

中海地產 (688 HK)

投資物業將是新的增長引擎

❖ **核心利潤較我們預期低 8.0%**。2018 年，中海收入和淨利潤分別增長 3.3% 至 1,715 億(港元，下同)和 10.1% 至 449 億；核心利潤 371 億，比我們的預測低 8.0%。我們認為差異主要來自房屋交付速度放緩，導致收入結轉減少。房地產開發收入在 2018 年略微增長 3.0% 至 1,670 億，但比我們的預測低 11.9%。雖然 2018 年的毛利率高於我們的預期（實際：37.8%；預期：32.7%），但其他收入減少（FY18：28.6 億外匯虧損；FY17：21.4 億外匯收益）和有效稅率上升（上升 2.1ppt）拖累了利潤增長。公司擬每股派 0.5 港幣作為末期股息，因此 2018 年總股息（包括 0.4 港元中期股息）達 0.9 港元，同比增長 12.5%。

❖ **2019 年銷售目標 3,500 億港元**。2018 年，公司合約銷售額增長 29.8% 至 3,012 億。2019 年可售資源為 7,000 億，今年的銷售目標將是 3,500 億。公司還透露 2020 年的銷售目標將達 4,000 億。截至 2018 年 12 月，已售未結轉金額（不包括中海宏洋（81HK））為 176 億（同比增長 22.7%），面積達 824 萬平。

❖ **總土儲 7,010 萬平**。2018 年，公司竣工了約 1,364 萬平的物業，並同時補充了 63 塊土地，新增建面 1,764 萬平，新增貨值 1,443 億。截至 2018 年底，公司總土儲（不包括中海宏洋）為 7,010 萬平（權益占比 81.3%）。2019 年，公司計劃新開工 2,585 萬平方米（不包括中海宏洋），同比增長 8.8%。

❖ **目標在 2023 年實現 100 億的租金收入**。2018 年，公司租金收入激增 38.1% 至 40.6 億，貢獻主要來自 68 家已開業的商業物業，共 409 萬平。公司目標在 2020 年實現租金收入 50 億，到 2023 年達 100 億。這其中包括了目前 30 個在建項目，共 187 萬平，和 40 個未開發項目，共 360 萬平的潛在貢獻。租金收入將成為未來增長火車頭。

❖ **舒適的杠杆率**。截至 2018 年底，公司淨負債比率為 33.7%，處在安全範圍，並且遠低於同業平均水平。截至 2018 年底，公司在手現金達到 1,006 億，可完全覆蓋 319 億的短期貸款。

❖ **股價已充分反映預期**。我們將 2019 年及 2020 年盈利預測下調 3.5% 至 448 億及 9.2% 至 495 億。我們引進 2019 年底預測每股資產淨值為 45.89 港元。因此，目標價由 29.08 港元上調至 32.13 港元。公司股價年初至今已上漲了 11.3%。我們認為目前估值已充分反映增長預期。下調至持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬港元)	166,045	171,461	201,053	237,264	270,828
淨利潤(百萬港元)	40,767	44,877	44,847	49,548	56,899
EPS(港元)	3.72	4.10	4.09	4.52	5.19
EPS 變動(%)	2.4	10.1	(0.1)	10.5	14.8
市盈率(x)	8.0	7.3	7.3	6.6	5.8
市帳率(x)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.7	3.0	3.8	4.2	4.8
權益收益率(%)	15.3	15.8	14.2	14.1	14.5
淨財務杠杆率(%)	27.1	32.5	32.3	37.1	38.7

資料來源：公司及招銀國際研究

持有（下調）

目標價	HK\$32.13
(過去目標價)	HK\$29.08
潛在升幅	+7.3%
當前股價	HK\$24.45

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	328,138
3 月平均流通量(百萬港元)	463
52 周內股價高/低(港元)	32.2/22.5
總股本(百萬)	10,956

資料來源：彭博

股東結構

中國建築	55.1%
中信	10.0%
自由流通	34.9%

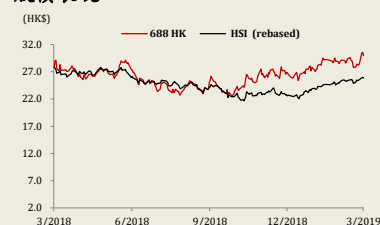
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.2%	2.7%
3-月	13.8%	-0.1%
6-月	22.0%	13.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.coli.com.hk

利潤表

年結：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	166,045	171,461	201,053	237,264	270,828
物業發展	162,140	167,037	195,433	230,611	262,896
物業投資	2,450	3,534	4,240	5,003	5,904
其他	1,455	891	1,380	1,650	2,028
銷售成本	(111,345)	(106,658)	(132,915)	(160,319)	(182,937)
毛利	54,700	64,803	68,138	76,945	87,892
銷售費用	(2,950)	(2,622)	(3,016)	(3,440)	(3,927)
行政費用	(2,849)	(2,967)	(3,317)	(3,678)	(3,792)
其他收益	8,027	1,081	3,447	4,200	4,815
息稅前收益	56,928	60,296	65,252	74,027	84,988
融資成本	(1,394)	(1,586)	(1,728)	(1,943)	(2,171)
聯營公司	1,938	3,422	3,503	3,998	4,478
特殊收入	5,946	10,413	-	-	-
稅前利潤	63,419	72,545	67,027	76,083	87,295
所得稅	(21,277)	(25,866)	(20,552)	(24,833)	(28,416)
非控制股東權益	(1,375)	(1,802)	(1,628)	(1,702)	(1,980)
淨利潤	40,767	44,877	44,847	49,548	56,899
核心淨利潤	36,397	40,827	44,847	49,548	56,899

