

世茂 (813 HK)

香港项目即将开售

概要。我们预计2017年及2018年强劲的合同销售增长，将成为2019年及2020年盈利增长的推动力。此外，来年九龙豪华住宅项目预售，以及东涌酒店开业，相信将引起市场关注。我们将公司评级由持有上调至买入，并将目标价由20.58港元上调至26.21港元。

- 1Q19 业绩符合预测。**1Q19 收入为55亿元（人民币，下同），同比上升25.6%，其中创新药/普药/原料药增长54.3%/2.4%/4.1%。由于供应充足，原料药平均售价下降。公司1Q19总毛利率因而提升5.7个百分点至69.9%，主要因为创新药收入占比提升至54%（对比1Q18的44%）。研发税收减免增加，有效税率下降1.6个百分点至18.2%。因此，净利润率上升0.4个百分点至17.3%，净利润增长28.8%。1Q19收入和净利润达到我们全年预测的24.3%/24.5%和一致预期的25%/24.4%。1Q19业绩整体符合预期。
- 强劲销售增长成为未来的驱动力。**经过2013-16年度的整合后，世茂在2016年至2018年录得实质的合同销售增长。2017年合同销售增长48%至1,010亿元（人民币，下同），并于2018年进一步增长74.8%至1,760亿元。我们相信2017年和2018年强劲的合同销售增长，将成为2019年及2020年盈利增长的推动力。净利润于2019年和2020年分别增长31.2%至116亿元，以及24.4%至144亿元。公司2019年销售目标锁定为2,100亿元，可售资源3,500亿元，去化率60%。
- 3,726万平应占土储。**2018年，世茂收购了96幅土地，建筑面积1,615万平。就建筑面积而言，约35%的新土储位于一线和二线城市。截至2018年12月，总土储面积及应占面积分别为5,538万平和3,726万平。世茂在87个城市共投资264个项目，这些储备的总价值估计9,000亿元，足以应付未来四年的发展。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	70,426	85,513	111,663	141,345	169,037
同比增长(%)	18.8	21.4	30.6	26.6	19.6
净收入(百万元人民币)	7,840	8,835	11,595	14,419	17,155
每股盈利(元人民币)	2.32	2.65	3.48	4.33	5.15
每股盈利变动(%)	54.3	13.9	31.5	24.4	19.0
市盈率(倍)	7.9	6.9	5.2	4.2	3.5
市帐率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	4.7	5.6	6.8	7.9	7.9
权益收益率(%)	13.6	21.4	21.9	22.6	22.3
净负债率(%)	56.5	56.6	60.4	58.6	56.3

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (上调)

目标价	HK\$26.21
(此前目标价)	HK\$20.58)
潜在升幅	+23.3%
当前股价	HK\$21.25

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	70,157
3月平均流通量(百万港元)	196.8
52周内股价高/低(港元)	26.95/14.32
总股本(百万)	3,301

资料来源：彭博

股东结构

许荣茂	67.6%
流通股	32.4%

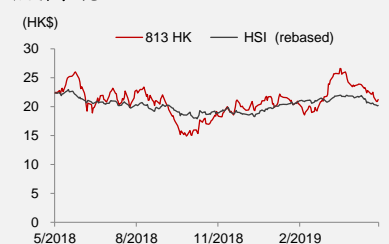
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.8%	-6.6%
3-月	2.0%	5.5%
6-月	9.0%	2.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

- **目标在三年内分拆酒店和物业管理业务。**2018年经常性收入增加27%至46亿元。继上海世茂广场于2018年三季度重开，2019年下半年东涌酒店开业后将进一步推动经常性收入增长。世茂目标在未来三年将经常性收入的年均复合增长率提高至40%，并计划在三年内分拆酒店和物业管理业务。
- **负债率合理安全。**截至2018年12月，净负债率56.6%，现金和短期债务分别为496亿元和313亿元。世茂计划在2019年物业销售中获得1,575亿元的收益（即75%的现金回收率），足以支付地价、建筑成本和其他销售成本。我们预计其净负债率将在未来三年维持在60%左右。
- **上调目标价至26.21港元。**我们将2019年净资产值预测上调至37.45港元。因此，我们将目标价从20.58港元上调至26.21港元，较净资产值折让30%。

