

世茂 (813 HK, HK\$16.48, 目標價: HK\$19.24, 買入) — 首家民營內房在佳兆業事件後發債

- ❖ **發行 7 年期 8 億美元債券。**佳兆業事件發生後，投資者對中國房地產公司的風險胃納增加。世茂是第一家民營房地產商在 2015 年發行離岸債券，公司於新加坡交易所發行 7 年期 8 億美元的債券，孳息率為 8.375%。我們相信良好的管理層及優質的土地儲備吸引投資者買入債券。
- ❖ **未完成 2014 年銷售目標。**2014 年的合同銷售金額及面積分別增加 5.0% 至 702 億元(人民幣·下同)及 10.0% 至 579 萬平方米。換句話說，世茂只完成 2014 年全年銷售目標 800 億元的 87.8%，失望的成績主要由 2014 上半年欠佳的市場氣氛引致。不過，合同銷售金額由 2014 上半年的 321 億元橫比上升 18.7% 至 2014 下半年的 381 億元。隨著房屋政策的放寬，我們預期世茂的 2015 年銷售目標將上升 13.9% 至 800 億元。
- ❖ **上海上市的附屬公司籌集資金。**上海世茂(600823 CH)最近計劃在上海交易所定向增發新股籌集不少於 15 億元的資金，上海世茂將發行不多於 1.07 億新股予不多於 10 位投資者。發行價介乎於 12.8 元至 14.0 元，籌集得來的新資金將投資於青島、濟南及上海的項目。新發行的股票佔擴大後的股本 8.37%。完成增資後，世茂對上海世茂的持股量由之前的 64.12% 下降至 58.75%。
- ❖ **2014 年下半年購入 9 幅應佔權益 127 萬平方米的土地。**世茂在 2014 年下半年共購入 9 個項目，應佔權益面積為 127 萬平方米。為了分散地域的風險，公司購入一幅於香港東涌的商業土地。世茂目前投資於國內及香港的 121 個項目，我們估計公司於截至 2014 年末的應佔權益土地儲備為 3,680 萬平方米。
- ❖ **下調預測以反映失望的銷售。**世茂在 2014 上半年料分別有 250 萬平方米及 500 萬平方米的物業竣工，但失望的銷售將削減 2014 下半年的交付面積。所以我們分別下調 2014-16 年盈利預測 8.4% 至 89.6 億元、9.6% 至 96.7 億元及 8.5% 至 112 億元。此外，我們加入 2015 年底的每股資產淨值預測為 27.49 港元，目標價由 18.65 港元上升至 19.24 港元，較 2015 年底的每股資產淨值折讓為 30%，重申為買入評級。

世茂 (813 HK)

評級	買入
收市價	HK\$16.48
目標價	HK\$19.24
市值(港幣百萬)	57,228
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	190
52 周高/低(港幣)	20.5/13.22
發行股數(百萬)	3,473
主要股東	許榮茂(65.0%)

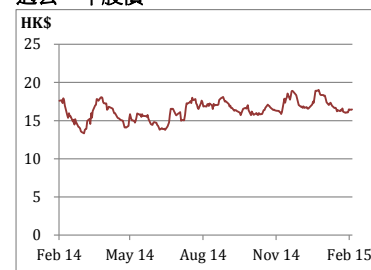
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.4%	-8.0%
3 月	2.2%	-3.6%
6 月	-4.1%	-2.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬元人民幣)	28,652	41,503	57,574	68,256	81,169
淨利潤(百萬元人民幣)	5,765	7,389	8,961	9,667	11,184
每股收益(元人民幣)	1.663	2.133	2.580	2.784	3.221
每股收益變動(%)	2.5	28.3	21.0	7.9	15.7
市盈率(x)	7.9	6.2	5.1	4.7	4.1
市帳率(x)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
股息率(%)	3.3	4.9	5.5	6.1	6.6
權益收益率(%)	16.1	17.7	18.7	17.8	18.0
淨財務槓杆率(%)	55.9	57.4	54.3	54.3	47.6

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	28,652	41,503	57,574	68,256	81,169
物業發展	26,607	39,503	55,680	66,000	78,624
物業投資	507	556	552	679	752
酒店	999	979	784	907	989
其他	539	465	558	670	804
銷售成本	(19,046)	(26,862)	(38,153)	(45,428)	(54,474)
毛利	9,606	14,641	19,421	22,828	26,695
銷售費用	(1,047)	(1,306)	(1,727)	(2,048)	(2,435)
行政費用	(1,816)	(2,283)	(2,764)	(3,072)	(3,653)
其他收益	929	253	572	639	614
息稅前收益	7,672	11,305	15,502	18,347	21,221
融資成本	(22)	(121)	(239)	(258)	(284)
聯營公司	152	844	250	320	375
特殊收入	2,363	1,031	1,097	-	-
稅前利潤	10,165	13,059	16,610	18,409	21,312
所得稅	(3,581)	(4,834)	(6,770)	(7,770)	(9,023)
非控制股東權益	(820)	(835)	(879)	(972)	(1,105)
淨利潤	5,765	7,389	8,961	9,667	11,184
核心淨利潤	4,387	6,747	8,293	9,667	11,184

