

世茂 (813 HK)

预料销售增长强劲 租金收入稳定

- ❖ **2018年核心利润料增长20%**。我们于星期一至世茂和投资者举办了一个小组会议。公司计划于2019年3月26日召开2018年业绩发布会。我们预测公司2018年的核心盈利达91.1亿元(人民币·下同)，比市场预期的92.7亿元低1.8%，并且录得9亿元外汇亏损，但不影响核心盈利。另外，土地增值税金额可能超过市场预期。
- ❖ **市场前景谨慎**。总销售额预料回落至13-14万亿元，但国内前20大开发商将在2019年实现约20%销售增长。2018年三四线城市房地产价格下跌5-10%。世茂预计房价将在2019年中期放松。每个城市执行「因城施策」的住房调控，并且只会隐性地调整调控政策，例如减少购房资格的社保年限。目前，世茂更看好杭州、南京、武汉等二线城市。一线城市供应不低，限购政策更加严格，因此世茂对一线城市的房地产市场持谨慎态度。
- ❖ **2018年销售额远超目标**。2018年合约销售额和面积分别攀升75%至1,761亿元和76%至1,069万平方米，远超1,400亿元的销售目标。尽管公司在2019年3月之前未有具体的2019年销售目标，但公司预计将可实现双位数增长。截至2018年6月，长三角、大湾区、福建、华北及其他地区的可售资源达到8,800亿元，因此公司有信心在2019年实现可持续增长。2018年的权益地总地价为510亿元，低于年初680亿元的计划，剩余预算将在1Q19继续用于土地收购。
- ❖ **经常性收入增长14.7%至19亿元**。上海世茂广场经翻新后于2018年9月重开。上海世茂广场的年租金收入预计为3亿元。其次，上海佘山洲际酒店于2018年10月开业。世茂称这家酒店是「一生中必游之地」。水下客房今年已全部预订，年收入估计约为2亿元。东涌福朋喜来登酒店预计于4Q19开始营运，预计2020年收入6亿港元。
- ❖ **合适的财务状况**。截至2018年6月，净负债比率为62.7%，我们相信净负债比率将于2018年底进一步回落，离岸和岸上债务的融资成本分别为4.5%和6.7%。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	59,286	70,426	93,717	109,182	125,064
净利润(百万人民币)	5,172	7,840	9,846	11,331	13,141
每股收益(人民币)	1.51	2.32	2.93	3.40	3.95
每股收益变动(%)	(14.8)	54.3	26.1	16.1	16.0
市盈率(x)	12.5	8.1	6.4	5.5	4.8
市帐率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.6	4.7	5.6	6.8	7.9
权益收益率(%)	9.9	13.6	15.3	15.8	16.3
净财务杠杆率(%)	51.1	56.5	55.9	56.5	51.4

资料来源：公司及招银国际研究

持有 (维持)

目标价	HK\$20.58
(过去目标价)	HK\$20.58
潜在升幅	-3.9%
当前股价	HK\$21.40

文于森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	70,652
3月平均流通量(百万港元)	97.1
52周内股价高/低(港元)	26.2/14.32
总股本(百万)	3,387

资料来源：彭博

股东结构

许荣茂	67.6%
自由流通	32.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.0%	4.1%
3-月	43.8%	34.1%
6-月	-0.5%	3.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: PwC

公司网站: www.shimaoproperty.com

问答

问：净负债比率的指引是什么？

答：2018财年末，净负债率低于70%。我们的底线是70%，并且上海世茂（60823 CH）已经并表。

问：资金成本的指引是什么？

答：2018财年末，我们的融资成本低于6%。在这个时间点，我们看到在岸融资成本下降，主要是开发贷款利率下降，并且有更多的资金渠道可用，如企业债。至于离岸债务，我们通过银团贷款以较低的利率提前赎回11亿美元债券的一半。因此，离岸融资成本仍有提升空间。

