

# 世茂 (813 HK)

## 為併購做好準備

世茂今年1月配股46億港元，籌集足夠彈藥以應付未來挑戰。在疫情困擾下，我們調低對公司的收入預測及毛利率假設，並上調行政開支預測。我們下調2019-21年盈利預測8.7%、7.2%及4.6%，但將2020年底每股資產淨值預測由40.92港元上調至45.06港元。目標價上調至31.55港元，評級調整至「買入」。

- **配股46億港元。**世茂於2020年1月以先舊後新方式配售1.58億股，集資46億元，配股價為29.58元（佔擴大後資本的4.57%）。配股將鞏固公司的財務狀況，有利未來併購發展。
- **今年首兩個月銷售下跌22%。**2019年合約銷售金額及面積分別增加48%至2,601億元人民幣及37%至1,466萬平方米。業績理想主要歸因於積極的併購方案，帶動可售資源大幅增長。不過，今年1-2月新冠疫情爆發阻礙了增長勢頭，今年首兩個月的合約銷售金額和面積分別下跌22%至167億元人民幣和23%至96萬平方米。一季度並非傳統旺季，世茂一般在每年首季度推出約15%可售資源。假如疫情在3月結束，則對房地產銷售影響有限。
- **湖北省土儲不足5%。**世茂是中國大型房地產開發商之一。截至2019年6月底，公司擁有301個項目，土儲總面積6,407萬平方米，遍佈全國101個城市。管理層透露，公司在湖北省的土儲佔總土儲不到5%，其中僅三分之一位於武漢。武漢或湖北現況並未對公司造成重大影響。
- **上調至買入。**我們相信世茂配股後的資產負債狀況良好，有能力應對未來的挑戰。不過，疫情損害公司收入（尤其是租金和酒店收入），因此我們分別下調2020年及2021年的收入預測1.4%和1.7%。另外，我們調低對公司的毛利率假設，並上調行政開支預測。我們下調2019-21年盈利預測8.7%、7.2%及4.6%，但將2020年底每股資產淨值預測由40.92港元上調至45.06港元。目標價上調至31.55港元，評級調整至「買入」。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	70,426	85,513	112,064	139,870	166,783
同比增長(%)	18.8	21.4	31.1	24.8	19.2
淨收入(百萬元人民幣)	7,840	8,835	11,385	13,733	16,584
每股盈利(人民幣)	2.32	2.65	3.42	3.98	4.79
每股盈利變動(%)	54.3	13.9	29.1	16.6	20.3
市場平均盈利預測(人民幣)	N.A.	N.A.	3.46	4.23	4.85
市盈率(倍)	9.5	8.3	6.5	5.5	4.6
市帳率(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.8
股息率(%)	4.1	4.9	5.7	6.4	7.2
權益收益率(%)	13.6	21.4	17.1	17.2	18.1
淨負債率(%)	56.5	56.6	59.6	52.7	51.3

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入 (上調)

目標價	HK\$31.55
(此前目標價)	HK\$28.64)
潛在升幅	+28.2%
當前股價	HK\$24.60

### 中國房地產行業

#### 文幹森, CFA

(852) 3900 0853  
samsonman@cmbi.com.hk

#### 黃程宇

(852) 3761 8773  
huangchengyu@cmbi.com.hk

#### 公司數據

市值(百萬元港元)	85,104
3月平均流通量(百萬元港元)	318
52周內股價高/低(港元)	32.1/18.54
總股本(百萬)	3,460

資料來源：彭博

#### 股東結構

許榮茂	66.5%
流通股	33.5%

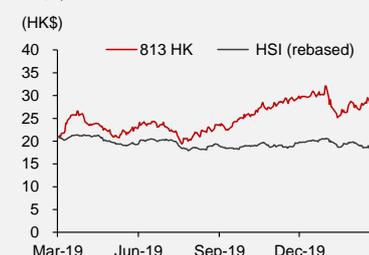
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.5%	5.9%
3-月	-9.6%	4.1%
6-月	11.2%	26.6%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

## 財務分析

### 利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>70,426</b>	<b>85,513</b>	<b>112,064</b>	<b>139,870</b>	<b>166,783</b>
物業發展	66,796	80,907	106,400	133,650	159,600
物業投資	992	1,091	1,418	1,517	1,744
酒店	1,708	1,908	2,309	2,424	2,788
物業管理	646	895	1,083	1,321	1,559
其他	285	712	855	957	1,091
銷售成本	(48,996)	(58,564)	(78,492)	(98,606)	(117,985)
<b>毛利</b>	<b>21,430</b>	<b>26,949</b>	<b>33,572</b>	<b>41,264</b>	<b>48,798</b>
其他收益	545	323	560	600	720
銷售費用	(1,462)	(2,023)	(2,241)	(2,797)	(3,502)
行政費用	(2,990)	(3,430)	(4,258)	(5,035)	(5,837)
其他費用	(524)	(520)	(560)	(699)	(834)
<b>息稅前收益</b>	<b>16,999</b>	<b>21,298</b>	<b>27,072</b>	<b>33,332</b>	<b>39,345</b>
融資成本	1,328	(337)	(394)	(426)	(437)
聯營/合營公司	(315)	(233)	(280)	(380)	(380)
特殊收入	679	1,910	632	0	0
<b>稅前利潤</b>	<b>18,692</b>	<b>22,638</b>	<b>27,031</b>	<b>32,526</b>	<b>38,527</b>
所得稅	(8,121)	(10,327)	(11,905)	(14,640)	(17,414)
非控制股東權益	(2,436)	(3,214)	(3,399)	(3,812)	(4,188)
永續債	(294)	(262)	(342)	(342)	(342)
<b>淨利潤</b>	<b>7,840</b>	<b>8,835</b>	<b>11,385</b>	<b>13,733</b>	<b>16,584</b>
<b>基礎盈利</b>	<b>6,930</b>	<b>8,551</b>	<b>10,752</b>	<b>13,733</b>	<b>16,584</b>

