多元拓储稳步推进，资金优势助力发展

——新世界发展跟踪报告

新世界发展
(0017.HK)
买入
(维持)

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4660
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

营业收入保持平稳，盈利能力有所提升。新世界发展 2022 财年上半年实现营收 355.7 亿港元（同比持平），核心净利润 39.0 亿港元（同比+4.8%）。分业务看，保险及建筑业务为公司收入规模的稳定做出了贡献，1H FY2022 收入占比分别同比提升 6.3pct、4.2pct。期内公司开发业务营收下降 9.7%，主要系 2019 及 2020 财年公司香港物业推盘较少、内地销售相对平稳，带动当前交付规模偏小；2021 财年公司推盘力度明显加大，预计柏傲庄等项目畅旺的销售将为未来两年公司收入的增长提供有力支撑。盈利能力方面，期内深圳太子湾等高毛利项目结算等带动公司毛利率同比提升 2.1pct 至 28.3%，各类降本增效措施带动 SG&A/财务费用率分别下降 0.5/0.8pct，带动公司盈利能力进一步提升。

多元拓储稳步推进，防疫措施放宽、消费券发放提振投资物业收入。突出的资金优势和资源禀赋使公司在当前环境下能够从容拓储：期内公司成功于深圳、广州收购 3 个项目，总规划建面约 86.7 万平方米；同时农地转换稳步推进，截至 3 月末农地转换应占楼面面积超 600 万平方呎（其中 200 万平方呎将于 2023 及 2024 财年计入土储），公司位于北部都会区辐射区域的 1500 万平方呎的农地将使公司持续受益于区域发展。投资物业方面，2022 财年上半年，突出的品牌力和独特的运营模式驱动 K11 销售额继续领先整体零售市场，香港、内地 K11 销售额分别同比提升 21%、39%。近期香港新增确诊人数快速下降、防疫措施有所放宽，同时新一轮消费券已开始发放，将有望进一步提振公司旗下商场的经营收入；另外 3 月 K11 宣布进入内地轻资产管理市场、预计 2023 年底将新增 10 个项目，有望驱动公司经常性收入的增长、提升公司业绩的稳定性。

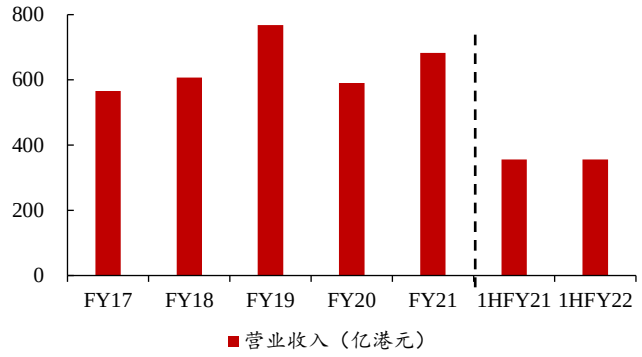
杠杆水平保持稳健，融资成本继续下降。公司经营较为稳健，当前环境下具备显著的资金优势。财务杠杆方面，公司净负债率持续维持相对健康，2022 财年上半年约 41.3%；债务结构方面，公司较大规模长期债务将于一年内到期、同时现金总额 2020 财年后有所下滑，共同导致公司现金短债比较 2021 财年末下降 0.7 倍至 0.9 倍。不过，公司融资渠道仍相对畅通、融资成本亦较 2021 财年末下降 41bps 至 2.52%，资金优势将支持公司的持续稳定经营。

维持“买入”评级，目标价 43.9 港元。考虑到香港及内地疫情防控的不确定性，我们下调公司 2022 年核心 EPS 预测 6.4%，2022-24 年核心 EPS 分别为港币 2.95 元/3.70 元/3.73 元，核心净利同比增长 7.5%/25.6%/0.8%。考虑到市场情绪及公司在融资等方面的优势，给予 NAV 折让 50%，下调目标价 4.7%至 43.9 港元，对应 2022 年 14.9 倍 PE，较现价空间达 37.5%（最新股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价）。

