

世茂 (813 HK, HK\$12.70, 目标价: HK\$12.48, 持有) — 失望的业绩

- ❖ **2016年基础盈利下跌15%至40.8亿元(人民币·下同)**。2016年交付面积减少9.4%至487万平方米，因此期内的营业额只轻微上升2.7%至593亿元，期内的毛利率减少0.9个百分点至27.6%，而且2016年来自联营公司及合营公司的亏损达4.48亿元，所以2016年纯利减少15.4%至51.7亿元。扣除投资物业重估，基础盈利下跌15.2%至40.8亿元，比我们预期少26.5%。世茂宣布派发末期息每股0.44港元，全年的派息比率增加9.1个百分点至44%。
- ❖ **2017年销售目标为800亿元**。2016年的合同销售金额增加1.6%至681亿元，但公司表示2016年的去货率增加4个百分点至59%；此外，2016年预售物业受惠于销售均价的上升，其利润率可达15%。2017年的可售物业面积为952万平方米，世茂希望2017年能完成800亿元的销售目标。在2017年首2个月，合同销售金额增加93%至103亿元，期内的销售均价为每平方米15,311元，管理层透露希望在2017年第1季、第2季及下半年的销售分布为2017年销售目标的25%、25%及50%。
- ❖ **保守的购买土地计划**。世茂在2016年购置土地态度审慎，共购入25幅土地，应占权益的建筑面积为396万平方米，应占权益的地价为303亿元。于2016年末，世茂在43个城市投资132个项目，总土地储备及应占权益的土地储备分别为4,275万平方米及3,079万平方米。在2017年，世茂计划购入土地总值350亿元，其中60%会通过收购项目的方式来进行。
- ❖ **租金收入在2021年冀望达30亿元**。虽然租金收入在2016年减少4%至7.1亿元，世茂期望至2021年的每年租金收入达30亿元，2016年租金下跌主要受2016年5月出售了北京财富时代及上海世茂国际广场翻新工程影响。至2021年，购物中心及写字楼项目料分别达20个及10个，相应的出租面积分别为130万平方米及70万平方米。
- ❖ **下降盈利预测**。一方面，我们预期确认均价在未来数年将会改善；另一方面，我们调低交付面积的假设，因此我们分别下降2017及2018年的盈利预测13.0%至66.9亿元及17.9%至73.8亿元。我们引入2017年底每股资产净值预测为17.83港元，因而目标价从11.72港元上调至12.48港元，相等于与资产净值折让30%。评级维持为「持有」。

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

世茂 (813 HK)

评级	持有
收市价	HK\$12.70
目标价	HK\$12.48
市值(港币百万)	43,015
过去3个月平均交易(港币百万)	63.0
52周高/低(港币)	13.9/9.26
发行股数(百万)	3,387
主要股东	许荣茂(67.6%)

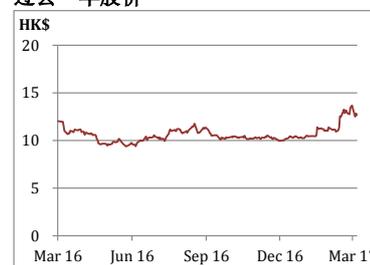
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	14.0%	12.3%
3月	28.1%	14.5%
6月	17.4%	13.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	57,733	59,286	66,209	71,687	77,659
净利润(百万元人民币)	6,116	5,172	6,689	7,379	8,158
每股收益(人民币)	1.767	1.506	1.973	2.179	2.409
每股收益变动(%)	(24.6)	(14.8)	29.2	10.4	10.5
市盈率(x)	6.4	7.5	5.7	5.2	4.7
市帐率(x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	5.5	6.0	6.0	6.7	7.2
权益收益率(%)	12.2	9.9	11.8	11.9	12.1
净财务杠杆率(%)	58.8	51.1	46.5	43.4	49.5

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	57,733	59,286	66,209	71,687	77,659
物业发展	54,595	56,197	62,720	67,600	72,900
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)	(46,184)	(49,557)	(53,559)
毛利	16,448	16,348	20,025	22,130	24,099
销售费用	(1,615)	(1,353)	(1,523)	(1,792)	(2,019)
行政费用	(3,278)	(2,743)	(3,178)	(3,584)	(4,038)
其他收益	1,283	570	109	122	172
息税前收益	12,838	12,823	15,433	16,875	18,214
融资成本	(1,409)	(1,176)	(371)	(368)	(403)
联营公司	(483)	(448)	30	180	240
特殊收入	2,777	1,997	-	-	-
税前利润	13,722	13,196	15,092	16,687	18,050
所得税	(5,564)	(5,685)	(6,358)	(7,038)	(7,606)
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	6,689	7,379	8,158
核心净利润	4,816	4,083	6,689	7,379	8,158

