

世茂 (813 HK, HK\$10.82, 目标价: HK\$16.79, 买入) — 主席增持

- ❖ **核心中期盈利下跌 12%。**因为交付面积增加 27.4%至 250 万平方米，2015 上半年世茂营业额上升 23.3%至 292 亿元(人民币·下同)。不过毛利率下降 3.4 个百分点至期内的 30.7%。因为合资项目需要拨备，所以世茂在联营公司录取亏损 3.74 亿元。在扣除 4.1 亿元的税后投资物业重估收益，2015 上半年的经常性盈利下跌 12.1%至 30.9 亿元。公司宣布派发中期息每股 0.3 港元。
- ❖ **2015 年 1-7 月销售速度缓慢。**2015 年 1-7 月的合同销售金额及面积分别下跌 5.4%至 356 亿元及 3.9%至 296 万平方米，世茂完成 2015 年销售目标 720 亿元的 49.4%。2015 年下半年可供销售货源为 700 万平方米，若公司的销售比率能达 48%，全年销售目标可以完成。世茂在 2015 上半年将工程拖慢，2015 上半年竣工量为 388 万平方米，2015 下半年料为 312 万平方米。
- ❖ **2015 上半年购入 63 万平方米土地。**世茂在 2015 上半年购入 6 幅建筑面积共 63 万平方米的土地。目前，世茂在国内 40 个城市及香港投资 103 个项目，总应占权益的土地储备为 3,331 万平方米，平均土地成本为每平方米 2,620 元。
- ❖ **增加在岸借贷。**于 2015 年 6 月底的手持现金及总借贷分别为 273 亿元及 671 亿元，外币借贷占总 45%，公司会考虑借贷成本及人民币贬值之间作平衡。公司已获取在国内发行共 74 亿元 7 年期企业贷，世茂希望未来在岸借贷占总 70%。世茂的现金回笼率为 83%，净负债比率由 2014 年底的 58.6%下跌至 2015 年中的 57.5%。
- ❖ **许荣茂可能增持股份。**世茂维持 2015 年毛利率指引约为 30%。我们轻微调整 2015-17 年盈利预测至 92.6 亿、105 亿元及 115 亿元；我们下调 2015 年底的资产净值预测由 26.31 港元至 23.98 港元，目标价因而由 18.42 港元下调至 16.79 港元，相等于与资产净值折让 30%。最后，管理层透露因为估值吸引，股价为 2015 年市盈率 3.3 倍或较资产净值折让 54.9%，公司最大股东(许荣茂)将会增持股份。评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额 (百万元人民币)	41,503	56,081	68,821	78,066	86,436
净利润 (百万元人民币)	7,389	8,104	9,264	10,544	11,529
每股收益 (人民币)	2.133	2.343	2.668	3.036	3.320
每股收益变动 (%)	28.3	9.8	13.9	13.8	9.3
市盈率 (x)	4.1	3.8	3.3	2.9	2.7
市帐率 (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	7.5	8.3	9.2	10.0	10.0
权益收益率 (%)	17.7	17.3	17.5	17.5	17.0
净财务杠杆率 (%)	57.4	58.6	48.6	36.3	30.6

来源: 公司、招银国际证券预测

世茂 (813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$10.82
目标价	HK\$16.79
市值 (港币百万)	37,573
过去 3 月平均交易 (港币百万)	120
52 周高/低 (港币)	20.35/9.23
发行股数 (百万)	3,473
主要股东	许荣茂 (65.1%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-29.7%	-18.8%
3 月	-43.1%	-25.9%
6 月	-41.2%	-30.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	41,503	56,081	68,821	78,066	86,436
物业发展	39,503	53,567	66,000	74,880	82,890
物业投资	556	687	786	877	944
酒店	979	1,178	1,255	1,374	1,480
其他	465	649	779	935	1,121
销售成本	(26,862)	(37,856)	(47,998)	(53,306)	(58,988)
毛利	14,641	18,225	20,823	24,760	27,448
销售费用	(1,306)	(1,496)	(1,652)	(1,874)	(2,161)
行政费用	(2,283)	(2,808)	(3,097)	(3,513)	(3,976)
其他收益	253	239	410	230	208
息税前收益	11,305	14,161	16,484	19,603	21,519
融资成本	(121)	(241)	(295)	(273)	(240)
联营公司	844	(175)	(54)	200	210
特殊收入	1,031	1,511	820	-	-
税前利润	13,059	15,256	16,955	19,530	21,489
所得税	(4,834)	(5,769)	(6,351)	(7,428)	(8,190)
非控制股东权益	(835)	(1,384)	(1,341)	(1,557)	(1,769)
净利润	7,389	8,104	9,264	10,544	11,529
核心净利润	6,747	7,436	8,793	10,544	11,529

