

中國海外(688 HK, HK\$23.7, 目標價: HK\$27.7, 買入) — 中國房地產市場的火車頭

- ❖ **投資中國房地產的代名詞。**因為上市時間超過 20 年、為恆生指數成份股、中國房地產市場的領導者、大市值及成交量活躍，當投資者認為中國房地產市場向好，便會買入中國海外股份。
- ❖ **4,140 萬平方米的應佔權益土地儲備。**中國海外在 2014 年新進入太原市，目前公司投資包括港澳在內的 32 個中國城市。包括中海宏洋(81 HK)，中國海外的總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為 5,200 萬平方米及 4,140 萬平方米。位於一線城市及二線城市的土地儲備分別佔總應佔權益的土地儲備 9.7% 及 79.5%。
- ❖ **購入母公司的地產業務。**中國海外的母公司-中國建築股份有限公司(601668 HK)計劃將地產業務注入中國海外，以減少兩家公司地產業務的內部競爭。2014 年 1 月，中國海外與中國建築股份有限公司簽訂管理服務合約，至 2016 年 12 月 31 日止為期 3 年，管理中國建築股份有限公司 24 家從事地產業務的附屬公司。
- ❖ **2014 年銷售平穩。**2014 年合同銷售面積及金額分別上升 1.8% 至 940 萬平方米及 1.7% 至 1,408 億港元。我們預期中國在 2015 年會減息兩次，可刺激 2015 年物業銷售，但房屋庫存為中國房地產市場的不明朗因素，所以我們預期中國海外 2015 年的銷售會增加 10% 至 1,550 億港元。截至 2014 年底，我們估計約 895 億港元的物業已預售仍待入賬。
- ❖ **持續的增長。**因為銷售增長放緩及毛利率收窄，未來盈利增長目標可能由以往的 20% 減少至 15%。我們相信最近的政策放寬將有利大型房地產商，所以我們相信中國海外未來仍享有持續的增長，我們預計 2014-16 年純利分別為 246 億港元、255 億港元及 305 億港元。
- ❖ **給中國海外首發的買入評級。**我們預計中國海外的 2015 年底的每股資產淨值為 27.7 港元，其股價相等於 2015 年市盈率 7.6 倍或較每股資產淨值折讓 14.4%。雖然中國海外的估值較同業高，我們相信中國海外的領先地位令其估值較其他同業享有溢價。我們首次覆蓋中國海外及給予買入評級，目標價為 27.7 港元，相等於每股資產淨值。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬港元)	64,581	82,469	107,128	124,964	147,579
淨利潤 (百萬港元)	18,722	23,044	24,551	25,507	30,460
每股收益 (港元)	2.29	2.82	3.00	3.12	3.73
每股收益變動 (%)	21.1	23.1	6.5	3.9	19.4
市盈率(x)	10.3	8.4	7.9	7.6	6.4
市帳率(x)	2.2	1.8	1.5	1.3	1.1
股息率 (%)	1.7	2.0	2.2	2.4	2.6
權益收益率 (%)	21.5	21.0	18.8	16.9	17.2
淨財務槓桿率 (%)	20.5	28.2	32.3	24.4	22.1

來源: 公司及招銀國際研究部

中國海外 (688 HK)

評級	買入
收市價	HK\$23.7
目標價	HK\$27.7
市值 (港幣百萬)	193,723
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	595
52 周高/低 (港幣)	26.7/17.52
發行股數 (百萬)	8,174
主要股東	中建總(53.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-7.1%	-10.7%
3 月	6.1%	1.7%
6 月	2.2%	1.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	64,581	82,469	107,128	124,964	147,579
物業發展	61,407	78,615	102,592	120,033	141,639
物業投資	585	858	1,205	1,391	2,030
物業管理	1,326	1,768	1,980	2,100	2,350
其他	1,263	1,228	1,350	1,440	1,560
銷售成本	(39,855)	(55,647)	(73,620)	(85,734)	(100,365)
毛利	24,725	26,822	33,508	39,230	47,215
銷售費用	(842)	(1,247)	(1,607)	(1,874)	(2,214)
行政費用	(1,194)	(1,570)	(2,143)	(2,374)	(2,656)
其他收益	731	904	686	727	764
息稅前收益	23,420	24,909	30,444	35,708	43,108
融資成本	(286)	(290)	(377)	(426)	(451)
聯營公司	2,637	3,773	2,486	1,630	2,015
特殊收入	3,651	4,896	2,956	-	-
稅前利潤	29,422	33,289	35,509	36,911	44,672
所得稅	(10,590)	(10,110)	(10,850)	(11,214)	(14,153)
非控制股東權益	(110)	(135)	(108)	(190)	(59)
淨利潤	18,722	23,044	24,551	25,507	30,460
核心淨利潤	15,802	20,424	22,321	25,507	30,460

