

**世茂 (813 HK, HK\$10.98, 目標價: HK\$11.72, 持有) — 2016 為沉悶的一年**

- ❖ **2016 上半年基礎盈利下跌 33%**。2016 上半年交付面積減少 5.6% 至 236 萬平方米，因此期內的營業額只上升 2.8% 至 300 億元(人民幣·下同)，同期的毛利率減少 2.5 個百分點至 28.2%，而且 3.2 億元的匯兌損失及高稅率影響利潤，所以 2016 上半年純利減少 14.9% 至 30.3 億元。扣除投資物業重估，基礎盈利下跌 32.9% 至 20.7 億元。世茂宣佈派發中期息每股 0.26 港元及特別息每股 0.06 港元。
- ❖ **相對緩慢的銷售**。2016 年 1-7 月的合同銷售金額增加 11.2% 至 396 億元，與其他領先的開發商相比，銷售增長相對較慢，世茂完成 2016 年銷售目標 670 億元的 59.0%，公司解釋因保留一些未來有房價上升潛力的貨源，因此影響銷售進度。2016 下半年的可售物業面積為 687 萬平方米，以均價每平方米 13,000 元計算，2016 下半年的可售貨值為 893 億元，其中的 28% 及 51% 分別針對首次買家及改善型買家。
- ❖ **2016 上半年購買土地計劃保守**。世茂在 2016 上半年購置土地態度審慎，共購入 8 幅共 110 萬平方米的項目，總價為 121 億元，我們相信緩慢的銷售進度影響公司買地計劃。目前，世茂在 41 個城市投資 116 個項目，總及應佔權益的土地儲備分別為 4,462 萬平方米及 3,185 萬平方米。
- ❖ **淨負債比率低於 60%**。淨負債比率由 6 個月前至 2016 年中下跌了 2.4 個百分點至 55.7%，世茂維持一個審慎的財政政策；此外，借貸成本由 2015 年的 6.9% 下跌至 2016 上半年的 6.5%。公司減少對離岸債務的依賴，於 2016 年中的外幣借貸佔總借貸的 32.9%。
- ❖ **下降預測及目標價**。因為銷售放慢及下調毛利率的假設，我們分別下降 2016 及 2017 年的盈利預測 2.0% 至 68.3 億元及 9.4% 至 76.9 億元。我們更將 2016 年底每股資產淨值預測由 18.06 港元下降至 16.74 港元，因而目標價從 12.64 港元下調至 11.72 港元，相等於與資產淨值折讓 30%。評級維持為「持有」。

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	56,081	57,733	63,106	68,517	76,542
淨利潤 (百萬元人民幣)	8,104	6,116	6,832	7,685	8,989
每股收益 (人民幣)	2.343	1.767	1.967	2.213	2.588
每股收益變動 (%)	9.8	(24.6)	11.3	12.5	17.0
市盈率(x)	4.0	5.3	4.8	4.3	3.6
市帳率(x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	8.2	6.4	6.6	7.3	8.2
權益收益率 (%)	17.3	12.2	12.5	12.7	13.5
淨財務槓杆率 (%)	58.6	58.8	54.1	46.2	40.5

來源: 公司、招銀國際證券預測

**世茂 (813 HK)**

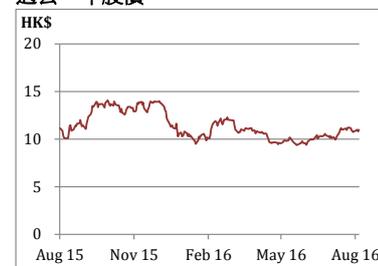
評級	持有
收市價	HK\$10.98
目標價	HK\$11.72
市值 (港幣百萬)	37,690
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	62.3
52 周高/低 (港幣)	14.28/9.31
發行股數 (百萬)	3,473
主要股東	許榮茂(66.0%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	5.9%	2.0%
3 月	9.6%	-0.5%
6 月	-2.4%	-15.0%

