

世茂 (813 HK)

預料銷售增長強勁 租金收入穩定

- ❖ **2018年核心利潤料增長20%**。我們於星期一與世茂和投資者舉辦了一個小組會議。公司計劃於2019年3月26日召開2018年業績發佈會。我們預測公司2018年的核心盈利達91.1億元(人民幣·下同)，比市場預期的92.7億元低1.8%，並且錄得9億元外匯虧損，但不影響核心盈利。另外，土地增值稅金額可能超過市場預期。
- ❖ **市場前景謹慎**。總銷售額預料回落至13-14萬億元，但國內前20大開發商將在2019年實現約20%銷售增長。2018年三四線城市房地產價格下跌5-10%。世茂預計房價將在2019年中期放鬆。每個城市執行「因城施策」的住房調控，並且只會隱性地調整調控政策，例如減少購房資格的社保年限。目前，世茂更看好杭州、南京、武漢等二線城市。一線城市供應不低，限購政策更加嚴格，因此世茂對一線城市的房地產市場持謹慎態度。
- ❖ **2018年銷售額遠超目標**。2018年合約銷售額和面積分別攀升75%至1,761億元和76%至1,069萬平方米，遠超1,400億元的銷售目標。儘管公司在2019年3月之前未有具體的2019年銷售目標，但公司預計將可實現雙位數增長。截至2018年6月，長三角、大灣區、福建、華北及其他地區的可售資源達到8,800億元，因此公司有信心在2019年實現可持續增長。2018年的權益地總地價為510億元，低於年初680億元的計劃，剩餘預算將在1Q19繼續用於土地收購。
- ❖ **經常性收入增長14.7%至19億元**。上海世茂廣場經翻新後於2018年9月重開。上海世茂廣場的年租金收入預計為3億元。其次，上海佘山洲際酒店於2018年10月開業。世茂稱這家酒店是「一生中必遊之地」。水下客房今年已全部預訂，年收入估計約為2億元。東湧福朋喜來登酒店預計於4Q19開始營運，預計2020年收入6億港元。
- ❖ **合適的財務狀況**。截至2018年6月，淨負債比率為62.7%，我們相信淨負債比率將於2018年底進一步回落，離岸和岸上債務的融資成本分別為4.5%和6.7%。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	59,286	70,426	93,717	109,182	125,064
淨利潤(百萬人民幣)	5,172	7,840	9,846	11,331	13,141
每股收益(人民幣)	1.51	2.32	2.93	3.40	3.95
每股收益變動(%)	(14.8)	54.3	26.1	16.1	16.0
市盈率(x)	12.5	8.1	6.4	5.5	4.8
市帳率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	3.6	4.7	5.6	6.8	7.9
權益收益率(%)	9.9	13.6	15.3	15.8	16.3
淨財務杠杆率(%)	51.1	56.5	55.9	56.5	51.4

資料來源：公司及招銀國際研究

持有 (維持)

目標價	HK\$20.58
(過去目標價)	HK\$20.58)
潛在升幅	-3.9%
當前股價	HK\$21.40

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	70,652
3月平均流通量(百萬港元)	97.1
52周內股價高/低(港元)	26.2/14.32
總股本(百萬)	3,387

資料來源：彭博

股東結構

許榮茂	67.6%
自由流通	32.4%

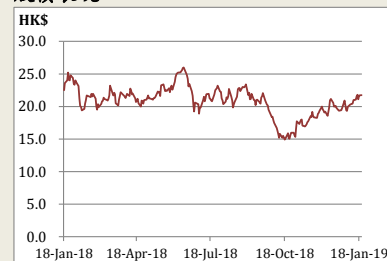
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.0%	4.1%
3-月	43.8%	34.1%
6-月	-0.5%	3.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.shimaoproperty.com

問答

問：淨負債比率的指引是什麼？

答：2018財年末，淨負債率低於70%。我們的底線是70%，並且上海世茂（60823 CH）已經併表。

問：資金成本的指引是什麼？

答：2018財年末，我們的融資成本低於6%。在這個時間點，我們看到在岸融資成本下降，主要是開發貸款利率下降，並且有更多的資金渠道可用，如企業債。至於離岸債務，我們通過銀團貸款以較低的利率提前贖回11億美元債券的一半。因此，離岸融資成本仍有提升空間。

問：目前有否任何未償還的信託貸款？

答：有，我們的信託貸款餘額在10億元以內。與我們截至2018年6月的總債務人民幣965億元相比，信託貸款僅佔很小一部分。

問：房地產開發貸的最高成本是多少？

答：最高成本約為8.8%。

問：公司何時發行企業債券？

答：到目前為止我們還沒有額度。該政策（發改財金〔2018〕1806號）於2018年12月剛剛公佈，可能還需要一段時間。

問：東湧酒店目前情況如何？

答：公司目前100%擁有這家酒店。到目前為止，我們還沒有利用酒店進行融資的計劃。這家酒店將有1,200間客房，將於4Q19開始營業。它將成為香港最大的酒店數量。

問：畢架山項目前情況如何？

答：該項目將於2020年開售，可能會在2021年入帳。

問：管理層預計，在最糟糕的情況下，一些3/4線城市房價可能會在2019年下跌20%。但是，部份3/4線城市房價已經在2018年調整了20%。這是否意味著3/4線城市房價可能會從最高水平下降36%？世茂在這些城市有項目嗎？

答：這是一般性陳述。我們看到大部份3/4線城市面臨壓力。但是，我們的項目所在城市大多是穩定的。一些城市，例如紹興和嘉興，房價可能有5-10%的調整，但相應的去化率將會上升。

問：公司可銷售價值8,800億元的應佔權益是多少？

答：約75%。

問：大灣區的可售價值為200億元，包括什麼項目？

答：兩個香港項目貨值共計300億。深圳前海的寫字樓項目超過50億元。此外，公司於2017年在深圳龍崗收購了一個項目，總貨值達60億元。龍崗項目可售部份包括寫字樓、商店和公寓。加上廣州合資項目和佛山項目（100%擁有），大灣區的可售貨值為200億元。

問：18 財年的合約銷售額為 1761 億元人民幣的交付時間表？

答：合約銷售額的 30-31% 將在 FY19 結算。18 財年合約銷售的毛利率與 2017 財年的合約銷售額大致相同。至於確認銷售的毛利率，2018 財年將高於 2017 財年。

問：在岸/離岸融資成本是多少？

答：在岸融資成本為 6.7%，離岸為 4.5%，綜合達到 5.5%。

問：對境外債務有任何外匯對沖嗎？

答：我們只對沖 6% 的離岸債務。

問：將會出現延遲交付的情況嗎？

答：不會。

問：FY19 對政策放鬆的期望是什麼？

答：管理層預計在 19 年中期略有放鬆。這種放鬆是「因城施策」而調整的。

問：公司看好哪些城市？

答：目前一線城市的觀望情緒濃厚，並且供應不低，加上限價政策，因此我們相對看好強二線城市。

問：公司是否在一線城市捂盤，以應對限價？

答：我們在一線城市沒有捂盤，包括北京和上海在內的一線城市貢獻了一定的合約銷售。

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	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來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: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，並可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。