

世茂 (813 HK)

明年销售目标达 3000 亿元人民币

2019 上半年营业额及基础盈利分别上升 32.9% 至 566 亿元(人民币·下同)及 20.6% 至 53.1 亿元。我们将 2019 年盈利预测上调 7.6% 至 125 亿元。我们预测 2020 年末的每股资产净值为 37.91 港元, 因此将目标价由 26.21 港元上调至 26.54 港元, 相等于与每股资产净值折让 30%。维持买入评级。

- **中期基础盈利上升 20.6% 至 53.1 亿元。**2019 上半年确认均价上升 23% 至每平方米 15,713 元及交付面积增加 6% 至 339 万平方米, 带动营业额增加 32.9% 至 566 亿元。毛利率由 2018 上半年的 31.0% 下降至 2019 上半年的 30.1%。期内基础盈利上升 20.6% 至 53.1 亿元。截至 2019 年 6 月, 已预售待入账的物业金额达 1,350 亿元。
- **2019 上半年合同销售金额增加 39%。**2019 上半年, 合同销售金额及面积分别增加 38.7% 至 1,003 亿元及 23.3% 至 556 万平方米, 期间的去化率为 50% 以上, 世茂完成全年销售目标 2,100 亿元的 48%。下半年, 可售资源达 3,000 亿元, 世茂具信心完成全年销售目标。此外, 公司表示 2020 年的可售资源达 5,000 亿元, 如果以 60% 去化率计算, 2020 年将有 3,000 亿元的销售。
- **2019 上半年 60% 的新购土储以并购方式达成。**2019 上半年世茂收购了 60 个项目, 建筑面积 1,421 万平, 收购金额为 788 亿元。以收购费用计算, 60% 的新购土储以并购方式达成, 收购成本良好控制, 平均土地成本为每平方米 5,581 元, 相等于同期的合同销售均价 31%。截至 2019 年 6 月, 总土储面积及应占面积分别为 6,407 万平和 4,072 万平。世茂在 101 个城市共投资 301 个项目, 这些储备的总价值估计 10,500 亿元。
- **分拆酒店和物业管理业务。**2019 上半年经常性收入增加 75.3% 至 33.3 亿元。随着部份商场及酒店翻新工程完成, 更加上物业管理业务的扩张, 我们预测未来三年的经常性收入年均复合增长达 18.2%。此外, 公司计划在三年内分拆酒店和物业管理业务, 以反映其真实价值。
- **上调目标价至 26.54 港元。**我们预测 2020 年末的每股资产净值为 37.91 港元, 因此我们将目标价从 26.21 港元上调至 26.54 港元, 较净资产值折让 30%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	70,426	85,513	112,064	141,887	169,726
同比增长(%)	18.8	21.4	31.1	26.6	19.6
净收入(百万元人民币)	7,840	8,835	12,474	14,792	17,392
每股盈利(元人民币)	2.32	2.65	3.75	4.44	5.22
每股盈利变动(%)	54.3	13.9	41.5	18.6	17.6
市盈率(倍)	8.1	7.1	5.0	4.2	3.6
市帐率(倍)	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	4.8	5.7	6.9	8.0	8.0
权益收益率(%)	13.6	21.4	18.4	19.0	19.2
净负债率(%)	56.5	56.6	58.1	55.1	52.4

资料来源: 公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$26.54
(此前目标价)	HK\$26.21
潜在升幅	+26.4%
当前股价	HK\$21.00

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	69,331
3 月平均流通量(百万港元)	104.5
52 周内股价高/低(港元)	26.95/14.32
总股本(百万)	3,301

资料来源: 彭博

股东结构

许荣茂	69.0%
流通股	31.0%

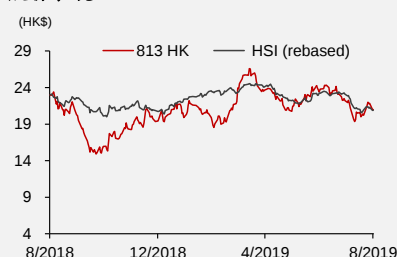
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.4%	4.6%
3-月	0.5%	7.0%
6-月	8.5%	21.5%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 罗兵咸永道

