

世茂房地產 (813 HK, HK\$13.96, 目標價: HK\$16.45, 買入) — 強勁的銷售強化了資產負債表

- ❖ **資產負債表改善後可被重估。**我們首次覆蓋世茂，評級為**買入**。世茂在 2012 年錄得強勁的合約銷售，因此，我們預期其淨負債比率將會改善。現價相等於 6.4 倍 2012 年市盈率或較資產淨值折讓 40.6%。因為其淨負債比率的改善及強勁的合約銷售，我們認為現估值是有吸引力。我們的目標價為 16.45 港元，相當於資產淨值折讓 30% 或 7.5 倍 2012 年市盈率，升值潛力為 17.8%。
- ❖ **下放權力。**通過 8 個地區辦事處和上海世茂(600823 CH)，世茂在中國投資 47 個物業項目。總部與地區辦事處會每月舉行一次業務考核評價會議。一個排名系統包括各地區辦事處會定期更新，以保持競爭力。此外，世茂著重於各地區辦事處的正現金流表現。最後，世茂與 SAP 建立了一個管理信息系統，這被認為作為世茂通過業務流程重組、管理創新和資源整合的核心競爭力之一。
- ❖ **強勁和顯著的銷售。**世茂在今年 1-9 個月獲取 357 億元(人民幣·下同)的合約銷售，同比增長 46%。在同一時期簽約銷售面積達 322 萬平方米，同比增長 70%。由於在今年 1-9 個月累計簽約銷售額達世茂經修訂後的 2012 年全年銷售目標 400 億元的 89.2%，項目推出的步伐及銷售策略將進行調整，以實現價格和交易量之間的平衡。公司在 2012 年下半年有充足的銷售資源，達 350 萬平方米的物業將會推出。
- ❖ **全國性的房地產商，應佔權益土地儲備達 3920 萬平方米。**擁有 4940 萬平方米的總土地儲備及 3920 萬平方米的應佔權益土地儲備，世茂是中國最大的開發商之一。目前，土地儲備的平均成本為每平方米 1,529 元。世茂房地產通過本身、上海世茂和合資公司投資在 35 個內地城市，但其項目多集中在沿海地區。
- ❖ **我們預期基礎盈利的複合年增長為 16%。**受惠於亮麗的銷售業績，世茂房地產的經營業績在未來幾年內是安全。我們預計收入增長在未來 3 年的複合年增長率為 20.1%。然而，由於降價的原因，邊際利潤可能會有所犧牲。因此，我們估計在 2012-2014 年基礎盈利分別為 49.8 億元、59.0 億元及 67.6 億元。預計淨負債比率至 2012 年底將下降至少於 70%。最後，預計至 2012 年底資產淨值為每股 23.5 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬元人民幣)	21,789	26,031	32,228	38,606	45,042
淨利潤 (百萬元人民幣)	4,671	5,722	6,230	5,899	6,757
每股收益 (人民幣)	1.318	1.622	1.795	1.699	1.946
每股收益變動 (%)	29.6	23.1	10.7	(5.4)	14.6
市盈率(x)	8.7	7.1	6.4	6.7	5.9
市帳率(x)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.9	2.9	2.9	3.2	3.6
權益收益率 (%)	17.5	18.7	17.2	14.4	14.5
淨財務槓桿率 (%)	76.2	93.4	68.4	65.0	62.7

來源: 公司及招銀國際研究部

世茂房地產 (813 HK)

評級	買入
收市價	HK\$13.96
目標價	HK\$16.45
市值 (港幣百萬)	48,477
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	122
52 周高/低 (港幣)	14.12/5.53
發行股數 (百萬)	3,466
主要股東	許榮茂(64%)
來源: 彭博	

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.1%	-0.7%
3 月	18.3%	7.3%
6 月	44.9%	40.5%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	21,789	26,031	32,228	38,606	45,042
物業發展	20,450	24,589	30,252	36,252	42,340
物業投資	324	441	463	606	678
酒店	974	892	1,023	1,159	1,318
其他	41	109	491	589	706
銷售成本	(13,812)	(16,031)	(21,844)	(25,792)	(29,723)
毛利	7,977	10,000	10,384	12,814	15,320
銷售費用	(564)	(770)	(902)	(1,004)	(1,126)
行政費用	(1,083)	(1,349)	(1,611)	(1,814)	(2,027)
其他收益	620	602	904	69	60
息稅前收益	6,950	8,483	8,775	10,065	12,226
融資成本	(672)	(380)	(60)	(59)	(75)
聯營公司	(48)	122	(180)	82	68
特殊收入	2,340	2,527	1,827	-	-
稅前利潤	8,570	10,751	10,362	10,088	12,220
所得稅	(3,079)	(4,303)	(3,649)	(4,081)	(5,341)
非控制股東權益	(819)	(726)	(482)	(108)	(121)
淨利潤	4,671	5,722	6,230	5,899	6,757
核心淨利潤	3,490	4,299	4,979	5,899	6,757

