

睿智投资

世茂 (813 HK, HK\$16.48, 目标价: HK\$19.24, 买入) — 首家民营内房在佳兆业事件后发债

- ❖ **发行7年期8亿美元债券。**佳兆业事件发生后，投资者对中国房地产公司的风险胃纳增加。世茂是第一家民营房地产商在2015年发行离岸债券，公司于新加坡交易所发行7年期8亿美元的债券，孳息率为8.375%。我们相信良好的管理层及优质的土地储备吸引投资者买入债券。
- ❖ **未完成2014年销售目标。**2014年的合同销售金额及面积分别增加5.0%至702亿元(人民币·下同)及10.0%至579万平方米。换句话说，世茂只完成2014年全年销售目标800亿元的87.8%，失望的成绩主要由2014上半年欠佳的市场气氛引致。不过，合同销售金额由2014上半年的321亿元横比上升18.7%至2014下半年的381亿元。随着房屋政策的放宽，我们预期世茂的2015年销售目标将上升13.9%至800亿元。
- ❖ **上海上市的附属公司筹集资金。**上海世茂(600823 CH)最近计划在上海交易所定向增发新股筹集不少于15亿元的资金，上海世茂将发行不多于1.07亿新股予不多于10位投资者。发行价介乎于12.8元至14.0元，筹集得来的新资金将投资于青岛、济南及上海的项目。新发行的股票占扩大后的股本8.37%。完成增资后，世茂对上海世茂的持股量由之前的64.12%下降至58.75%。
- ❖ **2014年下半年购入9幅应占权益127万平方米的土地。**世茂在2014年下半年共购入9个项目，应占权益面积为127万平方米。为了分散地域的风险，公司购入一幅于香港东涌的商业土地。世茂目前投资于国内及香港的121个项目，我们估计公司于截至2014年末的应占权益土地储备为3,680万平方米。
- ❖ **下调预测以反映失望的销售。**世茂在2014上下半年料分别有250万平方米及500万平方米的物业竣工，但失望的销售将削减2014下半年的交付面积。所以我们分别下调2014-16年盈利预测8.4%至89.6亿元、9.6%至96.7亿元及8.5%至112亿元。此外，我们加入2015年底的每股资产净值预测为27.49港元，目标价由18.65港元上升至19.24港元，较2015年底的每股资产净值折让为30%，重申为买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万元人民币)	28,652	41,503	57,574	68,256	81,169
净利润(百万元人民币)	5,765	7,389	8,961	9,667	11,184
每股收益(元人民币)	1.663	2.133	2.580	2.784	3.221
每股收益变动(%)	2.5	28.3	21.0	7.9	15.7
市盈率(x)	7.9	6.2	5.1	4.7	4.1
市帐率(x)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
股息率(%)	3.3	4.9	5.5	6.1	6.6
权益收益率(%)	16.1	17.7	18.7	17.8	18.0
净财务杠杆率(%)	55.9	57.4	54.3	54.3	47.6

来源: 公司及招銀国际研究部

世茂 (813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$16.48
目标价	HK\$19.24
市值(港币百万)	57,228
过去3个月平均交易(港币百万)	190
52周高/低(港币)	20.5/13.22
发行股数(百万)	3,473
主要股东	许荣茂(65.0%)

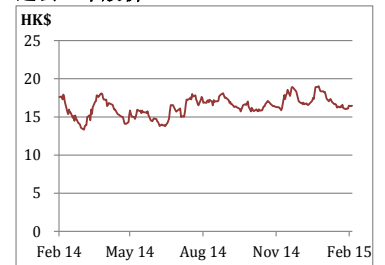
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-5.4%	-8.0%
3月	2.2%	-3.6%
6月	-4.1%	-2.8%

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	28,652	41,503	57,574	68,256	81,169
物业发展	26,607	39,503	55,680	66,000	78,624
物业投资	507	556	552	679	752
酒店	999	979	784	907	989
其他	539	465	558	670	804
销售成本	(19,046)	(26,862)	(38,153)	(45,428)	(54,474)
毛利	9,606	14,641	19,421	22,828	26,695
销售费用	(1,047)	(1,306)	(1,727)	(2,048)	(2,435)
行政费用	(1,816)	(2,283)	(2,764)	(3,072)	(3,653)
其他收益	929	253	572	639	614
息税前收益	7,672	11,305	15,502	18,347	21,221
融资成本	(22)	(121)	(239)	(258)	(284)
联营公司	152	844	250	320	375
特殊收入	2,363	1,031	1,097	-	-
税前利润	10,165	13,059	16,610	18,409	21,312
所得税	(3,581)	(4,834)	(6,770)	(7,770)	(9,023)
非控制股东权益	(820)	(835)	(879)	(972)	(1,105)
净利润	5,765	7,389	8,961	9,667	11,184
核心净利润	4,387	6,747	8,293	9,667	11,184