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	143,614	158,309	163,490	179,865	192,965
物業、厂房及设备	4,473	4,198	4,500	4,800	5,000
投資物業	97,377	111,574	112,000	125,000	135,000
聯營公司	36,224	36,195	42,000	45,000	47,500
可供出售投資	116	-	-	-	-
無形資產	65	65	65	65	65
其他	5,359	6,277	4,925	5,000	5,400
流動資產	501,791	567,032	619,338	689,565	755,227
現金及現金等价物	104,051	100,555	109,838	112,365	113,227
應收貿易款項	23,927	22,114	32,000	38,000	42,000
關連款項	9,777	16,920	11,500	12,400	13,000
存貨	359,947	422,006	460,000	520,000	580,000
其他	4,089	5,436	6,000	6,800	7,000
流動負債	206,543	249,136	251,500	270,900	287,400
借債	30,424	30,904	30,500	32,000	35,000
應付貿易賬款	133,112	156,424	165,000	178,000	190,000
應付稅項	29,742	34,881	36,000	38,500	40,000
關連款項	13,265	26,927	20,000	22,400	22,400
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	165,319	182,598	204,300	235,150	256,200
借債	147,815	165,045	185,000	215,000	235,000
遞延稅項	13,704	15,541	16,800	17,300	17,800
其他	3,800	2,013	2,500	2,850	3,400
少數股東權益	7,849	10,125	11,300	11,800	12,000
淨資產總值	265,694	283,481	315,728	351,580	392,592
股東權益	265,694	283,481	315,728	351,580	392,592

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日 (百万港元)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	56,928	60,296	65,252	74,027	84,988
折旧和摊销	445	447	420	450	480
营运资金变动	(77,569)	(52,062)	(54,320)	(63,000)	(64,000)
税务开支	(12,617)	(18,891)	(18,174)	(21,833)	(26,416)
其他	(9,225)	(4,294)	16,636	(377)	3,781
经营活动所得现金净额	(42,037)	(14,503)	9,814	(10,733)	(1,168)
购置固定资产	(7,636)	723	118	150	280
联营公司	(2,714)	1,286	(4,637)	(1,667)	(1,007)
其他	2,270	(918)	1,352	(75)	(400)
投资活动所得现金净额	(8,079)	1,091	(3,168)	(1,592)	(1,127)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(4,514)	17,711	19,551	31,500	23,000
股息	(9,154)	(9,313)	(10,408)	(13,147)	(14,243)
其他	527	6,519	(1,506)	1,500	(600)
融资活动所得现金净额	(13,141)	14,917	7,636	19,853	8,157
现金增加净额	(63,258)	1,505	14,283	7,527	5,862
年初现金及现金等价物	154,983	99,460	95,965	105,247	107,774
汇兑	7,734	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
年末现金及现金等价物	99,460	95,965	105,247	107,774	108,636
抵押现金	(4,591)	(4,591)	(4,591)	(4,591)	(4,591)
年末资产负债表现金及现金等价物	104,051	100,555	109,838	112,365	113,227

来源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	97.6	97.4	97.2	97.2	97.1
物业投资	1.5	2.1	2.1	2.1	2.2
其他	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.9	37.8	33.9	32.4	32.5
税前利率	38.2	42.3	33.3	32.1	32.2
息税前收益	24.6	26.2	22.3	20.9	21.0
核心净利润率	21.9	23.8	22.3	20.9	21.0
有效税率	33.6	35.7	30.7	32.6	32.6
增长 (%)					
收入	1.2	3.3	17.3	18.0	14.1
毛利	19.8	18.5	5.1	12.9	14.2
净利润率	13.4	5.9	8.2	13.4	14.8
净利润	10.1	10.1	(0.1)	10.5	14.8
核心净利润	16.0	12.2	9.8	10.5	14.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.4	2.3	2.5	2.5	2.6
平均应收账款周转天数	52.6	47.1	58.1	58.5	56.6
平均应付账款周转天数	436.4	535.3	453.1	405.3	379.1
平均存货周转天数	1,179.9	1,444.2	1,263.2	1,183.9	1,157.2
净负债/总权益比率 (%)	27.1	32.5	32.3	37.1	38.7
回报率 (%)					
资本回报率	15.3	15.8	14.2	14.1	14.5
资产回报率	6.3	6.2	5.7	5.7	6.0
每股数据					
每股盈利(港元)	3.72	4.10	4.09	4.52	5.19
每股股息(港元)	0.80	0.90	1.15	1.25	1.45
每股账面值(港元)	24.3	25.9	28.8	32.1	35.8

来源：公司及招銀國際研究部預測

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於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 年證券交易法規則 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。