

世茂房地产 (813 HK, HK\$13.96, 目标价: HK\$16.45, 买入) — 强劲的销售强化了资产负债表

- ❖ **资产负债表改善后可被重估。**我们首次覆盖世茂，评级为**买入**。世茂在 2012 年录得强劲的合约销售，因此，我们预期其净负债比率将会改善。现价相等 于 6.4 倍 2012 年市盈率或较资产净值折让 40.6%。因为其净负债比率的改善及强劲的合约销售，我们认为现估值是有吸引力。我们的目标价为 16.45 港元，相当于资产净值折让 30%或 7.5 倍 2012 年市盈率，升值潜力为 17.8%。
- ❖ **下放权力。**通过 8 个地区办事处和上海世茂(600823 CH)，世茂在中国投资 47 个物业项目。总部与地区办事处会每月举行一次业务考核评价会议。一个排名系统包括各地区办事处会定期更新，以保持竞争力。此外，世茂着重于各地区办事处的正现金流表现。最后，世茂与 SAP 建立了一个管理信息系统，这被认为作为世茂通过业务流程重组、管理创新和资源整合的核心竞争力之一。
- ❖ **强劲和显著的销售。**世茂在今年 1-9 个月获取 357 亿元(人民币·下同)的合约销售，同比增长 46%。在同一时期签约销售面积达 322 万平方米，同比增长 70%。由于在今年 1-9 个月累计签约销售额达世茂经修订后的 2012 年全年销售目标 400 亿元的 89.2%，项目推出的步伐及销售策略将进行调整，以实现价格和交易量之间的平衡。公司在 2012 年下半年有充足的销售资源，达 350 万平方米的物业将会推出。
- ❖ **全国性的房地产商，应占权益土地储备达 3920 万平方米。**拥有 4940 万平方米的总土地储备及 3920 万平方米的应占权益土地储备，世茂是中国最大的开发商之一。目前，土地储备的平均成本为每平方米 1,529 元。世茂房地产通过本身、上海世茂和合资公司投资在 35 个内地城市，但其项目多集中在沿海地区。
- ❖ **我们预期基础盈利的复合年增长为 16%。**受惠于亮丽的销售业绩，世茂房地产的经营业绩在未来几年内是安全。我们预计收入增长在未来 3 年的复合年增长率为 20.1%。然而，由于降价的原因，边际利润可能会有所牺牲。因此，我们估计在 2012-2014 年基础盈利分别为 49.8 亿元、59.0 亿元及 67.6 亿元。预计净负债比率至 2012 年底将下降至少于 70%。最后，预计至 2012 年底资产净值为每股 23.5 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万元人民币)	21,789	26,031	32,228	38,606	45,042
净利润 (百万元人民币)	4,671	5,722	6,230	5,899	6,757
每股收益 (人民币)	1.318	1.622	1.795	1.699	1.946
每股收益变动 (%)	29.6	23.1	10.7	(5.4)	14.6
市盈率(x)	8.7	7.1	6.4	6.7	5.9
市帐率(x)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.9	2.9	2.9	3.2	3.6
权益收益率 (%)	17.5	18.7	17.2	14.4	14.5
净财务杠杆率 (%)	76.2	93.4	68.4	65.0	62.7

来源: 公司及招銀国际研究部

世茂房地产 (813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$13.96
目标价	HK\$16.45
市值 (港币百万)	48,477
过去 3 月平均交易 (港币百万)	122
52 周高/低 (港币)	14.12/5.53
发行股数 (百万)	3,466
主要股东	许荣茂(64%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.1%	-0.7%
3 月	18.3%	7.3%
6 月	44.9%	40.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	21,789	26,031	32,228	38,606	45,042
物业发展	20,450	24,589	30,252	36,252	42,340
物业投资	324	441	463	606	678
酒店	974	892	1,023	1,159	1,318
其他	41	109	491	589	706
销售成本	(13,812)	(16,031)	(21,844)	(25,792)	(29,723)
毛利	7,977	10,000	10,384	12,814	15,320
销售费用	(564)	(770)	(902)	(1,004)	(1,126)
行政费用	(1,083)	(1,349)	(1,611)	(1,814)	(2,027)
其他收益	620	602	904	69	60
息税前收益	6,950	8,483	8,775	10,065	12,226
融资成本	(672)	(380)	(60)	(59)	(75)
联营公司	(48)	122	(180)	82	68
特殊收入	2,340	2,527	1,827	-	-
税前利润	8,570	10,751	10,362	10,088	12,220
所得税	(3,079)	(4,303)	(3,649)	(4,081)	(5,341)
非控制股东权益	(819)	(726)	(482)	(108)	(121)
净利润	4,671	5,722	6,230	5,899	6,757
核心净利润	3,490	4,299	4,979	5,899	6,757

