

SOHO 中國 (410 HK, HK\$5.62, 目標價: HK\$8.07, 買入) — 出售另一項非核心資產

❖ **出售 Sky SOHO 部份樓面。**SOHO 中國在週一宣佈出售了約 10 萬平方米樓面面積的 Sky SOHO 給 Ctrip.com (CTRP US)，作價 30.5 億元(人民幣·下同)。Sky SOHO 的建築竣工及交付時間為 2014 年第 4 季，即表示公司能在今年確認為項收入。Sky SOHO 的土地平均成本及建築成本分別為每平方米 7,189 元及每平方米 9,668 元，我們考慮資本化利息及稅金後的總成本料為每平方米 20,000 元，因此 Sky SOHO 的毛利率料為 34.3%。

❖ **優化了資產負債表。**在出售了 Sky SOHO 予 Ctrip.com 後，SOHO 中國的資產負債表更加健康，我們估計至 2014 年底的淨負債比率降至 6.4%及屆時公司手持現金 188 億元，有利日後擴展。

❖ **出售 Sky SOHO 的均價低於我們預期。**在我們原本的財務模型中，我們假設 Sky SOHO 的均價為每平方米 40,000 元，這次出售的均價較我們預期為低，但仍有 34%的毛利率。我們有一點失望，但因財務狀況優化而感安心，這可幫助公司在疲弱的房地產市場中進行收購。

❖ **改善了盈利鴻溝。**在今年 2 月出售 SOHO 海倫廣場及 SOHO 靜安廣場，以及剛出售的 Sky SOHO 後，我們給予 SOHO 中國 2014 年核心盈利預測有所上調。我們相信公司仍會繼續尋找機會出售包括虹口 SOHO 凡非核心物業，所以 2014 年核心盈利預測仍有上調空間。

❖ **因銷售均價低於預期而下調目標價。**因為出售了部份的 Sky SOHO，我們分別上調 2014 年及 2015 年盈利預測 27.5%至 43.0 億元及 2.1%至 12.8 億元。不過因為 Sky SOHO 的銷售均價低於預期，我們下降 2014 年每股資產淨值預測由 14.07 港元至 13.45 港元，因此目標價由 8.44 港元下調至 8.07 港元，相等於與每股資產淨值折讓 40%。上升空間 43.6%，評級維持為買入

SOHO 中國 (410 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	5.62
目標價(港幣)	8.07
市值(港幣百萬)	29,221
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	21
52 周高/低(港幣)	7.2/5.5
發行股數(百萬)	5,200
主要股東	張欣(62.9%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-8.0%	-2.1%
3 月	-4.6%	-4.7%
6 月	-8.6%	-12.9%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	15,305	14,621	11,216	2,411	1,371
淨利潤 (百萬元人民幣)	10,585	7,388	4,299	1,276	1,080
每股收益 (人民幣)	2.051	1.492	0.817	0.245	0.208
每股收益變動 (%)	173	(27)	(45)	(70)	(15)
市盈率(x)	2.2	3.0	5.5	18.3	21.6
市帳率(x)	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
權益收益率 (%)	34.5	19.7	10.5	2.9	2.3
淨財務槓杆率 (%)	2.5	16.7	6.4	5.3	9.1

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	16,143	14,621	11,216	2,411	1,371
物業發展	15,986	14,342	10,831	1,372	-
物業投資	157	279	384	1,039	1,371
其他	-	-	-	-	-
銷售成本	(7,136)	(6,508)	(5,508)	(714)	(137)
毛利	9,007	8,114	5,707	1,697	1,234
其他收益	442	302	507	527	350
銷售費用	(327)	(373)	(303)	(96)	(69)
行政費用	(254)	(348)	(370)	(362)	(274)
其他費用	(152)	(127)	(146)	(72)	(41)
息稅前收益	8,716	7,568	5,395	1,694	1,200
融資成本	(126)	682	226	301	274
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	9,605	4,220	1,976	-	-
稅前利潤	18,195	12,470	7,597	1,995	1,474
所得稅	(7,548)	(5,034)	(3,297)	(705)	(369)
非控制股東權益	(62)	(48)	-	(14)	(25)
淨利潤	10,585	7,388	4,299	1,276	1,080
核心淨利潤	3,335	4,440	2,826	1,276	1,080