问：目前有否任何未偿还的信托贷款？

答：有，我们的信托贷款余额在10亿元以内。与我们截至2018年6月的总债务人民币965亿元相比，信托贷款仅占很小一部分。

问：房地产开发贷的最高成本是多少？

答：最高成本约为8.8%。

问：公司何时发行企业债券？

答：到目前为止我们还没有额度。该政策（发改财金〔2018〕1806号）于2018年12月刚刚公布，可能还需要一段时间。

问：东涌酒店目前情况如何？

答：公司目前100%拥有这家酒店。到目前为止，我们还没有利用酒店进行融资的计划。这家酒店将有1,200间客房，将于4Q19开始营业。它将成为香港最大的酒店数量。

问：毕架山项目目前情况如何？

答：该项目将于2020年开售，可能会在2021年入账。

问：管理层预计，在最糟糕的情况下，一些3/4线城市房价可能会在2019年下跌20%。但是，部份3/4线城市房价已经在2018年调整了20%。这是否意味着3/4线城市房价可能会从最高水平下降36%？世茂在这些城市有项目吗？

答：这是一般性陈述。我们看到大部份3/4线城市面临压力。但是，我们的项目所在城市大多是稳定的。一些城市，例如绍兴和嘉兴，房价可能有5-10%的调整，但相应的去化率将会上升。

问：公司可销售价值8,800亿元的应占权益是多少？

答：约75%。

问：大湾区的可售价值为200亿元，包括什么项目？

答：两个香港项目货值共计300亿。深圳前海的写字楼项目超过50亿元。此外，公司于2017年在深圳龙岗收购了一个项目，总货值达60亿元。龙岗项目可售部份包括写字楼、商店和公寓。加上广州合资项目和佛山项目（100%拥有），大湾区的可售货值为200亿元。

问：18 财年的合约销售额为 1761 亿元人民币的交付时间表？

答：合约销售额的 30-31%将在 FY19 结算。18 财年合约销售的毛利率与 2017 财年的合约销售额大致相同。至于确认销售的毛利率，2018 财年将高于 2017 财年。

问：在岸/离岸融资成本是多少？

答：在岸融资成本为 6.7%，离岸为 4.5%，综合达到 5.5%。

问：对境外债务有任何外汇对冲吗？

答：我们只对冲 6%的离岸债务。

问：将会出现延迟交付的情况吗？

答：不会。

问：FY19 对政策放松的期望是什么？

答：管理层预计在 19 年中期略有放松。这种放松是「因城施策」而调整的。

问：公司看好哪些城市？

答：目前一线城市的观望情绪浓厚，并且供应不低，加上限价政策，因此我们相对看好强二线城市。

问：公司是否在一线城市捂盘，以应对限价？

答：我们在一线城市没有捂盘，包括北京和上海在内的一线城市贡献了一定的合约销售。

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	59,286	70,426	93,717	109,182	125,064
物業發展	56,197	66,796	89,570	104,400	119,520
物業投資	710	680	721	778	856
酒店	1,466	1,708	1,998	2,318	2,666
其他	913	1,242	1,428	1,685	2,023
銷售成本	(42,938)	(48,996)	(65,785)	(76,673)	(87,818)
毛利	16,348	21,430	27,932	32,509	37,247
銷售費用	(1,353)	(1,462)	(1,968)	(2,293)	(2,626)
行政費用	(2,743)	(2,990)	(3,561)	(3,821)	(4,252)
其他收益	570	21	11	14	(25)
息稅前收益	12,823	16,999	22,414	26,409	30,343
融資成本	(1,176)	1,328	(750)	(412)	(427)
聯營公司	(448)	(315)	(320)	(350)	(380)
特殊收入	1,997	679	987	-	-
稅前利潤	13,196	18,692	22,331	25,647	29,536
所得稅	(5,685)	(8,121)	(10,287)	(11,906)	(13,669)
非控制股東權益	(2,339)	(2,730)	(2,198)	(2,410)	(2,726)
淨利潤	5,172	7,840	9,846	11,331	13,141
核心淨利潤	4,083	7,589	9,106	11,331	13,141