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	70,426	85,513	111,663	141,345	169,037
物业发展	66,796	80,907	106,400	135,300	162,120
物业投资	992	1,091	1,178	1,296	1,425
酒店	1,708	1,908	2,213	2,545	2,927
其他	646	895	1,074	1,311	1,546
物业管理	285	712	798	893	1,018
销售成本	(48,996)	(58,564)	(77,636)	(99,396)	(119,313)
毛利	21,430	26,949	34,027	41,949	49,724
其他收益	545	323	560	600	720
销售费用	(1,462)	(2,023)	(2,233)	(2,827)	(3,550)
行政费用	(2,990)	(3,430)	(3,908)	(4,806)	(5,916)
其他费用	(524)	(520)	(558)	(707)	(845)
息税前收益	16,999	21,298	27,887	34,209	40,133
融资成本	1,328	(337)	(402)	(465)	(498)
联营/合营公司	(315)	(233)	(350)	(380)	(380)
特殊收入	679	1,910	0	0	0
税前利润	18,692	22,638	27,135	33,364	39,255
所得税	(8,121)	(10,327)	(11,928)	(14,917)	(17,715)
非控制股东权益	(2,436)	(3,214)	(3,350)	(3,766)	(4,123)
永续债	(294)	(262)	(262)	(262)	(262)
净利润	7,840	8,835	11,595	14,419	17,155

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	16,999	21,298	27,887	34,209	40,133
折旧和摊销	665	664	676	696	714
营运资金变动	2,641	(7,180)	(22,651)	(16,800)	(17,200)
税务开支	(6,133)	(6,042)	(12,320)	(14,917)	(17,715)
其他	(2,694)	(6,530)	37	(1,235)	(3,220)
经营活动所得现金净额	11,479	2,210	(6,370)	1,954	2,712
购置固定资产	(8,305)	(2,768)	20	96	514
联营公司	(17,655)	(2,989)	(1,170)	(1,627)	(2,927)
其他	2,954	(452)	1,917	250	550
投资活动所得现金净额	(23,005)	(6,208)	767	(1,281)	(1,863)
股份发行	(65)	(1,647)	0	0	0
净银行借贷	22,590	17,996	668	3,400	5,100
股息	(2,542)	(3,373)	(3,728)	(4,382)	(4,812)
其他	746	6,135	(125)	(300)	(400)
融资活动所得现金净额	20,728	19,111	(3,184)	(1,282)	(112)
现金增加净额	9,202	15,113	(8,788)	(609)	738
年初现金及现金等价物	19,359	28,537	43,688	34,877	34,244
汇兑	(24)	38	(24)	(24)	(24)
受限现金	4,469	5,888	5,888	5,888	5,888
资产负债表中的现金	33,007	49,577	40,765	40,132	40,846

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	85,027	88,748	88,541	90,391	92,841
物业、厂房及设备	21,690	22,543	23,200	23,800	24,000
投资物业	34,036	36,891	37,200	38,000	39,300
联营公司	16,418	18,556	19,300	20,000	21,500
无形资产	1,841	1,841	1,841	1,841	1,841
其他	11,042	8,917	7,000	6,750	6,200
流动资产	222,531	288,849	298,265	317,252	340,846
现金及现金等价物	33,007	49,577	40,765	40,132	40,846
应收贸易款项	15,584	19,923	23,000	25,000	28,000
存货	155,160	199,011	214,000	231,000	250,000
其他	18,781	20,338	20,500	21,120	22,000
其他					
流动负债	135,477	187,895	186,800	195,000	205,100
借债	18,326	31,306	30,000	31,200	33,300
应付贸易账款	33,524	50,585	46,000	48,200	53,000
合同负债	34,117	47,173	52,000	56,800	60,000
应付税项	15,641	20,595	20,800	20,800	20,800
其他	33,869	38,235	38,000	38,000	38,000
非流动负债	75,335	84,422	85,800	88,000	91,000
借债	69,309	77,825	79,800	82,000	85,000
其他	6,025	6,596	6,000	6,000	6,000
股东权益	57,635	59,234	67,106	77,143	89,486
少数股东权益	34,912	40,946	42,000	42,400	43,000
永续债	4,200	5,100	5,100	5,100	5,100
总权益	96,747	105,280	114,206	124,643	137,586

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	94.8	94.6	95.3	95.7	95.9
物业投资	1.4	1.3	1.1	0.9	0.8
酒店	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7
物业管理	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
其他	0.4	0.8	0.7	0.6	0.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.4	31.5	30.5	29.7	29.4
税前利率	26.5	26.5	24.3	23.6	23.2
净利润率	11.1	10.3	10.4	10.2	10.1
有效税率	43.4	45.6	44.0	44.7	45.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.6	3.3	3.4	3.5	3.7
平均应收账款周转天数	80.8	85.0	75.2	64.6	60.5
平均应付账款周转天数	173.7	215.9	150.4	124.5	114.4
平均存货周转天数	1155.9	1240.3	1006.1	848.3	764.8
	56.5	56.6	60.4	58.6	56.3
回报率 (%)					
资本回报率	13.6	21.4	21.9	22.6	22.3
资产回报率	2.5	13.9	15.1	15.3	15.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.32	2.65	3.48	4.33	5.15
每股股息(港元)	1.00	1.20	1.45	1.68	1.68
每股账面值(人民币)	17.02	17.49	20.33	23.37	27.10

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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年证券交易法规则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。