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	45,205	55,811	59,030	61,390	65,900
物業、廠房及設備	682	673	680	690	700
投資物業	38,310	48,728	52,000	54,000	56,000
聯營公司	4,066	4,088	4,150	4,500	7,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2,147	2,322	2,200	2,200	2,200
流動資產	35,373	22,012	22,398	20,920	21,486
現金及現金等價物	22,062	10,525	18,798	17,620	17,686
應收貿易款項	3,262	2,901	1,600	1,800	2,000
存貨	10,048	8,587	2,000	1,500	1,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
流動負債	25,047	19,251	15,900	15,500	16,000
借債	3,922	2,760	4,000	4,000	4,000
應付貿易賬款	11,553	6,698	3,200	2,500	2,800
應付稅項	9,571	9,793	8,700	9,000	9,200
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	23,821	20,086	23,400	22,000	24,100
借債	19,082	14,310	17,500	16,000	18,000
遞延稅項	4,078	5,300	5,400	5,500	5,600
其他	660	476	500	500	500
少數股東權益	1,011	1,025	1,050	1,080	1,100
淨資產總值	30,700	37,461	41,078	43,730	46,186
股東權益	30,700	37,461	41,078	43,730	46,186

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	8,716	7,568	5,395	1,694	1,200
折舊和攤銷	23	29	24	24	24
營運資金變動	3,399	3,766	7,502	(400)	(200)
稅務開支	(2,356)	(3,496)	(995)	386	275
其他	(4,719)	(6,044)	(4,097)	2,268	2,551
經營活動所得現金淨額	5,062	1,825	7,828	3,971	3,850
購置固定資產	(2,745)	(6,472)	(3,303)	(2,034)	(2,034)
聯營公司	(2,966)	(23)	(62)	(350)	(2,500)
其他	301	2,028	125	-	-
投資活動所得現金淨額	(5,410)	(4,467)	(3,240)	(2,384)	(4,534)
股份發行	(401)	(1,399)	-	-	-
淨銀行借貸	9,238	(3,969)	4,430	(1,500)	2,000
股息	(1,189)	(1,258)	(1,270)	(1,315)	(1,300)
其他	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	7,648	(6,626)	3,159	(2,815)	700
現金增加淨額	7,300	(9,269)	7,747	(1,228)	16
年初現金及現金等價物	11,202	18,492	9,069	16,867	15,689
匯兌	(10)	(153)	50	50	50
年末現金及現金等價物	18,492	9,069	16,867	15,689	15,755
受限制現金	3,570	1,455	1,931	1,931	1,931
資產負債表的現金	22,062	10,525	18,798	17,620	17,686

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	99.0	98.1	96.6	56.9	-
物業投資	1.0	1.9	3.4	43.1	100.0
其他	-	-	-	-	-
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	184.0	(9.4)	(23.3)	(78.5)	(43.1)
毛利	229.8	(9.9)	(29.7)	(70.3)	(27.3)
淨利潤	171.9	(30.2)	(41.8)	(70.3)	(15.3)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	55.8	55.5	50.9	70.4	90.0
稅前利率	112.7	85.3	67.7	82.8	107.5
淨利潤率	65.6	50.5	38.3	52.9	78.8
核心淨利潤率	20.7	30.4	25.2	52.9	78.8
有效稅率	41.5	40.4	43.4	35.3	25.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.1	1.4	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	36.9	36.2	26.0	136.3	266.2
平均應付帳款周轉天數	682.8	511.8	328.0	1,457.7	7,055.2
平均存貨周轉天數	856.1	522.6	350.8	895.1	4,392.9
淨負債/ 總權益比率 (%)	2.5	16.7	6.4	5.3	9.1
回報率 (%)					
資本回報率	34.5	19.7	10.5	2.9	2.3
資產回報率	13.1	9.5	5.3	1.6	1.2
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.051	1.492	0.817	0.245	0.208
每股股息(人民幣)	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
每股賬面值(人民幣)	5.92	7.08	7.90	8.41	8.88

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。而過去的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。