### 現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息稅前收益</b>	<b>16,999</b>	<b>21,298</b>	<b>27,072</b>	<b>33,332</b>	<b>39,345</b>
折舊和攤銷	665	664	676	696	714
營運資金變動	2,641	(7,180)	(21,051)	(15,400)	(16,200)
稅務開支	(6,133)	(6,042)	(12,297)	(14,640)	(17,414)
其他	(2,694)	(6,530)	(3,308)	3,543	(2,016)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>11,479</b>	<b>2,210</b>	<b>(8,908)</b>	<b>7,531</b>	<b>4,429</b>
購置固定資產	(8,305)	(2,768)	(289)	(704)	(786)
聯營公司	(17,655)	(2,989)	(1,146)	(1,627)	(2,927)
其他	2,954	(452)	1,917	250	550
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(23,005)</b>	<b>(6,208)</b>	<b>481</b>	<b>(2,081)</b>	<b>(3,163)</b>
股份發行	(65)	(1,647)	4,160	0	0
淨銀行借貸	22,590	17,996	2,868	2,700	3,600
股息	(2,542)	(3,373)	(3,888)	(4,492)	(5,203)
其他	746	6,135	(125)	(300)	(400)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>20,728</b>	<b>19,111</b>	<b>3,016</b>	<b>(2,092)</b>	<b>(2,003)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>9,202</b>	<b>15,113</b>	<b>(5,411)</b>	<b>3,358</b>	<b>(736)</b>
年初現金及現金等價物	19,359	28,537	43,688	38,253	41,587
匯兌	(24)	38	(24)	(24)	(24)
年末現金及現金等價物	<b>28,537</b>	<b>43,688</b>	<b>38,253</b>	<b>41,587</b>	<b>40,827</b>
受限制現金	4,469	5,888	5,942	5,942	5,942
<b>資產負債表的現金</b>	<b>33,007</b>	<b>49,577</b>	<b>44,195</b>	<b>47,529</b>	<b>46,769</b>

### 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>85,027</b>	<b>88,748</b>	<b>88,541</b>	<b>90,391</b>	<b>92,841</b>
物業、廠房及設備	21,690	22,543	23,200	23,800	24,000
投資物業	34,036	36,891	37,200	38,000	39,300
聯營公司	16,418	18,556	19,300	20,000	21,500
無形資產	1,841	1,841	1,841	1,841	1,841
其他	11,042	8,917	7,000	6,750	6,200
<b>流動資產</b>	<b>222,531</b>	<b>288,849</b>	<b>309,695</b>	<b>334,649</b>	<b>354,769</b>
現金及現金等價物	33,007	49,577	44,195	47,529	46,769
應收貿易款項	15,584	19,923	23,000	25,000	28,000
存貨	155,160	199,011	222,000	241,000	258,000
其他	18,781	20,338	20,500	21,120	22,000
<b>流動負債</b>	<b>135,477</b>	<b>187,895</b>	<b>196,400</b>	<b>208,000</b>	<b>217,100</b>
借債	18,326	31,306	30,000	31,200	33,300
應付貿易賬款	33,524	50,585	55,600	61,200	65,000
合同負債	34,117	47,173	52,000	56,800	60,000
應付稅項	15,641	20,595	20,800	20,800	20,800
其他	33,869	38,235	38,000	38,000	38,000
<b>非流動負債</b>	<b>75,335</b>	<b>84,422</b>	<b>88,000</b>	<b>89,500</b>	<b>91,000</b>
借債	69,309	77,825	82,000	83,500	85,000
其他	6,025	6,596	6,000	6,000	6,000
<b>股東權益</b>	<b>57,635</b>	<b>59,234</b>	<b>66,735</b>	<b>80,039</b>	<b>91,410</b>
少數股東權益	34,912	40,946	42,000	42,400	43,000
永續債	4,200	5,100	5,100	5,100	5,100
<b>總權益</b>	<b>96,747</b>	<b>105,280</b>	<b>113,835</b>	<b>127,539</b>	<b>139,510</b>

### 主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	94.8	94.6	94.9	95.6	95.7
物業投資	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0
酒店	2.4	2.2	2.1	1.7	1.7
物業管理	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
其他	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	30.4	31.5	30.0	29.5	29.3
稅前利率	24.1	24.9	24.2	23.8	23.6
淨利潤率	11.1	10.3	10.2	9.8	9.9
有效稅率	43.4	45.6	44.0	45.0	45.2
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
平均應收賬款周轉天數	80.8	85.0	74.9	65.2	61.3
平均應付賬款周轉天數	173.7	215.9	181.1	159.7	142.3
平均存貨周轉天數	1155.9	1240.3	1032.3	892.1	798.2
	56.5	56.6	59.6	52.7	51.3
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	13.6	14.9	17.1	17.2	18.1
資產回報率	2.5	2.3	2.9	3.2	3.7
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	2.32	2.65	3.42	3.98	4.79
每股股息(港元)	1.00	1.20	1.40	1.58	1.78
每股賬面值(人民幣)	17.02	17.49	20.21	23.14	26.42

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 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。

### 招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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個人。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。