中国海外(688 HK, HK$23.95, 目标价: HK$27.37, 买入）— 疲弱盈利能力

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

❖ **盈利增长缓慢。**中国海外 2016 年收入 1,641 亿港元，同比减少 3.2%，下降的主要原因是公司在收购中信地产后对 2015 年财务数据进行了重列。公司 2016 年毛利率为 27.8%，较 2015 年下降了 0.6 个百分点，但由于出售资产带来的利润贡献，公司 2016 年利润带来增长。2016 年，中国海外分别向母公司、**中国建筑(3311 HK,未评级)**和**中国海外宏洋(81 HK,未评级)**出售部分投资物业和发展项目，最终获利 102 亿港元，使得全年净利润同比增涨 6.9%至 370 亿港元。扣除投资物业重估的影响，公司核心利润为 314 亿港元，较我们的预期低了 14.9%。公司宣布派发末期股息 0.42 港元。

❖ **盈利受中信地产拖累。**我们在过去报告曾提出对中信地产盈利能力的担忧。尽管中信地产 2016 年税前利润率达到 8.3%，但 119%的实际税率严重影响了其盈利能力。在扣除少数股东权益后，中信地产 2016 年录得亏损 9.86 亿港元。若扣除去中信地产对公司的影响，中国海外 2016 年净利润为 380 亿港元，同比增长 14.1%

❖ **2017 年销售目标 2,100 亿港元。**2016 年公司合约销售为 2,106 亿港元，同比增长 16.6%；同期的合约销售面积为 1,304 万平方米，同比增长 3.5%。考虑到现时的市场环境，中国海外将 2017 年销售目标定在 2,100 亿港元。截至 2017 年 2 月底，公司累计合约销售金额 348 亿港元，同比增长 44%。同时，公司 2017 年计划新开工面积为 1,900 万平方米，完工面积为 1,350 万平方米。尽管公司主席提出在 2020 年实现合约销售 4,000 亿港元的目标，但谨慎的业务目标让我们对公司 2017 年的增长有所顾虑。

❖ **低杠杆。**在财务数据重列后，公司净负债率由 2015 年底的 36.3%下降至 2016 年底的 7.3%。公司在 2017 年首两个月共收购了 11 幅土地，合计建筑面积 310 万平方米，总代价 109 亿元人民币。收购土地使得公司现时的净负债率上升至 17%，但仍然是杠杆率最低的开发商之一。中海外计划 2017 年投资 1,000 亿港元用于土地收购，这可能会增加公司的杠杆水平，但也有利于公司长期发展。截至 2016 年年底，公司总土地储备 5,677 万平方米，中国海外宏洋另有 1,774 万平米的土地储备。

❖ **下调盈利预测及目标价。**截至 2016 年年底，公司已售但未入账(包括合营公司)的物业金额为 1,046 亿港元，其中 70%将会在 2017 年确认为收入。由于公司销售目标增长缓慢，我们下调 2017 年和 2018 年盈利预测至 315 亿和 337 亿港元，分别下调了 27.4%和 33.7%。同时，我们也推出 2017 年底的每股资产净值为 39.11 港元，以资产净值折让 30%计算，目标价由 32.11 港元下调至 27.37 港元。评级维持为「**买入**」。

中国海外 (688 HK)

评级	买入
收市价	HK$23.95
目标价	HK$27.37
市值 (港币百万)	262,401
过去 3 月平均交易 (港币百万)	487
52 周高/低 (港币)	27.85/20.15
发行股数 (百万)	10,956
主要股东	中建总(55.1%)
	中信股份(10.0%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	3.0%	2.2%
3 月	19.4%	6.2%
6 月	-10.5%	-12.9%

来源:彭博

过去一年股价

来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万港元)	169,562	164,069	190,493	206,010	236,822
净利润 (百万港元)	34,642	37,021	31,503	33,665	39,050
每股收益 (港元)	3.75	3.64	2.88	3.07	3.56
每股收益变动 (%)	12.8	(3.2)	(20.9)	6.9	16.0
市盈率(x)	6.4	6.6	8.3	7.8	6.7
市帐率 (x)	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.5	3.2	3.2	3.4	3.8
权益收益率 (%)	16.5	16.7	12.8	12.5	13.1
净财务杠杆率 (%)	36.3	7.3	10.2	21.4	20.3

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	**169,562**	**164,069**	**190,493**	**206,010**	**236,822**
物业发展	163,559	159,891	185,474	200,312	230,358
物业投资	2,013	2,137	2,670	3,029	3,513
其他	3,990	2,040	2,350	2,670	2,950
销售成本	(123,442)	(118,425)	(134,366)	(146,267)	(168,325)
毛利	**46,120**	**45,643**	**56,127**	**59,743**	**68,497**
销售费用	(2,843)	(3,372)	(3,810)	(4,079)	(4,500)
行政费用	(3,107)	(3,180)	(3,429)	(3,708)	(4,121)
其他收益	5,381	11,091	1,825	1,735	1,707
息税前收益	**45,551**	**50,183**	**50,714**	**53,691**	**61,583**
融资成本	(2,757)	(2,056)	(1,496)	(1,554)	(1,680)
联营公司	1,059	1,252	781	948	1,225
特殊收入	7,514	7,723	-	-	-
税前利润	**51,367**	**57,102**	**49,999**	**53,085**	**61,128**
所得税	(15,954)	(18,711)	(17,846)	(18,700)	(21,289)
非控制股东权益	(771)	(1,370)	(650)	(720)	(788)
净利润	**34,642**	**37,021**	**31,503**	**33,665**	**39,050**
核心净利润	**28,892**	**31,371**	**31,503**	**33,665**	**39,050**