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	72,713	85,027	85,641	87,041	90,141
物業、廠房及設備	21,712	21,690	21,800	22,200	22,600
投資物業	32,271	34,036	35,500	36,000	38,000
聯營公司	12,019	16,418	18,500	20,000	21,500
無形資產	1,841	1,841	1,841	1,841	1,841
其他	4,870	11,042	8,000	7,000	6,200
流動資產	189,190	222,531	257,461	269,369	285,428
現金及現金等價物	22,235	33,007	42,411	37,869	41,628
應收貿易款項	20,257	15,584	21,850	23,000	25,000
關連款項	2,623	16,036	25,000	22,000	20,000
存貨	138,294	155,160	164,000	182,000	194,000
其他	5,782	2,745	4,200	4,500	4,800
流動負債	118,609	135,477	153,000	154,500	160,500
借債	17,927	18,326	30,000	26,500	25,000
應付貿易賬款	59,211	67,641	75,200	80,000	87,000
應付稅項	13,683	15,641	17,800	18,000	18,500
關連款項	27,789	33,869	30,000	30,000	30,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	55,077	75,335	80,000	84,000	88,000
借債	49,411	69,309	74,000	78,000	82,000
遞延稅項	5,667	6,025	6,000	6,000	6,000
其他	-	-	-	-	-
淨資產總值	88,217	96,747	110,102	117,910	127,069
股東權益	52,456	57,635	64,302	71,910	80,668
少數股東權益	31,261	34,912	41,800	42,000	42,400
永續債	4,500	4,200	4,000	4,000	4,000
總權益	88,217	96,747	110,102	117,910	127,068

來源：公司資料，招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	12,823	16,999	22,414	26,409	30,343
折舊和攤銷	514	665	651	654	666
營運資金變動	(7,185)	(5,977)	(10,630)	(17,150)	(12,000)
稅務開支	(4,531)	(6,133)	(8,154)	(11,706)	(13,169)
其他	(5,083)	5,924	4,328	(1,621)	386
經營活動所得現金淨額	(3,461)	11,479	8,609	(3,414)	6,226
購置固定資產	(1,624)	(8,305)	541	254	266
聯營公司	(863)	(17,655)	(3,652)	(2,117)	(3,627)
其他	(3,020)	2,954	3,042	1,000	800
投資活動所得現金淨額	(5,507)	(23,005)	(69)	(863)	(2,561)
股份發行	(796)	(65)	-	-	-
淨銀行借貸	(4,581)	22,590	16,365	500	2,500
股息	(2,325)	(2,542)	(3,186)	(3,741)	(4,382)
其他	13,411	746	(12,833)	3,000	2,000
融資活動所得現金淨額	5,709	20,728	346	(241)	118
現金增加淨額	(3,258)	9,202	8,886	(4,518)	3,783
年初現金及現金等價物	22,592	19,359	28,537	37,399	32,857
匯兌	25	(24)	(24)	(24)	(24)
年末現金及現金等價物	19,359	28,537	37,399	32,857	36,616
受限制現金	2,876	4,469	5,012	5,012	5,012
資產負債表的現金	22,235	33,007	42,411	37,869	41,628

來源:公司資料,招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合(%)					
物業發展	94.8	94.8	95.6	95.6	95.6
物業投資	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
酒店	2.5	2.4	2.1	2.1	2.1
其他	1.5	1.8	1.5	1.5	1.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長(%)					
收入	2.7	18.8	33.1	16.5	14.5
毛利	(0.6)	31.1	30.3	16.4	14.6
經營利潤	(0.1)	32.6	31.9	17.8	14.9
淨利潤	(15.4)	51.6	25.6	15.1	16.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	27.6	30.4	29.8	29.8	29.8
稅前利率	22.3	26.5	23.8	23.5	23.6
淨利潤率	8.7	11.1	10.5	10.4	10.5
核心淨利潤率	6.9	10.8	9.7	10.4	10.5
有效稅率	43.1	43.4	46.1	46.4	46.3
資產負債比率					
流動比率(x)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	62.4	40.4	42.5	38.4	36.5
平均應付帳款周轉天數	492.8	472.5	396.3	369.4	347.1
平均存貨周轉天數	1,140.4	1,093.0	885.4	823.6	781.4
淨負債/總權益比率(%)	51.1	56.5	55.9	56.5	51.4
回報率(%)					
資本回報率	9.9	13.6	15.3	15.8	16.3
資產回報率	2.0	2.8	3.0	3.2	3.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.506	2.324	2.930	3.402	3.946
每股股息(港元)	0.760	1.000	1.200	1.450	1.680
每股賬面值(人民幣)	15.43	17.02	18.98	21.23	23.82

來源:公司資料,招銀國際預測

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: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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策。

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。