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

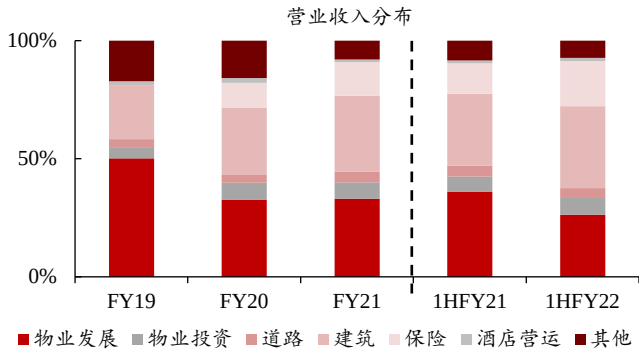
财务摘要 (百万港元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	76,764	59,008	68,233	73,098	87,295	84,291
(+/-)%	*26%*	*-23%*	*16%*	*7%*	*19%*	*-3%*
毛利润	25,022	19,931	19,151	22,900	28,930	28,138
核心净利润	8,814	6,589	6,978	7,504	9,426	9,504
(+/-)%	*10%*	*-25%*	*6%*	*8%*	*26%*	*1%*
PE	9.1	12.2	11.5	10.7	8.5	8.5
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

图 1：公司 2022 财年上半年收入同比持平



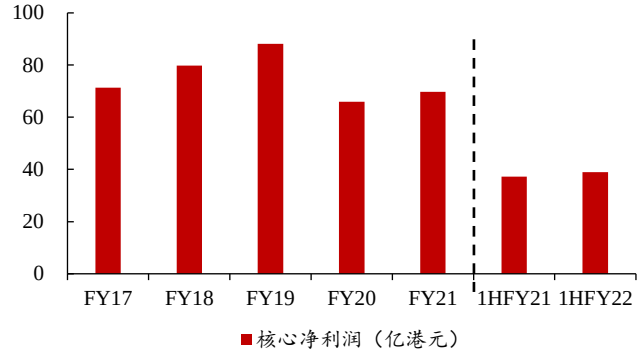
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2022 财年上半年保险、建筑业务收入占比提升



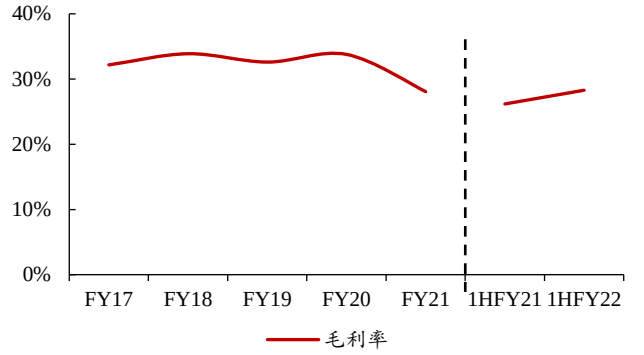
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2022 财年上半年核心净利+4.8%



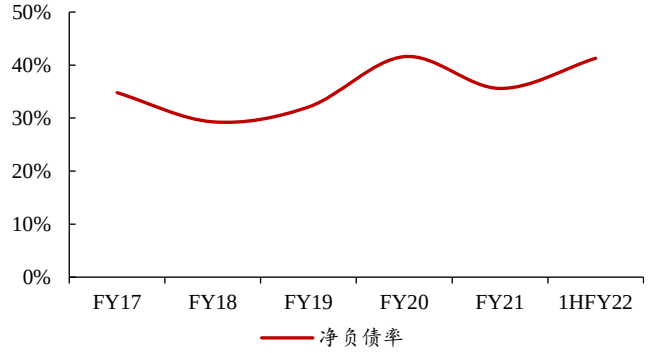
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2022 财年上半年毛利率提升 2.1pct 至 28.3%



