

世茂 (813 HK, HK\$11.98, 目标价: HK\$12.64, 持有) — 2016 为沉闷的一年

- ❖ **失望的业绩。**2015 年营业额增加 2.9% 至 577 亿元(人民币·下同)，但毛利却下跌 9.7% 至 164 亿元。因为公司割价速销清除库存及公共房屋的项目于去年交付，所以 2015 年的毛利率减少 4.0 个百分点至 28.5%。此外，11.9 亿元的汇兑损失及高税率影响利润，所以 2015 年纯利减少 24.5% 至 61.2 亿元。扣除投资物业重估，基础盈利下跌 42.1% 至 40.3 亿元，比我们预期少 54.1%，差异来自低确认均价、差于预期的毛利率及汇兑损失。
- ❖ **保守的销售目标。**2015 年的合同销售金额及面积分别下跌 4.5% 至 670 亿元及 4.3% 至 554 万平方米，世茂完成 2015 年销售目标 720 亿元的 93.1%，实际的销售比 55% 较计划的 60% 为低，主要在 3 及 4 线城市销售欠佳，所以世茂将会放慢在 3 及 4 线城市的建筑进度，并因此可售资源由 2015 年的 1,017 万平方米减少至 2016 年的 931 万平方米，以 1,116 亿元的可售资源计算，2016 年的销售目标为 670 亿元。
- ❖ **购买土地计划高于目标。**世茂在 2015 年购入 14 幅共 289 万平方米的项目，总价为 211 亿元，较年初定下的目标 175 亿元为高。公司在去年 9 月在香港以 70.2 亿港元购入一幅土地，因为香港房价正面临调整，我们害怕公司未来要为香港的项目作拨备。目前，世茂在 41 个城市投资 112 个项目，应占权益的土地储备为 3,299 万平方米。
- ❖ **注资入上海世茂。**上海世茂(600823 CH)的主要业务为投资及营运商业地产，为了避免内部竞争，世茂会转让在前海世茂、南昌水城及杭州世茂的权益予上海世茂。上海世茂将发行不多于 7.5 亿股 A 股以筹集不多于 66.7 亿元资金以完成以上收购。交易完成后，世茂于上海世茂的持股量将由 58.92% 下降至 52.19%。
- ❖ **下降评级至「持有」。**因为毛利率假设的下调及销售放慢，我们分别下调 2016 及 2017 年的盈利预测 33.9% 至 69.7 亿元及 26.4% 至 84.8 亿元。我们更推出 2016 年底每股资产净值预测为 18.06 港元，目标价从 16.79 港元下调至 12.64 港元，相等于与资产净值折让 30%。评级下降至「持有」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	56,081	57,733	63,106	73,117	85,211
净利润 (百万元人民币)	8,104	6,116	6,970	8,483	10,309
每股收益 (人民币)	2.343	1.767	2.007	2.443	2.969
每股收益变动 (%)	9.8	(24.6)	13.6	21.7	21.5
市盈率(x)	4.3	5.7	5.0	4.1	3.4
市帐率(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	7.5	5.8	7.5	8.3	9.8
权益收益率 (%)	17.3	12.2	12.7	14.0	15.2
净财务杠杆率 (%)	58.6	58.8	49.8	41.9	36.6

来源: 公司、招银国际证券预测

世茂 (813 HK)

评级	持有
收市价	HK\$11.98
目标价	HK\$12.64
市值 (港币百万)	41,601
过去 3 月平均交易 (港币百万)	76.7
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(66.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	17.7%	11.9%
3 月	-13.2%	-6.7%
6 月	8.3%	9.3%

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	56,081	57,733	63,106	73,117	85,211
物业发展	53,567	54,595	59,400	69,000	80,668
物业投资	687	739	852	920	944
酒店	1,178	1,302	1,537	1,617	1,703
其他	649	1,097	1,317	1,580	1,896
销售成本	(37,856)	(41,285)	(43,765)	(50,396)	(58,400)
毛利	18,225	16,448	19,341	22,722	26,811
销售费用	(1,496)	(1,615)	(1,767)	(1,974)	(2,215)
行政费用	(2,808)	(3,278)	(3,660)	(4,095)	(4,601)
其他收益	239	1,283	304	274	254
息税前收益	14,161	12,838	14,219	16,927	20,248
融资成本	(241)	(1,409)	(363)	(345)	(322)
联营公司	(175)	(483)	200	210	210
特殊收入	1,511	2,777	-	-	-
税前利润	15,256	13,722	14,056	16,792	20,135
所得税	(5,769)	(5,564)	(5,534)	(6,544)	(7,857)
非控制股东权益	(1,384)	(2,043)	(1,552)	(1,765)	(1,969)
净利润	8,104	6,116	6,970	8,483	10,309

