

世茂 (813 HK)

股价已充分反映

- ❖ **中期利润增长 28%。**今年上半年，公司物业交付面积增长 6.4%至 251 万平方米，对应平均销售价格增长 12.3%至每平方米 13,601 元人民币。因此，物业销售收入增长 19.5%至 342 亿元人民币。由于公司出售北京财富时代大厦以及翻新上海世茂国际广场，租金收入同比下滑 9.2%至 3.77 亿元人民币。期内公司总收入达 358 亿元人民币，增长 19.3%，毛利率则上升 1.4 个百分点至 29.6%。销售及管理费用得到良好控制，占总收入的比例较去年同期下降了 0.6 个百分点至 6.6%。净利润为 38.8 亿元人民币，增长 28.1%。公司宣布中期每股派息 0.4 港元。
- ❖ **上半年合约销售增长 31%。**截止到今年上半年底，公司累计销售面积达 271 万平方米，增长 12%，合约销售增长 30.9%至 451 亿元人民币。公司透露当期销售的净利润率为 19%，高于预期的 13%。下半年可售面积将达 678 万平方米，预计全年去化率为 60-65%。因此，公司将今年全年的销售目标由 800 亿提高至 880-900 亿元人民币。
- ❖ **经常性收入增长稳定。**上半年，公司经常性收入(包括投资物业租金、酒店、物业管理)增长 16.0%至 16.6 亿元人民币。尽管出售北京物业和翻新上海物业使得投资物业租金收入同比减少，但酒店收入(+21.6%)以及其他收入(主要为物业管理收入，+35.4%)依然有效地推动整体经常性收入的增加。今年 3 月，公司宣布与喜达屋资本达成战略合作，成立合资公司共同开发中国自主品牌酒店市场。此外，公司于香港的新酒店预计将在 2019 年开业，共有 1,000 间房间，有助推动经常性收入的增长。
- ❖ **权益土地储备达 3,413 万平方米。**今年上半年，公司共补充了 27 块土地，总建筑面积达 453 万平方米。主要聚焦在围绕一线和核心二线城市的三四线城市。公司预期新获土地将受益于一二线城市的购房消费外溢。截止到现在，公司已经在 45 个城市拥有 150 个项目，总权益土地储备达 3,413 万平方米。
- ❖ **上调预测及目标价。**截止到上半年底，公司净负债率为 52.5%。我们认为公司资产负债变处于健康水平，并预测 2017 和 2018 年底的净负债率为 51.0%和 49.4%。考虑到公司良好的成本控制，我们分别上调 2017-2019 年的净利润预测 18.7%、11.6%及 9.6%至 79.4 亿、82.4 亿和 89.4 亿元人民币。我们同时将 2017 年底的净资产预测由 17.83 港元升至 21.81 港元，因此目标价由 12.48 港元调升至 15.27 港元，相等于 30%的与净资产折让，维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	57,733	59,286	71,739	78,067	83,407
净利润 (百万人民币)	6,116	5,172	7,941	8,235	8,943
每股收益 (人民币)	1.77	1.51	2.34	2.43	2.64
每股收益变动 (%)	(24.6)	(14.8)	55.5	3.8	8.6
市盈率(x)	7.8	9.1	5.9	5.6	5.2
市帐率(x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率 (%)	4.3	4.7	5.3	5.3	5.7
权益收益率 (%)	12.2	9.9	13.7	12.9	12.7
净财务杠杆率 (%)	58.8	51.1	51.0	49.4	51.2

资料来源：公司及招银国际研究

持有 (维持)

目标价	HK\$15.27
(过去目标价)	HK\$12.48)
潜在升幅	-5.5%
当前股价	HK\$16.16

文千森, 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)	54,734
3月平均流通量(百万港元)	92.1
5周内股价高/低(港元)	16.44/9.8
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	4.4%	1.5%
3-月	22.3%	12.3%
6-月	45.7%	23.3%

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

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	57,733	59,286	71,739	78,067	83,407
物业发展	54,595	56,197	68,250	73,980	78,648
物业投资	739	710	849	970	1,057
酒店	1,302	1,466	1,617	1,941	2,290
其他	1,097	913	1,023	1,176	1,411
销售成本	(41,285)	(42,938)	(50,166)	(54,119)	(57,669)
毛利	16,448	16,348	21,573	23,948	25,737
销售费用	(1,615)	(1,353)	(1,650)	(1,952)	(2,169)
行政费用	(3,278)	(2,743)	(3,443)	(3,903)	(4,337)
其他收益	1,283	570	431	90	143
息税前收益	12,838	12,823	16,911	18,182	19,375
融资成本	(1,409)	(1,176)	(226)	(238)	(252)
联营公司	(483)	(448)	(230)	(150)	(120)
特殊收入	2,777	1,997	359	-	-
税前利润	13,722	13,196	16,814	17,794	19,002
所得税	(5,564)	(5,685)	(6,829)	(7,290)	(7,772)
非控制股东权益	(2,043)	(2,339)	(1,774)	(1,999)	(2,017)
永续债	-	-	(270)	(270)	(270)
净利润	6,116	5,172	7,941	8,235	8,943
核心净利润	4,816	4,083	7,672	8,235	8,943