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	52,222	57,819	56,348	58,048	59,123
物业、厂房及设备	14,420	16,023	15,500	16,000	17,200
投资物业	26,248	26,942	28,000	29,200	29,200
联营公司	7,038	7,016	8,000	8,500	8,500
无形资产	2,140	1,848	1,848	1,848	1,848
其他	2,375	5,990	3,000	2,500	2,375
流动资产	78,606	117,949	130,969	144,891	156,427
现金及现金等价物	18,098	19,573	20,169	19,791	21,927
应收贸易款项	6,639	11,217	12,500	15,600	16,000
关连款项	1,316	1,206	1,500	1,500	1,500
存货	51,389	83,797	95,000	106,000	115,000
其他	1,165	2,155	1,800	2,000	2,000
流动负债	57,512	82,377	88,920	93,650	95,650
借债	12,381	11,775	12,000	12,000	12,000
应付贸易账款	34,894	50,896	59,000	64,800	68,000
应付税项	7,260	9,327	9,800	10,200	10,500
关连款项	2,898	10,336	8,000	6,500	5,000
其他	79	42	120	150	150
非流动负债	32,389	41,539	42,500	46,250	48,250
借债	28,613	37,554	38,500	42,000	44,000
递延税项	3,776	3,985	4,000	4,250	4,250
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	5,020	10,110	8,000	8,600	9,500
净资产总值	35,907	41,742	47,897	54,439	62,150
股东权益	35,907	41,742	47,897	54,439	62,150

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	7,672	11,305	15,502	18,347	21,221
折旧和摊销	389	417	481	465	480
营运资金变动	(5,449)	(27,360)	(9,481)	(11,300)	(8,200)
税务开支	(3,095)	(3,614)	(6,283)	(7,120)	(8,723)
其他	8,877	8,440	2,530	75	156
经营活动所得现金净额	8,394	(10,811)	2,750	467	4,934
购置固定资产	(4,111)	(5,593)	1,004	(35)	(720)
联营公司	830	(537)	(1,958)	(1,593)	125
其他	-	-	2,990	500	125
投资活动所得现金净额	(3,281)	(6,130)	2,036	(1,128)	(470)
股份发行	9	(90)	-	-	-
净银行借贷	(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)
融资活动所得现金净额	(1,530)	18,186	(4,538)	333	(2,278)
现金增加净额	3,583	1,245	248	(328)	2,186
年初现金及现金等价物	12,313	15,894	17,026	17,224	16,846
汇兑	(2)	(113)	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	15,894	17,026	17,224	16,846	18,982
受限制现金	2,204	2,547	2,945	2,945	2,945
资产负债表的现金	18,098	19,573	20,169	19,791	21,927

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
物业发展	92.9	95.2	96.7	96.7	96.9
物业投资	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
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	10.1	44.9	38.7	18.6	18.9
毛利	(3.9)	52.4	32.6	17.5	16.9
经营利润	(9.6)	47.3	37.1	18.4	15.7
净利润	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
税前利率	35.5	31.5	28.8	27.0	26.3
净利润率	20.1	17.8	15.6	14.2	13.8
核心净利润率	15.3	16.3	14.4	14.2	13.8
有效税率	35.2	37.0	40.8	42.2	42.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	42.3	49.3	39.6	41.7	36.0
平均应付帐款周转天数	613.6	582.9	525.7	497.3	444.9
平均存货周转天数	920.8	918.4	855.2	807.5	740.4
净负债/ 总权益比率 (%)	55.9	57.4	54.3	54.3	47.6
回报率 (%)					
资本回报率	17.3	19.0	20.0	18.9	19.2
资产回报率	4.6	4.8	4.9	5.0	5.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	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
每股账面值(人民币)	10.34	12.02	13.79	15.68	17.90

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

本报告期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(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士。