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	40,874	44,035	49,581	51,880	56,340
物业、厂房及设备	9,126	10,801	12,000	13,200	14,800
投资物业	11,855	20,567	23,761	25,000	27,000
联营公司	4,321	5,616	6,800	7,500	8,400
无形资产	2,280	2,264	2,220	2,180	2,140
其他	13,292	4,787	4,800	4,000	4,000
流动资产	54,795	73,208	76,841	79,849	86,605
现金及现金等价物	13,729	13,994	16,824	12,449	11,955
应收贸易款项	5,124	12,107	12,000	13,200	14,800
关连款项	1,526	1,452	1,950	1,000	500
存货	33,775	44,706	45,000	52,000	58,000
其他	641	949	1,067	1,200	1,350
流动负债	38,650	51,474	55,640	57,650	61,750
借债	9,377	14,983	15,500	15,000	16,000
应付贸易账款	23,445	29,146	31,500	34,500	37,300
应付税项	5,694	7,159	7,400	7,500	7,800
关连款项	31	31	1,080	500	500
其他	103	154	160	150	150
非流动负债	27,066	30,751	29,613	27,800	29,000
借债	24,696	27,578	26,000	24,000	25,000
递延税项	2,370	3,173	3,613	3,800	4,000
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	3,255	4,426	4,850	5,200	5,640
净资产总值	26,699	30,592	36,319	41,079	46,555
股东权益	26,699	30,592	36,319	41,079	46,555

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	6,950	8,483	8,775	10,065	12,226
折旧和摊销	338	305	378	420	462
营运资金变动	(10,504)	(7,359)	495	(6,700)	(6,600)
税务开支	(2,503)	(2,443)	(2,968)	(3,794)	(4,841)
其他	2,011	(3,047)	2,655	844	1,106
经营活动所得现金净额	(3,708)	(4,062)	9,334	835	2,353
购置固定资产	(1,254)	(2,657)	(821)	(780)	(1,138)
联营公司	(1,540)	(415)	(4,438)	(1,912)	(2,877)
其他	-	-	(13)	800	-
投资活动所得现金净额	(2,795)	(3,072)	(5,272)	(1,892)	(4,015)
股份发行	25	(409)	30	-	-
净银行借贷	13,920	9,118	(1,061)	(2,500)	2,000
股息	(1,180)	(1,382)	(521)	(1,138)	(1,281)
其他	(992)	32	551	370	500
融资活动所得现金净额	11,773	7,360	(1,001)	(3,268)	1,219
现金增加净额	5,271	226	3,061	(4,325)	(444)
年初现金及现金等价物	6,919	12,140	12,313	15,324	10,949
汇兑	(50)	(52)	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	12,140	12,313	15,324	10,949	10,455
受限现金	1,589	1,681	1,500	1,500	1,500
资产负债表中的现金	13,729	13,994	16,824	12,449	11,955

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合(%)					
物业发展	93.9	94.5	93.9	93.9	94.0
物业投资	1.5	1.7	1.4	1.6	1.5
酒店	4.5	3.4	3.2	3.0	2.9
其他	0.2	0.4	1.5	1.5	1.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.6	38.4	32.2	33.2	34.0
税前利率	39.3	41.3	32.2	26.1	27.1
净利润率	21.4	22.0	19.3	15.3	15.0
核心净利润率	16.0	16.5	15.5	15.3	15.0
有效税率	35.9	40.0	35.2	40.5	43.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率 (x)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
平均应收账款周转天数	42.9	84.9	68.0	62.4	60.0
平均应付账款周转天数	488.7	598.7	506.7	467.0	440.9
平均存货周转天数	764.7	893.4	749.5	686.4	675.4
总负债/ 权益比率 (%)	127.6	139.1	114.3	94.9	88.1
净负债/ 权益比率 (%)	76.2	93.4	67.9	64.6	62.4
回报率 (%)					
资本回报率	18.7	20.0	18.6	15.2	15.4
资产回报率	5.8	5.4	5.1	4.6	4.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.318	1.622	1.795	1.699	1.946
每股股息(港元)	0.400	0.400	0.400	0.450	0.500
每股账面值(人民币)	7.53	8.83	10.46	11.83	13.41

来源: 公司及招银国际研究部

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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士。