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	40,874	44,035	49,581	51,880	56,340
物業、廠房及設備	9,126	10,801	12,000	13,200	14,800
投資物業	11,855	20,567	23,761	25,000	27,000
聯營公司	4,321	5,616	6,800	7,500	8,400
無形資產	2,280	2,264	2,220	2,180	2,140
其他	13,292	4,787	4,800	4,000	4,000
流動資產	54,795	73,208	76,841	79,849	86,605
現金及現金等價物	13,729	13,994	16,824	12,449	11,955
應收貿易款項	5,124	12,107	12,000	13,200	14,800
關連款項	1,526	1,452	1,950	1,000	500
存貨	33,775	44,706	45,000	52,000	58,000
其他	641	949	1,067	1,200	1,350
流動負債	38,650	51,474	55,640	57,650	61,750
借債	9,377	14,983	15,500	15,000	16,000
應付貿易賬款	23,445	29,146	31,500	34,500	37,300
應付稅項	5,694	7,159	7,400	7,500	7,800
關連款項	31	31	1,080	500	500
其他	103	154	160	150	150
非流動負債	27,066	30,751	29,613	27,800	29,000
借債	24,696	27,578	26,000	24,000	25,000
遞延稅項	2,370	3,173	3,613	3,800	4,000
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	3,255	4,426	4,850	5,200	5,640
淨資產總值	26,699	30,592	36,319	41,079	46,555
股東權益	26,699	30,592	36,319	41,079	46,555

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	6,950	8,483	8,775	10,065	12,226
折舊和攤銷	338	305	378	420	462
營運資金變動	(10,504)	(7,359)	495	(6,700)	(6,600)
稅務開支	(2,503)	(2,443)	(2,968)	(3,794)	(4,841)
其他	2,011	(3,047)	2,655	844	1,106
經營活動所得現金淨額	(3,708)	(4,062)	9,334	835	2,353
購買固定資產	(1,254)	(2,657)	(821)	(780)	(1,138)
聯營公司	(1,540)	(415)	(4,438)	(1,912)	(2,877)
其他	-	-	(13)	800	-
投資活動所得現金淨額	(2,795)	(3,072)	(5,272)	(1,892)	(4,015)
股份發行	25	(409)	30	-	-
淨銀行借貸	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
融資活動所得現金淨額	11,773	7,360	(1,001)	(3,268)	1,219
現金增加淨額	5,271	226	3,061	(4,325)	(444)
年初現金及現金等價物	6,919	12,140	12,313	15,324	10,949
匯兌	(50)	(52)	(50)	(50)	(50)
年末現金及現金等價物	12,140	12,313	15,324	10,949	10,455
受限制現金	1,589	1,681	1,500	1,500	1,500
資產負債表的現金	13,729	13,994	16,824	12,449	11,955

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
銷售組合 (%)					
物業發展	93.9	94.5	93.9	93.9	94.0
物業投資	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
總額	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
稅前利率	39.3	41.3	32.2	26.1	27.1
淨利潤率	21.4	22.0	19.3	15.3	15.0
核心淨利潤率	16.0	16.5	15.5	15.3	15.0
有效稅率	35.9	40.0	35.2	40.5	43.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
速動比率 (x)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
平均應收賬款周轉天數	42.9	84.9	68.0	62.4	60.0
平均應付賬款周轉天數	488.7	598.7	506.7	467.0	440.9
平均存貨周轉天數	764.7	893.4	749.5	686.4	675.4
總負債/ 權益比率 (%)	127.6	139.1	114.3	94.9	88.1
淨負債/ 權益比率 (%)	76.2	93.4	67.9	64.6	62.4
回報率 (%)					
資本回報率	18.7	20.0	18.6	15.2	15.4
資產回報率	5.8	5.4	5.1	4.6	4.9
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	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
每股賬面值 (人民幣)	7.53	8.83	10.46	11.83	13.41

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) 他們的新酬在過往、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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。