20,350</b>	<b>21,500</b>	<b>22,000</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>41,742</b>	<b>46,863</b>	<b>53,014</b>	<b>60,086</b>	<b>67,865</b>
<b>股東權益</b>	<b>41,742</b>	<b>46,863</b>	<b>53,014</b>	<b>60,086</b>	<b>67,865</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	11,305	14,161	16,484	19,603	21,519
折舊和攤銷	417	587	577	600	630
營運資金變動	(27,360)	(20,131)	(8,450)	(5,200)	(9,300)
稅務開支	(3,614)	(3,587)	(7,008)	(7,128)	(8,190)
其他	8,331	(2,765)	(1,536)	4,668	1,734
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(10,921)</b>	<b>(11,735)</b>	<b>67</b>	<b>12,543</b>	<b>6,393</b>
購買固定資產	(5,593)	22	(185)	(400)	(370)
聯營公司	(427)	(581)	(250)	(833)	(730)
其他	-	364	801	(200)	(300)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(6,020)</b>	<b>(195)</b>	<b>366</b>	<b>(1,433)</b>	<b>(1,400)</b>
股份發行	(90)	(75)	-	-	-
淨銀行借貸	9,435	14,090	2,806	(6,800)	1,500
股息	(1,550)	(2,730)	(1,693)	(2,832)	(3,059)
其他	10,391	4,095	3,748	(2,200)	200
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>18,186</b>	<b>15,381</b>	<b>4,861</b>	<b>(11,832)</b>	<b>(1,359)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,245</b>	<b>3,450</b>	<b>5,294</b>	<b>(723)</b>	<b>3,634</b>
年初現金及現金等價物	15,894	17,026	20,472	25,715	24,942
匯兌	(113)	(5)	(50)	(50)	(50)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>17,026</b>	<b>20,472</b>	<b>25,715</b>	<b>24,942</b>	<b>28,526</b>
受限制現金	2,547	3,463	3,463	3,463	3,463
<b>資產負債表的現金</b>	<b>19,573</b>	<b>23,935</b>	<b>29,179</b>	<b>28,406</b>	<b>31,990</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	95.2	95.5	95.9	95.9	95.9
物業投資	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
酒店	2.4	2.1	1.8	1.8	1.7
其他	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	44.9	35.1	22.7	13.4	10.7
毛利	52.4	24.5	14.3	18.9	10.9
經營利潤	47.3	25.3	16.4	18.9	9.8
淨利潤	28.2	9.7	14.3	13.8	9.3
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	35.3	32.5	30.3	31.7	31.8
稅前利率	31.5	27.2	24.6	25.0	24.9
淨利潤率	17.8	14.4	13.5	13.5	13.3
核心淨利潤率	16.3	13.3	12.8	13.5	13.3
有效稅率	37.0	37.8	37.5	38.0	38.1
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
平均應收賬款周轉天數	49.3	40.5	35.8	33.2	33.8
平均應付帳款周轉天數	582.9	549.5	479.4	470.7	487.3
平均存貨周轉天數	918.4	970.2	921.9	886.7	863.2
淨負債/ 總權益比率 (%)	57.4	58.6	48.6	36.3	30.6
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	19.0	18.3	18.6	18.6	18.0
資產回報率	4.8	4.1	4.1	4.4	4.5
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	2.133	2.343	2.668	3.036	3.320
每股股息(港元)	0.810	0.900	1.000	1.080	1.080
每股賬面值(人民幣)	12.02	13.50	15.27	17.30	19.54

來源: 公司、招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(D)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。