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	**107,145**	**96,376**	**99,615**	**103,015**	**108,395**
物业、厂房及设备	5,611	4,454	4,600	4,800	5,000
投资物业	65,634	67,093	70,000	72,000	75,000
联营公司	25,625	20,849	21,000	22,000	24,000
可供出售投资	2,311	147	150	150	150
无形资产	65	65	65	65	65
已抵押银行存款	-	-	-	-	-
其他	7,900	3,768	3,800	4,000	4,180
流动资产	**475,103**	**474,913**	**498,280**	**554,051**	**598,011**
现金及现金等价物	122,801	157,162	148,480	137,051	142,211
应收贸易款项	27,378	23,405	27,000	29,000	32,000
关连款项	15,333	18,347	16,800	18,000	18,800
存货	302,336	269,428	300,000	365,000	400,000
其他	7,255	6,571	6,000	5,000	5,000
流动负债	**185,159**	**199,604**	**186,500**	**202,500**	**218,300**
借债	29,584	40,286	24,000	28,000	32,000
应付贸易账款	119,777	129,958	133,000	143,000	152,500
应付税项	19,217	21,888	21,500	22,500	24,000
关连款项	6,303	7,206	8,000	9,000	9,800
其他	10,279	266	-	-	-
非流动负债	**181,510**	**144,261**	**161,080**	**179,450**	**183,800**
借债	171,461	133,534	150,000	168,000	172,000
递延税项	8,810	9,857	10,200	10,500	10,800
其他	1,238	870	880	950	1,000
少数股东权益	**6,015**	**5,175**	**5,000**	**5,120**	**5,230**
净资产总值	**209,564**	**222,248**	**245,315**	**269,996**	**299,076**
股东权益	**209,564**	**222,248**	**245,315**	**269,996**	**299,076**

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	45,551	50,183	50,714	53,691	61,583
折旧和摊销	88	561	445	460	480
营运资金变动	16,417	32,935	(36,869)	(62,000)	(33,500)
税务开支	(16,371)	(14,993)	(17,892)	(17,400)	(19,489)
其他	13,014	(10,374)	337	1,389	(1,238)
经营活动所得现金净额	**58,699**	**58,312**	**(3,264)**	**(23,859)**	**7,836**
购置固定资产	(1,846)	(28,282)	300	260	280
联营公司	1,543	7,357	106	(684)	(1,592)
其他	1,085	4,132	(32)	(200)	(180)
投资活动所得现金净额	**782**	**(16,793)**	**374**	**(624)**	**(1,492)**
股份发行	42,800	29,724	-	-	-
净银行借贷	19,052	(27,224)	179	22,000	8,000
股息	(6,976)	(7,348)	(8,112)	(8,546)	(8,984)
其他	(47,757)	(2,111)	2,341	(200)	-
融资活动所得现金净额	**7,119**	**(6,959)**	**(5,591)**	**13,254**	**(984)**
现金增加净额	**66,600**	**34,561**	**(8,482)**	**(11,229)**	**5,360**
年初现金及现金等价物	58,281	120,927	155,288	146,606	135,177
汇兑	(3,954)	(200)	(200)	(200)	(200)
年末现金及现金等价物	120,928	155,288	146,607	135,177	140,337
抵押现金	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)
年末资产负债表现金及现金等价物	**122,801**	**157,161**	**148,480**	**137,050**	**142,210**

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	96.5	97.5	97.4	97.2	97.3
物业投资	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5
其他	2.4	1.2	1.2	1.3	1.2
总额	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.2	27.8	29.5	29.0	28.9
税前利率	30.3	34.8	26.2	25.8	25.8
息税前收益	20.4	22.6	16.5	16.3	16.5
核心净利润率	17.0	19.1	16.5	16.3	16.5
有效税率	31.1	32.8	35.7	35.2	34.8
增长 (%)					
收入	22.4	(3.2)	16.1	8.1	15.0
毛利	17.3	(1.0)	23.0	6.4	14.7
净利润率	20.0	10.2	1.1	5.9	14.7
净利润	27.4	6.9	(14.9)	6.9	16.0
核心净利润	26.1	8.6	0.4	6.9	16.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.6	2.4	2.7	2.7	2.7
平均应收账款周转天数	58.9	52.1	51.7	51.4	49.3
平均应付帐款周转天数	354.2	400.5	361.3	356.8	330.7
平均存货周转天数	894.0	830.4	814.9	910.8	867.4
净负债/ 总权益比率 (%)	36.3	7.3	10.2	21.4	20.3
回报率 (%)					
资本回报率	16.5	16.7	12.8	12.5	13.1
资产回报率	5.9	6.5	5.3	5.1	5.5
每股数据					
每股盈利(港元)	3.75	3.64	2.88	3.07	3.56
每股股息(港元)	0.61	0.77	0.77	0.82	0.91
每股账面值(港元)	21.3	20.3	22.4	24.6	27.3

来源: 公司及招银国际研究部

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之分析员，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: 香港中环夏悫道 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责任。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人。