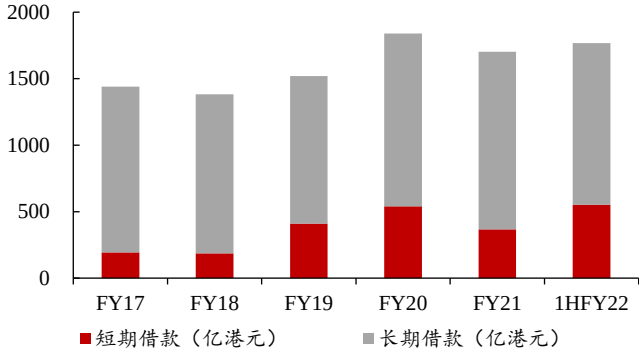
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司净负债率持续保持稳健



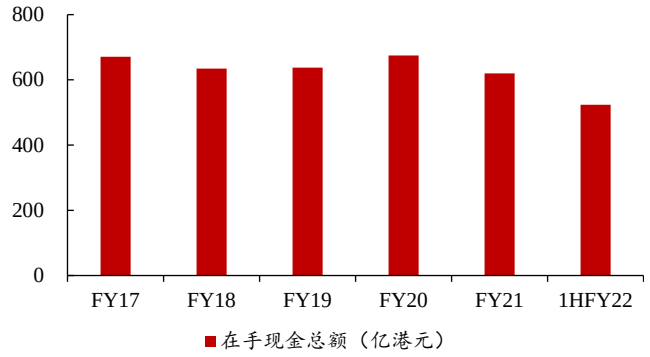
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司 2022 财年上半年短债占比约 31.2%



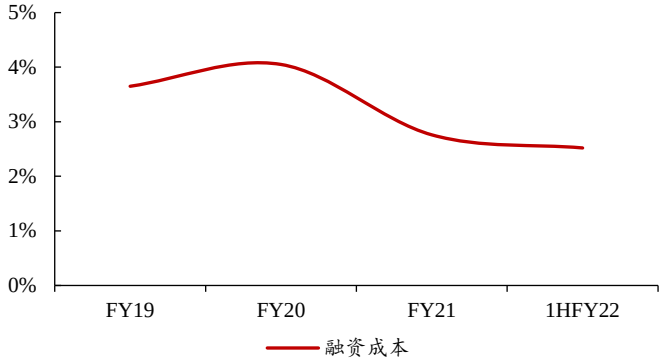
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：公司 2022 财年上半年在手现金有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司 2022 财年上半年加权平均融资成本约 2.52%



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：新世界发展 NAV 约 87.9 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2022
开发物业总计	157,334
投资物业总计	176,165
总资产估值	333,499
净负债	97,680
永续资本证券	33,230
NAV 估值	202,589
其他 NAV 小计	18,564
新创建集团（60.86%）（0659.HK）	17,186
新世界百货（74.99%）（0825.HK）	1,378
NAV 合计	221,153
每股 NAV（港元/股）	87.88
股价（港元，4 月 8 日）	31.95
NAV 折让	-64%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

损益表

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	59,008	68,233	73,098	87,295	84,291
营业成本	-39,077	-49,082	-50,198	-58,365	-56,153
毛利润	19,931	19,151	22,900	28,930	28,138
销售及行政费用	-10,346	-10,426	-10,234	-12,221	-11,801
其他收入/费用	2,450	-197	-197	-197	-197
EBIT	12,035	8,529	12,469	16,512	16,140
财务费用	-2,011	53	-48	95	496
应占合联营公司业绩	770	1,783	2,193	2,619	2,529
税前利润	10,794	10,366	14,614	19,225	19,165
所得税	-7,528	-5,662	-4,609	-7,443	-7,285
除税后利润	3,266	4,704	10,005	11,782	11,880
少数股东权益	-2,170	-3,532	-2,501	-2,356	-2,376
净利润	1,096	1,172	7,504	9,426	9,504
核心净利润	6,589	6,978	7,504	9,426	9,504
股权数	2,555	2,545	2,545	2,545	2,545
核心 EPS	2.58	2.74	2.95	3.70	3.73
每股分红	2.04	2.04	2.06	2.41	2.43

