

世茂 (813 HK)

明年銷售目標達 3000 億元人民幣

2019 上半年營業額及基礎盈利分別上升 32.9% 至 566 億元(人民幣·下同)及 20.6% 至 53.1 億元。我們將 2019 年盈利預測上調 7.6% 至 125 億元。我們預測 2020 年末的每股資產淨值為 37.91 港元，因此將目標價由 26.21 港元上調至 26.54 港元，相等於與每股資產淨值折讓 30%。維持買入評級。

- **中期基礎盈利上升 20.6% 至 53.1 億元。**2019 上半年確認均價上升 23% 至每平方米 15,713 元及交付面積增加 6% 至 339 萬平方米，帶動營業額增加 32.9% 至 566 億元。毛利率由 2018 上半年的 31.0% 下降至 2019 上半年的 30.1%。期內基礎盈利上升 20.6% 至 53.1 億元。截至 2019 年 6 月，已預售待入賬的物業金額達 1,350 億元。
- **2019 上半年合同銷售金額增加 39%。**2019 上半年，合同銷售金額及面積分別增加 38.7% 至 1,003 億元及 23.3% 至 556 萬平方米，期間的去化率為 50% 以上，世茂完成全年銷售目標 2,100 億元的 48%。下半年，可售資源達 3,000 億元，世茂具信心完成全年銷售目標。此外，公司表示 2020 年的可售資源達 5,000 億元，如果以 60% 去化率計算，2020 年將有 3,000 億元的銷售。
- **2019 上半年 60% 的新購土儲以併購方式達成。**2019 上半年世茂收購了 60 個項目，建築面積 1,421 萬平，收購金額為 788 億元。以收購費用計算，60% 的新購土儲以併購方式達成，收購成本良好控制，平均土地成本為每平方米 5,581 元，相等於同期的合同銷售均價 31%。截至 2019 年 6 月，總土儲面積及應佔面積分別為 6,407 萬平和 4,072 萬平。世茂在 101 個城市共投資 301 個項目，這些儲備的總價值估計 10,500 億元。
- **分拆酒店和物業管理業務。**2019 上半年經常性收入增加 75.3% 至 33.3 億元。隨著部份商場及酒店翻新工程完成，更加上物業管理業務的擴張，我們預測未來三年的經常性收入年均複式增長達 18.2%。此外，公司計劃在三年內分拆酒店和物業管理業務，以反映其真實價值。
- **上調目標價至 26.54 港元。**我們預測 2020 年末的每股資產淨值為 37.91 港元，因此我們將目標價從 26.21 港元上調至 26.54 港元，較淨資產值折讓 30%。

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	141,887	169,726
同比增長 (%)	18.8	21.4	31.1	26.6	19.6
淨收入(百萬元人民幣)	7,840	8,835	12,474	14,792	17,392
每股盈利(元人民幣)	2.32	2.65	3.75	4.44	5.22
每股盈利變動 (%)	54.3	13.9	41.5	18.6	17.6
市盈率(倍)	8.1	7.1	5.0	4.2	3.6
市帳率(倍)	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	4.8	5.7	6.9	8.0	8.0
權益收益率 (%)	13.6	21.4	18.4	19.0	19.2
淨負債率 (%)	56.5	56.6	58.1	55.1	52.4

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$26.54
(此前目標價)	HK\$26.21
潛在升幅	+26.4%
當前股價	HK\$21.00

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(百萬港元)	69,331
3 月平均流通量(百萬港元)	104.5
52 周內股價高/低(港元)	26.95/14.32
總股本(百萬)	3,301