核心净利润	6,971	4,033	6,970	8,483	10,309
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	---------------

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	63,648	69,318	69,630	70,825	72,420
物业、厂房及设备	19,238	19,494	19,800	20,200	20,500
投资物业	26,976	30,025	31,000	31,500	32,000
联营公司	9,792	10,683	11,000	11,800	12,600
无形资产	1,841	1,841	1,830	1,825	1,820
其他	5,801	7,275	6,000	5,500	5,500
流动资产	156,886	174,937	192,170	209,487	223,197
现金及现金等价物	23,935	26,410	26,770	31,987	29,897
应收贸易款项	12,457	14,787	14,200	16,000	17,800
关连款项	979	1,582	1,200	1,500	1,500
存货	117,459	130,001	148,000	158,000	172,000
其他	2,055	2,157	2,000	2,000	2,000
流动负债	107,942	110,780	114,502	123,502	134,302
借债	18,725	17,140	14,000	13,500	13,500
应付贸易账款	63,087	56,730	63,000	69,000	76,000
应付税项	11,018	12,460	12,500	13,500	14,800
关连款项	14,731	24,448	25,000	27,500	30,000
其他	381	2	2	2	2
非流动负债	47,609	58,726	60,500	62,500	58,500
借债	43,269	53,254	56,000	58,000	54,000
递延税项	4,339	5,472	4,500	4,500	4,500
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	18,120	24,588	32,000	33,800	35,000
净资产总值	46,863	50,162	54,798	60,510	67,815
股东权益	46,863	50,162	54,798	60,510	67,815

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)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	14,161	12,838	14,219	16,927	20,248
折旧和摊销	587	504	585	594	606
营运资金变动	(20,131)	(18,775)	(15,375)	(10,800)	(13,800)
税务开支	(3,587)	(2,989)	(6,465)	(5,544)	(6,557)
其他	(2,765)	1,021	8,908	3,697	2,892
经营活动所得现金净额	(11,735)	(7,401)	1,871	4,874	3,388
购置固定资产	22	248	279	194	306
联营公司	(581)	(4,102)	(1,225)	(1,230)	(1,230)
其他	364	(1,474)	1,275	500	-
投资活动所得现金净额	(195)	(5,327)	328	(536)	(924)
股份发行	(75)	-	-	-	-
净银行借贷	14,090	8,400	(394)	1,500	(4,000)
股息	(2,730)	(2,615)	(2,329)	(2,771)	(3,004)
其他	4,095	9,114	934	2,200	2,500
融资活动所得现金净额	15,381	14,899	(1,789)	929	(4,504)
现金增加净额	3,450	2,170	410	5,267	(2,040)
年初现金及现金等价物	17,026	20,472	22,592	22,952	28,169
汇兑	(5)	(50)	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	20,472	22,592	22,952	28,169	26,079
受限制现金	3,463	3,818	3,818	3,818	3,818
资产负债表的现金	23,935	26,410	26,770	31,987	29,897

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	95.5	94.6	94.1	94.4	94.7
物业投资	1.2	1.3	1.4	1.3	1.1
酒店	2.1	2.3	2.4	2.2	2.0
其他	1.2	1.9	2.1	2.2	2.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	35.1	2.9	9.3	15.9	16.5
毛利	24.5	(9.7)	17.6	17.5	18.0
经营利润	25.3	(9.3)	10.8	19.0	19.6
净利润	9.7	(24.5)	14.0	21.7	21.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.5	28.5	30.6	31.1	31.5
税前利率	27.2	23.8	22.3	23.0	23.6
净利润率	14.4	10.6	11.0	11.6	12.1
核心净利润率	12.4	7.0	11.0	11.6	12.1
有效税率	37.8	40.5	39.4	39.0	39.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	40.5	46.7	41.1	39.9	38.1
平均应付账款周转天数	549.5	529.7	499.3	478.0	453.1
平均存货周转天数	970.2	1,093.9	1,159.3	1,108.1	1,031.2
净负债/ 总权益比率 (%)	58.6	58.8	49.8	41.9	36.6
回报率 (%)					
资本回报率	18.3	12.6	13.3	14.7	16.1
资产回报率	4.1	2.6	2.8	3.1	3.6
每股数据					
每股盈利 (人民币)	2.343	1.767	2.007	2.443	2.969
每股股息 (港元)	0.900	0.700	0.900	1.000	1.180
每股账面值 (人民币)	13.50	14.45	15.78	17.43	19.53

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风险。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，请与我们联络。

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人。