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	52,222	57,819	56,348	58,048	59,123
物業、廠房及設備	14,420	16,023	15,500	16,000	17,200
投資物業	26,248	26,942	28,000	29,200	29,200
聯營公司	7,038	7,016	8,000	8,500	8,500
無形資產	2,140	1,848	1,848	1,848	1,848
其他	2,375	5,990	3,000	2,500	2,375
流動資產	78,606	117,949	130,969	144,891	156,427
現金及現金等價物	18,098	19,573	20,169	19,791	21,927
應收貿易款項	6,639	11,217	12,500	15,600	16,000
關連款項	1,316	1,206	1,500	1,500	1,500
存貨	51,389	83,797	95,000	106,000	115,000
其他	1,165	2,155	1,800	2,000	2,000
流動負債	57,512	82,377	88,920	93,650	95,650
借債	12,381	11,775	12,000	12,000	12,000
應付貿易賬款	34,894	50,896	59,000	64,800	68,000
應付稅項	7,260	9,327	9,800	10,200	10,500
關連款項	2,898	10,336	8,000	6,500	5,000
其他	79	42	120	150	150
非流動負債	32,389	41,539	42,500	46,250	48,250
借債	28,613	37,554	38,500	42,000	44,000
遞延稅項	3,776	3,985	4,000	4,250	4,250
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	5,020	10,110	8,000	8,600	9,500
淨資產總值	35,907	41,742	47,897	54,439	62,150
股東權益	35,907	41,742	47,897	54,439	62,150

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	7,672	11,305	15,502	18,347	21,221
折舊和攤銷	389	417	481	465	480
營運資金變動	(5,449)	(27,360)	(9,481)	(11,300)	(8,200)
稅務開支	(3,095)	(3,614)	(6,283)	(7,120)	(8,723)
其他	8,877	8,440	2,530	75	156
經營活動所得現金淨額	8,394	(10,811)	2,750	467	4,934
購買固定資產	(4,111)	(5,593)	1,004	(35)	(720)
聯營公司	830	(537)	(1,958)	(1,593)	125
其他	-	-	2,990	500	125
投資活動所得現金淨額	(3,281)	(6,130)	2,036	(1,128)	(470)
股份發行	9	(90)	-	-	-
淨銀行借貸	(442)	9,435	1,171	3,500	2,000
股息	(556)	(1,550)	(3,079)	(1,667)	(2,778)
其他	(541)	10,391	(2,630)	(1,500)	(1,500)
融資活動所得現金淨額	(1,530)	18,186	(4,538)	333	(2,278)
現金增加淨額	3,583	1,245	248	(328)	2,186
年初現金及現金等價物	12,313	15,894	17,026	17,224	16,846
匯兌	(2)	(113)	(50)	(50)	(50)
年末現金及現金等價物	15,894	17,026	17,224	16,846	18,982
受限制現金	2,204	2,547	2,945	2,945	2,945
資產負債表的現金	18,098	19,573	20,169	19,791	21,927

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	92.9	95.2	96.7	96.7	96.9
物業投資	1.8	1.3	1.0	1.0	0.9
酒店	3.5	2.4	1.4	1.3	1.2
其他	1.9	1.1	1.0	1.0	1.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長 (%)

收入	10.1	44.9	38.7	18.6	18.9
毛利	(3.9)	52.4	32.6	17.5	16.9
經營利潤	(9.6)	47.3	37.1	18.4	15.7
淨利潤	0.7	28.2	21.3	7.9	15.7

盈利能力比率 (%)

毛利率	33.5	35.3	33.7	33.4	32.9
稅前利率	35.5	31.5	28.8	27.0	26.3
淨利潤率	20.1	17.8	15.6	14.2	13.8
核心淨利潤率	15.3	16.3	14.4	14.2	13.8
有效稅率	35.2	37.0	40.8	42.2	42.3

資產負債比率

流動比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	42.3	49.3	39.6	41.7	36.0
平均應付帳款周轉天數	613.6	582.9	525.7	497.3	444.9
平均存貨周轉天數	920.8	918.4	855.2	807.5	740.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	55.9	57.4	54.3	54.3	47.6

回報率 (%)

資本回報率	17.3	19.0	20.0	18.9	19.2
資產回報率	4.6	4.8	4.9	5.0	5.3

每股數據

每股盈利 (人民幣)	1.663	2.133	2.580	2.784	3.221
每股股息 (港元)	0.550	0.810	0.900	1.000	1.080
每股賬面值 (人民幣)	10.34	12.02	13.79	15.68	17.90

來源: 公司及招銀國際研究部

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(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。