

# 世茂 (813 HK)

## 8,000 億可售貨值在手

- ❖ **盈利符合預期。**2017年，公司實現收入704億人民幣(下同)，增長18.8%；淨利潤78.4億，增長51.6%。2017年平均銷售價格增長17.6%，是收入增長主要因素。毛利率同比提升2.9個百分點至30.4%。此外，公司在2017年錄得15億的匯兌收益。除去投資物業重估的核心利潤為75.9億，增長85.9%，低於我們預期1.1%，這主要由於高於預期的稅務支出。
- ❖ **2018年銷售目標1,400億。**2017年，公司實現合約銷售1,008億，增長47.9%，銷售面積606萬平，增長23.3%。2017年去化率同比提升6個百分點，主要是由於公司在去年增加了三四線城市的銷售。2018年，公司可售貨值2,335億，相當於1,373萬平。基於60%的去化率，公司將今年銷售目標設定在1,400億，同時將在一線和強二線城市重點推出改善型住宅，保證今年銷售目標的完成。
- ❖ **計劃在未來3-5年分拆酒店資產上市。**由於出售一座投資物業及上海世茂國際廣場翻新，2017年公司租金收入減少4.2%至6.8億，但酒店收入則同比增長16.5%至17.08億。此外，由於前2年公司新酒店陸續投入運營，2017年酒店板塊EBITDA增長25.4%至5.58億，EBITDA利潤率提升2.3個百分點至32.7%。截止到2017年底，公司共運營18座酒店，6,487個房價。公司認為現有的會計標準並不能完全反映酒店業務的真實價值，並考慮在未來3-5年分拆酒店資產上市。
- ❖ **權益土儲3,497萬平。**2017年，公司共獲取51個土地項目，總權益建面694萬平，權益金額679億。截止到2017年底，公司在46個內地城市和香港擁有165個項目，總建面4,790萬平，權益建面3,497萬平。公司預計目前土儲貨值達8,000億，平均土地成本5,108元/平。
- ❖ **上調預測及目標價。**截止到2017年底，公司淨負債率為56.5%，較2016年底的51.1%略有上升，但仍處於安全範圍。我們分別上調2018-2019年的淨利潤預測4.6%及22.1%至86.2億及109億幣。我們同時推出2018年每股淨資產為HK\$30.33，因此目標價由15.27港元調升至21.33港元，相等于30%的與淨資產折讓，維持持有評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	59,286	70,426	86,827	105,006	120,744
淨利潤(百萬人民幣)	5,172	7,840	8,615	10,916	12,694
每股收益(人民幣)	1.51	2.32	2.54	3.22	3.75
每股收益變動(%)	(14.8)	54.3	9.4	26.7	16.3
市盈率(x)	12.1	7.8	7.1	5.6	4.9
市帳率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.5	4.6	5.1	6.5	7.4
權益收益率(%)	9.9	13.6	13.6	15.4	16.0
淨財務杠杆率(%)	51.1	56.5	44.0	43.6	43.7

資料來源：公司及招銀國際研究

### 持有 (維持)

目標價	HK\$21.23
(過去目標價)	HK\$15.27
潛在升幅	-1.9%
當前股價	HK\$21.65

### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

### 中國房地產行業

市值(百萬港元)	73,329
3月平均流通量(百萬港元)	191
5周內股價高/低(港元)	25.2/11.66
總股本(百萬)	3,387

資料來源：彭博

### 股東結構

許榮茂	67.6%
自由流通	32.4%

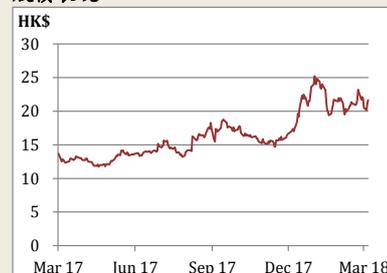
資料來源：彭博

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.1%	-2.6%
3-月	23.2%	18.5%
6-月	36.2%	21.7%

資料來源：彭博

### 股價表現



資料來源：彭博

### 審計師: PwC

公司網站: [www.shimaoproperty.com](http://www.shimaoproperty.com)

## 財務報表

### 利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>59,286</b>	<b>70,426</b>	<b>86,827</b>	<b>105,006</b>	<b>120,744</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>16,348</b>	<b>21,430</b>	<b>25,969</b>	<b>31,319</b>	<b>36,016</b>
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)
<b>息税前收益</b>	<b>12,823</b>	<b>16,999</b>	<b>20,892</b>	<b>25,473</b>	<b>29,371</b>
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	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>13,196</b>	<b>18,692</b>	<b>20,249</b>	<b>24,819</b>	<b>28,657</b>
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)
<b>净利润</b>	<b>5,172</b>	<b>7,840</b>	<b>8,615</b>	<b>10,916</b>	<b>12,694</b>
<b>核心净利润</b>	<b>4,083</b>	<b>7,589</b>	<b>8,615</b>	<b>10,916</b>	<b>12,694</b>

来源:公司资料,招银国际则预测

### 资产负债表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>72,713</b>	<b>85,027</b>	<b>79,641</b>	<b>82,241</b>	<b>86,641</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>189,190</b>	<b>222,531</b>	<b>218,922</b>	<b>235,365</b>	<b>249,192</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>118,609</b>	<b>135,477</b>	<b>134,700</b>	<b>142,500</b>	<b>151,800</b>
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	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>55,077</b>	<b>75,335</b>	<b>61,000</b>	<b>64,000</b>	<b>64,000</b>
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	-	-	-	-	-
<b>净资产总值</b>	<b>88,217</b>	<b>96,747</b>	<b>102,863</b>	<b>111,106</b>	<b>120,033</b>
<b>股东权益</b>	<b>52,456</b>	<b>57,635</b>	<b>63,262</b>	<b>70,906</b>	<b>79,333</b>
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
<b>总权益</b>	<b>88,217</b>	<b>96,747</b>	<b>102,862</b>	<b>111,106</b>	<b>120,033</b>

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
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(3,461)</b>	<b>10,420</b>	<b>(67)</b>	<b>2,378</b>	<b>4,205</b>
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	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(5,507)</b>	<b>(11,754)</b>	<b>5,931</b>	<b>(2,063)</b>	<b>(3,861)</b>
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)	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>5,709</b>	<b>10,563</b>	<b>(11,549)</b>	<b>528</b>	<b>(2,768)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(3,258)</b>	<b>9,229</b>	<b>(5,685)</b>	<b>843</b>	<b>(2,423)</b>
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)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>19,359</b>	<b>28,537</b>	<b>22,803</b>	<b>23,596</b>	<b>21,123</b>
受限制现金	2,876	4,469	4,469	4,469	4,469
<b>资产负债表的现金</b>	<b>22,235</b>	<b>33,007</b>	<b>27,272</b>	<b>28,065</b>	<b>25,592</b>

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
<b>销售组合(%)</b>					
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
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**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）發表于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并無直接或間接關係。

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

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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(I)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。