现金流量表

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	10,794	10,366	14,614	19,225	19,165
营运资本变动	-12,206	16,392	1,611	2,242	-3,639
其他	-11,629	-17,425	-4,657	-7,348	-6,789
经营性现金流合计	-10,290	9,646	12,981	15,120	9,495
投资物业	-6,904	1,816	-1,959	-5,935	-6,113
其他	-10,171	1,226	-4,359	-5,157	-2,889
投资性现金流合计	-17,074	3,042	-6,318	-11,093	-9,002
自由现金流	-27,364	12,688	6,663	4,027	493
每股自由现金流	-11	5	3	2	0
权益融资	15,065	11,487	0	0	0
债权融资	21,661	-19,309	17,890	6,599	11,266
其他	-8,193	-10,083	-5,197	-5,253	-6,127
融资性现金流合计	28,533	-17,905	12,693	1,346	5,139
现金变动合计	1,169	-5,217	19,356	5,373	5,632
期初现金	62,390	63,317	60,536	79,892	85,265
期末现金	63,317	60,536	79,892	85,265	90,897

资产负债表

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
投资物业	169,718	195,884	197,842	203,778	209,891
长期股权投资	64,157	61,239	63,432	66,051	68,580
其他非流动资产	185,907	168,260	169,062	170,505	169,612
非流动资产合计	419,782	425,383	430,337	440,334	448,082
发展中物业	48,658	68,256	60,028	63,188	64,717
竣工待售物业	17,724	21,052	13,808	26,724	12,271
应收账款	35,189	34,683	34,354	40,817	31,766
银行存款及现金	63,317	60,536	79,892	85,265	90,897
其他流动资产	15,526	17,168	17,924	17,485	17,838
总资产	600,196	627,077	636,341	673,813	665,571
流动负债合计	152,601	149,561	147,695	174,637	156,642
长期借款	134,788	137,829	144,151	148,151	152,151
其他非流动负债	21,516	24,367	24,367	24,367	24,367
递延所得税	11,546	11,129	11,129	11,129	11,129
非流动负债合计	167,850	173,324	179,646	183,646	187,646
少数股东权益	66,722	80,864	83,365	85,721	88,097
归属母公司股东权益	213,023	223,329	225,636	229,809	233,186
总负债和权益合计	600,196	627,077	636,341	673,813	665,571

财务分析 (%)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利润率	33.8%	28.1%	31.3%	33.1%	33.4%
经营利润率	20.4%	12.5%	17.1%	18.9%	19.1%
核心净利率	11.2%	10.2%	10.3%	10.8%	11.3%
营收增长率	-23.1%	15.6%	7.1%	19.4%	-3.4%
EBIT 增长率	-52.2%	-29.1%	46.2%	32.4%	-2.3%
核心净利增长率	-25.2%	5.9%	7.5%	25.6%	0.8%
核心 EPS 增长率	-25.3%	6.3%	7.5%	25.6%	0.8%
每股净资产	83.38	87.74	88.65	90.29	91.61
利息覆盖倍数	1.99	2.01	2.34	2.80	2.75
净负债资本率	26%	23%	22%	21%	22%
净负债率	42%	36%	34%	34%	35%
总资产周转率	0.11	0.11	0.12	0.13	0.13
资产权益比	2.82	2.81	2.82	2.93	2.85
ROA	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%
ROE	3.0%	3.2%	3.3%	4.1%	4.1%
ROCE	1.6%	1.5%	1.6%	1.9%	1.9%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。