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	70,426	85,513	112,064	141,887	169,726
物业发展	66,796	80,907	106,400	135,300	162,120
物业投资	992	1,091	1,418	1,630	1,875
酒店	1,708	1,908	2,309	2,678	3,080
物业管理	646	895	1,083	1,321	1,559
其他	285	712	855	957	1,091
销售成本	(48,996)	(58,564)	(77,748)	(99,273)	(119,481)
毛利	21,430	26,949	34,317	42,614	50,244
其他收益	545	323	560	600	720
销售费用	(1,462)	(2,023)	(2,241)	(2,838)	(3,564)
行政费用	(2,990)	(3,430)	(3,922)	(4,824)	(5,940)
其他费用	(524)	(520)	(560)	(709)	(849)
息税前收益	16,999	21,298	28,153	34,843	40,611
融资成本	1,328	(337)	(388)	(430)	(452)
联营/合营公司	(315)	(233)	30	(380)	(380)
特殊收入	679	1,910	632	0	0
税前利润	18,692	22,638	28,427	34,033	39,779
所得税	(8,121)	(10,327)	(12,212)	(15,064)	(17,830)
非控制股东权益	(2,436)	(3,214)	(3,399)	(3,835)	(4,215)
永续债	(294)	(262)	(342)	(342)	(342)
净利润	7,840	8,835	12,474	14,792	17,392
基础盈利	6,930	8,551	11,842	14,792	17,392

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	16,999	21,298	28,153	34,843	40,611
折旧和摊销	665	664	676	696	714
营运资金变动	2,641	-7,180	-21,051	-15,400	-16,200
税务开支	-6,133	-6,042	-12,604	-15,064	-17,830
其他	-2,694	-6,530	1,064	-548	-2,047
经营活动所得现金净额	11,479	2,210	-3,762	4,527	5,248
购置固定资产	-8,305	-2,768	-289	-704	-786
联营公司	-17,655	-2,989	-1,043	-1,627	-2,927
其他	2,954	-452	1,917	250	550
投资活动所得现金净额	-23,005	-6,208	585	-2,081	-3,163
股份发行	-65	-1,647	0	0	0
净银行借贷	22,590	17,996	2,868	2,700	3,600
股息	-2,542	-3,373	-3,888	-4,570	-5,019
其他	746	6,135	-125	-300	-400
融资活动所得现金净额	20,728	19,111	-1,145	-2,170	-1,819
现金增加净额	9,202	15,113	-4,322	276	267
年初现金及现金等价物	19,359	28,537	43,688	39,342	39,594
汇兑	-24	38	-24	-24	-24
年末现金及现金等价物	28,537	43,688	39,342	39,594	39,837
受限制现金	4,469	5,888	5,942	5,942	5,942
资产负债表中的现金	33,007	49,577	45,284	45,536	45,779

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	85,027	88,748	88,541	90,391	92,841
物业、厂房及设备	21,690	22,543	23,200	23,800	24,000
投资物业	34,036	36,891	37,200	38,000	39,300
联营公司	16,418	18,556	19,300	20,000	21,500
无形资产	1,841	1,841	1,841	1,841	1,841
其他	11,042	8,917	7,000	6,750	6,200
流动资产	222,531	288,849	310,784	332,656	353,779
现金及现金等价物	33,007	49,577	45,284	45,536	45,779
应收贸易款项	15,584	19,923	23,000	25,000	28,000
存货	155,160	199,011	222,000	241,000	258,000
其他	18,781	20,338	20,500	21,120	22,000
流动负债	135,477	187,895	196,400	208,000	217,100
借债	18,326	31,306	30,000	31,200	33,300
应付贸易账款	33,524	50,585	55,600	61,200	65,000
合同负债	34,117	47,173	52,000	56,800	60,000
应付税项	15,641	20,595	20,800	20,800	20,800
其他	33,869	38,235	38,000	38,000	38,000
非流动负债	75,335	84,422	88,000	89,500	91,000
借债	69,309	77,825	82,000	83,500	85,000
其他	6,025	6,596	6,000	6,000	6,000
股东权益	57,635	59,234	67,825	78,046	90,420
少数股东权益	34,912	40,946	42,000	42,400	43,000
永续债	4,200	5,100	5,100	5,100	5,100
总权益	96,747	105,280	114,925	125,546	138,520

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	94.8	94.6	94.9	95.4	95.5
物业投资	1.4	1.3	1.3	1.1	1.1
酒店	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
物业管理	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
其他	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.4	31.5	30.6	30.0	29.6
税前利率	24.1	24.9	25.1	24.6	23.9
净利润率	11.1	10.3	11.1	10.4	10.2
有效税率	43.4	45.6	43.0	44.3	44.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	80.8	85.0	74.9	64.3	60.2
平均应付账款周转天数	173.7	215.9	181.1	157.4	139.8
平均存货周转天数	1155.9	1240.3	1042.2	886.1	788.2
	56.5	56.6	58.1	55.1	52.4
回报率 (%)					
资本回报率	13.6	14.9	18.4	19.0	19.2
资产回报率	2.5	2.3	3.1	3.5	3.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.32	2.65	3.75	4.44	5.22
每股股息(港元)	1.00	1.20	1.45	1.68	1.68
每股账面值(人民币)	17.02	17.49	20.54	23.64	27.39

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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为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风险。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。

本公司或其附属关联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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

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。