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	57,819	63,648	63,835	65,930	68,025
物业、厂房及设备	16,023	19,238	20,000	21,000	22,000
投资物业	26,942	26,976	28,500	29,400	30,200
联营公司	7,016	9,792	8,500	8,500	8,500
无形资产	1,848	1,841	1,835	1,830	1,825
其他	5,990	5,801	5,000	5,200	5,500
流动资产	117,949	156,886	170,679	179,806	196,490
现金及现金等价物	19,573	23,935	29,179	28,406	31,990
应收贸易款项	11,217	12,457	13,500	14,200	16,000
关连款项	1,206	979	1,000	1,200	1,500
存货	83,797	117,459	125,000	134,000	145,000
其他	2,155	2,055	2,000	2,000	2,000
流动负债	82,377	107,942	106,650	115,650	124,150
借债	11,775	18,725	14,800	14,000	13,500
应付贸易账款	50,896	63,087	63,000	74,500	83,000
应付税项	9,327	11,018	10,200	10,500	10,500
关连款项	10,336	14,731	18,500	16,500	17,000
其他	42	381	150	150	150
非流动负债	41,539	47,609	54,500	48,500	50,500
借债	37,554	43,269	50,000	44,000	46,000
递延税项	3,985	4,339	4,500	4,500	4,500
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	10,110	18,120	20,350	21,500	22,000
净资产总值	41,742	46,863	53,014	60,086	67,865
股东权益	41,742	46,863	53,014	60,086	67,865

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	11,305	14,161	16,484	19,603	21,519
折旧和摊销	417	587	577	600	630
营运资金变动	(27,360)	(20,131)	(8,450)	(5,200)	(9,300)
税务开支	(3,614)	(3,587)	(7,008)	(7,128)	(8,190)
其他	8,331	(2,765)	(1,536)	4,668	1,734
经营活动所得现金净额	(10,921)	(11,735)	67	12,543	6,393
购置固定资产	(5,593)	22	(185)	(400)	(370)
联营公司	(427)	(581)	(250)	(833)	(730)
其他	-	364	801	(200)	(300)
投资活动所得现金净额	(6,020)	(195)	366	(1,433)	(1,400)
股份发行	(90)	(75)	-	-	-
净银行借贷	9,435	14,090	2,806	(6,800)	1,500
股息	(1,550)	(2,730)	(1,693)	(2,832)	(3,059)
其他	10,391	4,095	3,748	(2,200)	200
融资活动所得现金净额	18,186	15,381	4,861	(11,832)	(1,359)
现金增加净额	1,245	3,450	5,294	(723)	3,634
年初现金及现金等价物	15,894	17,026	20,472	25,715	24,942
汇兑	(113)	(5)	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	17,026	20,472	25,715	24,942	28,526
受限制现金	2,547	3,463	3,463	3,463	3,463
资产负债表的现金	19,573	23,935	29,179	28,406	31,990

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售组合 (%)					
物业发展	95.2	95.5	95.9	95.9	95.9
物业投资	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
酒店	2.4	2.1	1.8	1.8	1.7
其他	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	44.9	35.1	22.7	13.4	10.7
毛利	52.4	24.5	14.3	18.9	10.9
经营利润	47.3	25.3	16.4	18.9	9.8
净利润	28.2	9.7	14.3	13.8	9.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.3	32.5	30.3	31.7	31.8
税前利率	31.5	27.2	24.6	25.0	24.9
净利润率	17.8	14.4	13.5	13.5	13.3
核心净利润率	16.3	13.3	12.8	13.5	13.3
有效税率	37.0	37.8	37.5	38.0	38.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	49.3	40.5	35.8	33.2	33.8
平均应付帐款周转天数	582.9	549.5	479.4	470.7	487.3
平均存货周转天数	918.4	970.2	921.9	886.7	863.2
净负债/总权益比率 (%)	57.4	58.6	48.6	36.3	30.6
回报率 (%)					
资本回报率	19.0	18.3	18.6	18.6	18.0
资产回报率	4.8	4.1	4.1	4.4	4.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.133	2.343	2.668	3.036	3.320
每股股息(港元)	0.810	0.900	1.000	1.080	1.080
每股账面值(人民币)	12.02	13.50	15.27	17.30	19.54

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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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个人。