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	69,318	72,713	73,625	75,600	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	11,800	12,400	12,980
无形资产	1,841	1,841	1,825	1,800	1,820
其他	7,275	4,870	5,000	5,600	6,200
流动资产	174,937	189,190	202,188	216,660	227,115
现金及现金等价物	26,410	22,235	25,688	25,860	19,115
应收贸易款项	14,787	20,257	21,500	24,000	26,500
关连款项	1,582	2,623	2,000	1,800	1,500
存货	130,001	138,294	148,000	160,000	175,000
其他	2,157	5,782	5,000	5,000	5,000
流动负债	110,780	118,609	121,000	129,650	135,000
借债	17,140	17,927	16,000	15,000	14,200
应付贸易账款	56,730	59,211	64,000	71,600	76,000
应付税项	12,460	13,683	13,500	14,250	14,800
关连款项	24,448	27,789	27,500	28,800	30,000
其他	2	-	-	-	-
非流动负债	58,726	55,077	59,600	60,800	64,000
借债	53,254	49,411	54,000	55,000	58,000
递延税项	5,472	5,667	5,600	5,800	6,000
其他	-	-	-	-	-
净资产总值	74,749	88,217	95,213	101,810	107,315
股东权益	50,162	52,456	56,913	61,910	67,415
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	95,213	101,810	107,315

来源: 公司、招银国际证券预测

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	15,433	16,875	18,214
折旧和摊销	504	514	651	645	654
营运资金变动	(6,295)	(12,418)	(9,257)	(12,700)	(17,300)
税务开支	(3,392)	(4,268)	(6,607)	(6,088)	(6,856)
其他	(1,328)	6,940	2,802	3,668	392
经营活动所得现金净额	2,326	3,592	3,022	2,400	(4,896)
购置固定资产	(5,947)	(1,704)	864	345	254
联营公司	(4,208)	(3,731)	(1,000)	(1,040)	(2,500)
其他	(70)	2,405	(130)	(600)	(600)
投资活动所得现金净额	(10,225)	(3,030)	(267)	(1,295)	(2,846)
股份发行	(40)	(777)	-	-	-
净银行借贷	8,157	(3,057)	2,663	-	2,200
股息	(2,927)	(2,210)	(2,250)	(2,383)	(2,653)
其他	4,808	2,299	335	1,500	1,500
融资活动所得现金净额	9,998	(3,744)	748	(883)	1,047
现金增加净额	2,099	(3,182)	3,503	222	(6,695)
年初现金及现金等价物	20,472	22,592	19,359	22,812	22,984
汇兑	20	(50)	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	22,592	19,359	22,812	22,984	16,239
受限制现金	3,818	2,876	2,876	2,876	2,876
资产负债表的现金	26,409	22,235	25,688	25,860	19,115

来源: 公司、招银国际证券预测

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	94.7	94.3	93.9
物业投资	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
酒店	2.3	2.5	2.4	2.7	2.9
其他	1.9	1.5	1.5	1.6	1.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	2.9	2.7	11.7	8.3	8.3
毛利	(9.7)	(0.6)	22.5	10.5	8.9
经营利润	(9.3)	(0.1)	20.4	9.3	7.9
净利润	(24.5)	(15.4)	29.3	10.3	10.5

盈利能力比率 (%)

毛利率	28.5	27.6	30.2	30.9	31.0
税前利率	23.8	22.3	22.8	23.3	23.2
净利润率	10.6	8.7	10.1	10.3	10.5
核心净利润率	8.3	6.9	10.1	10.3	10.5
有效税率	40.5	43.1	42.1	42.2	42.1

资产负债比率

流动比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	46.7	62.4	59.3	61.1	62.3
平均应付账款周转天数	529.7	492.8	486.9	499.4	502.9
平均存货周转天数	1,093.9	1,140.4	1,131.3	1,134.2	1,141.5
净负债/ 总权益比率 (%)	58.8	53.9	48.8	45.4	51.6

回报率 (%)

资本回报率	12.6	10.1	12.2	12.4	12.6
资产回报率	2.6	2.0	2.5	2.6	2.7

每股数据

每股盈利(人民币)	1.767	1.506	1.973	2.179	2.409
每股股息(港元)	0.700	0.760	0.760	0.850	0.920
每股账面值(人民币)	14.45	15.43	16.80	18.28	19.90

来源: 公司、招银国际证券预测

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上责任。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个人。