資料來源：彭博

股東結構

許榮茂	69.0%
流通股	31.0%

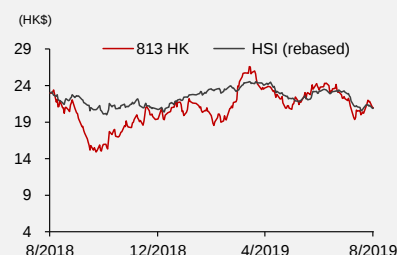
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.4%	4.6%
3-月	0.5%	7.0%
6-月	8.5%	21.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	70,426	85,513	112,064	141,887	169,726
物業發展	66,796	80,907	106,400	135,300	162,120
物業投資	992	1,091	1,418	1,630	1,875
酒店	1,708	1,908	2,309	2,678	3,080
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)	(77,748)	(99,273)	(119,481)
毛利	21,430	26,949	34,317	42,614	50,244
其他收益	545	323	560	600	720
銷售費用	(1,462)	(2,023)	(2,241)	(2,838)	(3,564)
行政費用	(2,990)	(3,430)	(3,922)	(4,824)	(5,940)
其他費用	(524)	(520)	(560)	(709)	(849)
息稅前收益	16,999	21,298	28,153	34,843	40,611
融資成本	1,328	(337)	(388)	(430)	(452)
聯營/合營公司	(315)	(233)	30	(380)	(380)
特殊收入	679	1,910	632	0	0
稅前利潤	18,692	22,638	28,427	34,033	39,779
所得稅	(8,121)	(10,327)	(12,212)	(15,064)	(17,830)
非控制股東權益	(2,436)	(3,214)	(3,399)	(3,835)	(4,215)
永續債	(294)	(262)	(342)	(342)	(342)
淨利潤	7,840	8,835	12,474	14,792	17,392
基礎盈利	6,930	8,551	11,842	14,792	17,392

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	16,999	21,298	28,153	34,843	40,611
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	-12,604	-15,064	-17,830
其他	-2,694	-6,530	1,064	-548	-2,047
經營活動所得現金淨額	11,479	2,210	-3,762	4,527	5,248
購置固定資產	-8,305	-2,768	-289	-704	-786
聯營公司	-17,655	-2,989	-1,043	-1,627	-2,927
其他	2,954	-452	1,917	250	550
投資活動所得現金淨額	-23,005	-6,208	585	-2,081	-3,163
股份發行	-65	-1,647	0	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	-4,570	-5,019
其他	746	6,135	-125	-300	-400
融資活動所得現金淨額	20,728	19,111	-1,145	-2,170	-1,819
現金增加淨額	9,202	15,113	-4,322	276	267
年初現金及現金等價物	19,359	28,537	43,688	39,342	39,594
匯兌	-24	38	-24	-24	-24
年末現金及現金等價物	28,537	43,688	39,342	39,594	39,837
受限制現金	4,469	5,888	5,942	5,942	5,942
資產負債表的現金	33,007	49,577	45,284	45,536	45,779

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	85,027	88,748	88,541	90,391	92,841
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
流動資產	222,531	288,849	310,784	332,656	353,779
現金及現金等價物	33,007	49,577	45,284	45,536	45,779
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
流動負債	135,477	187,895	196,400	208,000	217,100
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
非流動負債	75,335	84,422	88,000	89,500	91,000
借債	69,309	77,825	82,000	83,500	85,000
其他	6,025	6,596	6,000	6,000	6,000
股東權益	57,635	59,234	67,825	78,046	90,420
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
總權益	96,747	105,280	114,925	125,546	138,520

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業發展	94.8	94.6	94.9	95.4	95.5
物業投資	1.4	1.3	1.3	1.1	1.1
酒店	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
物業管理	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
其他	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.4	31.5	30.6	30.0	29.6
稅前利率	24.1	24.9	25.1	24.6	23.9
淨利潤率	11.1	10.3	11.1	10.4	10.2
有效稅率	43.4	45.6	43.0	44.3	44.8
資產負債比率					
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	64.3	60.2
平均應付賬款周轉天數	173.7	215.9	181.1	157.4	139.8
平均存貨周轉天數	1155.9	1240.3	1042.2	886.1	788.2
	56.5	56.6	58.1	55.1	52.4
回報率 (%)					
資本回報率	13.6	14.9	18.4	19.0	19.2
資產回報率	2.5	2.3	3.1	3.5	3.9
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	2.32	2.65	3.75	4.44	5.22
每股股息 (港元)	1.00	1.20	1.45	1.68	1.68
每股賬面值 (人民幣)	17.02	17.49	20.54	23.64	27.39

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來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，并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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。