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	49,557	55,307	62,453	67,638	74,323
物業、廠房及設備	1,138	1,528	1,550	1,580	1,600
投資物業	23,657	32,532	39,500	44,000	50,000
聯營公司	22,510	18,774	18,880	19,500	20,000
可供出售投資	18	19	19	19	19
無形資產	109	109	109	109	109
已抵押銀行存款	51	68	75	80	95
其他	2,074	2,277	2,320	2,350	2,500
流動資產	180,268	241,216	279,570	294,344	335,228
現金及現金等價物	40,880	41,411	52,180	50,455	60,338
應收貿易款項	6,437	7,953	9,000	9,800	10,500
關連款項	6,091	5,728	6,500	7,200	7,500
存貨	125,917	184,234	210,000	225,000	255,000
其他	941	1,890	1,890	1,890	1,890
流動負債	83,975	110,928	128,500	117,200	128,900
借債	5,546	3,303	20,000	3,000	5,000
應付貿易賬款	58,239	84,140	83,000	90,000	98,500
應付稅項	15,018	16,357	15,500	15,800	16,400
關連款項	5,173	7,128	10,000	8,400	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	58,292	74,544	80,900	91,080	101,300
借債	53,243	69,397	75,000	85,000	95,000
遞延稅項	3,031	4,566	5,200	5,400	5,700
其他	2,018	582	700	680	600
少數股東權益	313	1,080	2,350	2,500	2,675
淨資產總值	87,244	109,971	130,273	151,202	176,676
股東權益	87,244	109,971	130,273	151,202	176,676

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	23,420	24,909	30,444	35,708	43,108
折舊和攤銷	53	109	153	155	158
營運資金變動	(8,283)	(25,202)	(24,540)	(14,300)	(28,700)
稅務開支	(8,153)	(9,741)	(11,073)	(10,714)	(13,253)
其他	13	(162)	(6,383)	140	(48)
經營活動所得現金淨額	7,050	(10,086)	(11,399)	10,989	1,265
購買固定資產	(1,690)	(5,381)	130	125	138
聯營公司	2,912	3,677	723	(77)	172
其他	283	643	(43)	(30)	(150)
投資活動所得現金淨額	1,506	(1,061)	811	18	160
股份發行	-	0	-	-	-
淨銀行借貸	16,149	13,636	22,300	(7,000)	12,000
股息	(3,100)	(3,567)	(4,005)	(4,332)	(4,741)
其他	452	1,089	2,101	(2,300)	300
融資活動所得現金淨額	13,501	11,158	20,396	(13,632)	7,559
現金增加淨額	22,056	11	9,808	(2,626)	8,984
年初現金及現金等價物	17,841	39,879	40,875	51,583	49,857
匯兌	(18)	985	900	900	900
年末現金及現金等價物	39,880	40,875	51,583	49,858	59,741
抵押現金	(1,001)	(535)	(596)	(596)	(596)
年末資產負債表現金及現金等價物	40,880	41,411	52,180	50,454	60,337

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.1	95.3	95.8	96.1	96.0
物業投資	0.9	1.0	1.1	1.1	1.4
物業管理	2.1	2.1	1.8	1.7	1.6
其他	2.0	1.5	1.3	1.2	1.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	38.3	32.5	31.3	31.4	32.0
稅前利率	45.6	40.4	33.1	29.5	30.3
息稅前收益	29.0	27.9	22.9	20.4	20.6
核心淨利潤率	24.5	24.8	20.8	20.4	20.6
有效稅率	36.0	30.4	30.6	30.4	31.7
增長 (%)					
收入	25.8	27.7	29.9	16.6	18.1
毛利	19.6	8.5	24.9	17.1	20.4
淨利潤率	14.7	6.4	22.2	17.3	20.7
淨利潤	21.1	23.1	6.5	3.9	19.4
核心淨利潤	17.5	29.2	9.3	14.3	19.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6
平均應收賬款周轉天數	36.4	35.2	30.7	28.6	26.0
平均應付帳款周轉天數	533.4	551.9	411.5	383.2	358.2
平均存貨周轉天數	1,153.2	1,208.4	1,041.2	957.9	927.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	20.5	28.2	32.3	24.4	22.1
回報率 (%)					
資本回報率	21.5	21.0	18.8	16.9	17.2
資產回報率	8.1	7.8	7.2	7.0	7.4
每股數據					
每股盈利 (港元)	2.29	2.82	3.00	3.12	3.73
每股股息 (港元)	0.41	0.47	0.52	0.56	0.61
每股賬面值 (港元)	10.7	13.5	15.9	18.5	21.6

來源: 公司及招銀國際研究部

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。接收本報告之行為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。