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	69,318	72,713	75,225	76,200	79,200
物业、厂房及设备	19,494	21,712	21,500	21,800	22,200
投资物业	30,025	32,271	33,500	34,000	36,000
联营公司	10,683	12,019	12,200	12,400	12,980
无形资产	1,841	1,841	1,825	1,800	1,820
其他	7,275	4,870	6,200	6,200	6,200
流动资产	174,937	189,190	200,651	220,837	233,347
现金及现金等价物	26,410	22,235	20,851	21,187	20,047
应收贸易款项	14,787	20,257	20,800	21,850	23,000
关连款项	1,582	2,623	5,500	5,600	5,800
存货	130,001	138,294	150,000	168,000	180,000
其他	2,157	5,782	3,500	4,200	4,500
流动负债	110,780	118,609	121,800	132,300	138,300
借债	17,140	17,927	18,000	17,500	18,500
应付贸易账款	56,730	59,211	61,000	71,600	76,000
应付税项	12,460	13,683	12,800	13,200	13,800
关连款项	24,448	27,789	30,000	30,000	30,000
其他	2	-	-	-	-
非流动负债	58,726	55,077	57,800	60,900	64,000
借债	53,254	49,411	52,000	55,000	58,000
递延税项	5,472	5,667	5,800	5,900	6,000
其他	-	-	-	-	-
净资产总值	74,749	88,217	96,276	103,837	110,247
股东权益	50,162	52,456	57,976	63,937	70,347
少数股东权益	24,588	31,261	33,800	35,400	35,400
永续债	-	4,500	4,500	4,500	4,500
总权益	74,749	88,217	96,276	103,837	110,247

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	12,838	12,823	16,911	18,182	19,375
折旧和摊销	504	514	651	645	654
营运资金变动	(6,295)	(7,185)	(10,557)	(17,250)	(12,950)
税务开支	(3,392)	(4,531)	(7,578)	(6,790)	(7,072)
其他	(1,328)	(5,083)	1,632	5,879	3
经营活动所得现金净额	2,326	(3,461)	1,059	667	9
购置固定资产	(5,947)	(1,624)	864	345	254
联营公司	(4,208)	(863)	(1,487)	(750)	(2,620)
其他	(70)	(3,020)	(1,330)	-	-
投资活动所得现金净额	(10,225)	(5,507)	(1,953)	(405)	(2,366)
股份发行	(40)	(796)	-	-	-
净银行借贷	8,157	(4,581)	2,663	2,500	4,000
股息	(2,927)	(2,325)	(2,437)	(2,276)	(2,533)
其他	4,808	13,411	(665)	(100)	(200)
融资活动所得现金净额	9,998	5,709	(439)	124	1,267
现金增加净额	2,099	(3,258)	(1,334)	386	(1,090)
年初现金及现金等价物	20,472	22,592	19,359	17,975	18,311
汇兑	20	25	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	22,592	19,359	17,975	18,311	17,171
受限制现金	3,818	2,876	2,876	2,876	2,876
资产负债表中的现金	26,409	22,235	20,851	21,187	20,047

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	94.6	94.8	95.1	94.8	94.3
物业投资	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
酒店	2.3	2.5	2.3	2.5	2.7
其他	1.9	1.5	1.4	1.5	1.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	2.9	2.7	21.0	8.8	6.8
毛利	(9.7)	(0.6)	32.0	11.0	7.5
经营利润	(9.3)	(0.1)	31.9	7.5	6.6
净利润	(24.5)	(15.4)	53.5	3.7	8.6

盈利能力比率 (%)

毛利率	28.5	27.6	30.1	30.7	30.9
税前利率	23.8	22.3	23.4	22.8	22.8
净利润率	10.6	8.7	11.1	10.5	10.7
核心净利润率	8.3	6.9	10.7	10.5	10.7
有效税率	40.5	43.1	40.6	41.0	40.9

资产负债比率

流动比率 (x)	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	46.7	62.4	52.9	51.1	50.3
平均应付账款周转天数	529.7	492.8	437.3	447.2	467.1
平均存货周转天数	1,093.9	1,140.4	1,048.8	1,072.4	1,101.3
净负债/总权益比率 (%)	58.8	53.9	53.6	51.7	53.4

回报率 (%)

资本回报率	12.6	10.1	14.4	13.5	13.3
资产回报率	2.6	2.0	3.0	2.9	2.9

每股数据

每股盈利(人民币)	1.767	1.506	2.342	2.431	2.640
每股股息(港元)	0.700	0.760	0.860	0.850	0.920
每股账面值(人民币)	14.45	15.43	17.12	18.88	20.77

来源：公司资料，招银国际则预测

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，请与我们联络。

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。