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>56,081</b>	<b>57,733</b>	<b>63,106</b>	<b>68,517</b>	<b>76,542</b>
物業發展	53,567	54,595	59,400	64,400	71,999
物業投資	687	739	852	920	944
酒店	1,178	1,302	1,537	1,617	1,703
其他	649	1,097	1,317	1,580	1,896
銷售成本	(37,856)	(41,285)	(44,953)	(47,107)	(52,245)
<b>毛利</b>	<b>18,225</b>	<b>16,448</b>	<b>18,153</b>	<b>21,411</b>	<b>24,297</b>
銷售費用	(1,496)	(1,615)	(1,767)	(1,850)	(1,990)
行政費用	(2,808)	(3,278)	(3,660)	(3,837)	(4,210)
其他收益	239	1,283	578	97	97
<b>息稅前收益</b>	<b>14,161</b>	<b>12,838</b>	<b>13,305</b>	<b>15,821</b>	<b>18,194</b>
融資成本	(241)	(1,409)	(749)	(379)	(356)
聯營公司	(175)	(483)	64	125	180
特殊收入	1,511	2,777	1,276	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>15,256</b>	<b>13,722</b>	<b>13,896</b>	<b>15,567</b>	<b>18,018</b>
所得稅	(5,769)	(5,564)	(5,493)	(6,081)	(7,025)
非控制股東權益	(1,384)	(2,043)	(1,552)	(1,765)	(1,969)
永續債	-	-	(18)	(36)	(36)
<b>淨利潤</b>	<b>8,104</b>	<b>6,116</b>	<b>6,832</b>	<b>7,685</b>	<b>8,989</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>6,971</b>	<b>4,033</b>	<b>5,555</b>	<b>7,685</b>	<b>8,989</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流動資產</b>	<b>63,648</b>	<b>69,318</b>	<b>72,830</b>	<b>73,325</b>	<b>73,920</b>
物業、廠房及設備	19,238	19,494	19,800	20,200	20,500
投資物業	26,976	30,025	31,000	31,500	32,000
聯營公司	9,792	10,683	11,000	11,800	12,600
無形資產	1,841	1,841	1,830	1,825	1,820
其他	5,801	7,275	9,200	8,000	7,000
<b>流動資產</b>	<b>156,886</b>	<b>174,937</b>	<b>190,565</b>	<b>210,466</b>	<b>226,981</b>
現金及現金等價物	23,935	26,410	22,665	29,766	29,881
應收貿易款項	12,457	14,787	14,200	16,000	17,800
關連款項	979	1,582	2,200	1,500	1,500
存貨	117,459	130,001	148,000	160,000	175,000
其他	2,055	2,157	3,500	3,200	2,800
<b>流動負債</b>	<b>107,942</b>	<b>110,780</b>	<b>114,502</b>	<b>124,502</b>	<b>134,302</b>
借債	18,725	17,140	14,000	14,500	13,500
應付貿易賬款	63,087	56,730	63,000	69,000	76,000
應付稅項	11,018	12,460	12,500	13,500	14,800
關連款項	14,731	24,448	25,000	27,500	30,000
其他	381	2	2	2	2
<b>非流動負債</b>	<b>47,609</b>	<b>58,726</b>	<b>61,450</b>	<b>64,600</b>	<b>63,800</b>
借債	43,269	53,254	56,000	59,000	58,000
遞延稅項	4,339	5,472	5,450	5,600	5,800
其他	-	-	-	-	-
<b>淨資產總值</b>	<b>64,983</b>	<b>74,749</b>	<b>87,443</b>	<b>94,689</b>	<b>102,799</b>
<b>股東權益</b>	<b>46,863</b>	<b>50,162</b>	<b>54,843</b>	<b>60,289</b>	<b>66,799</b>
少數股東權益	18,120	24,588	32,000	33,800	35,400
永續債	-	-	600	600	600
<b>總權益</b>	<b>64,983</b>	<b>74,749</b>	<b>87,443</b>	<b>94,689</b>	<b>102,799</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	14,161	12,838	13,305	15,821	18,194
折舊和攤銷	587	504	585	594	606
營運資金變動	(20,131)	(6,295)	(15,375)	(12,800)	(14,800)
稅務開支	(3,587)	(3,392)	(5,475)	(4,931)	(5,525)
其他	(2,765)	(1,328)	9,867	3,869	3,596
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(11,735)</b>	<b>2,326</b>	<b>2,907</b>	<b>2,553</b>	<b>2,072</b>
購買固定資產	22	(5,947)	279	194	306
聯營公司	(581)	(4,208)	(1,270)	(1,258)	(1,240)
其他	364	(70)	(1,925)	1,200	1,000
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(195)</b>	<b>(10,225)</b>	<b>(2,917)</b>	<b>136</b>	<b>66</b>
股份發行	(75)	(40)	-	-	-
淨銀行借貸	14,090	8,157	(394)	3,500	(2,000)
股息	(2,730)	(2,927)	(2,146)	(2,240)	(2,479)
其他	4,095	4,808	(66)	3,200	2,500
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>15,381</b>	<b>9,998</b>	<b>(2,606)</b>	<b>4,460</b>	<b>(1,979)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>3,450</b>	<b>2,099</b>	<b>(2,616)</b>	<b>7,149</b>	<b>159</b>
年初現金及現金等價物	17,026	20,472	22,592	19,926	27,024
匯兌	(5)	20	(50)	(50)	(50)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>20,472</b>	<b>22,592</b>	<b>19,926</b>	<b>27,024</b>	<b>27,134</b>
受限制現金	3,463	3,818	2,740	2,740	2,740
<b>資產負債表的現金</b>	<b>23,935</b>	<b>26,409</b>	<b>22,665</b>	<b>29,764</b>	<b>29,873</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	95.5	94.6	94.1	94.0	94.1
物業投資	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2
酒店	2.1	2.3	2.4	2.4	2.2
其他	1.2	1.9	2.1	2.3	2.5
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	35.1	2.9	9.3	8.6	11.7
毛利	24.5	(9.7)	10.4	17.9	13.5
經營利潤	25.3	(9.3)	3.6	18.9	15.0
淨利潤	9.7	(24.5)	11.7	12.5	17.0
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	32.5	28.5	28.8	31.2	31.7
稅前利率	27.2	23.8	22.0	22.7	23.5
淨利潤率	14.4	10.6	10.8	11.2	11.7
核心淨利潤率	12.4	7.0	8.8	11.2	11.7
有效稅率	37.8	40.5	39.5	39.1	39.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
平均應收賬款周轉天數	40.5	46.7	41.1	42.6	42.4
平均應付帳款周轉天數	549.5	529.7	486.1	511.4	506.5
平均存貨周轉天數	970.2	1,093.9	1,128.6	1,193.3	1,170.2
淨負債/ 總權益比率 (%)	58.6	58.8	54.5	46.5	40.7
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	18.3	12.6	13.0	13.4	14.1
資產回報率	4.1	2.6	2.7	2.8	3.1
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	2.343	1.767	1.967	2.213	2.588
每股股息(港元)	0.900	0.700	0.720	0.800	0.900
每股賬面值(人民幣)	13.50	14.45	15.79	17.36	19.24

來源: 公司、招銀國際證券預測

## 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士。