

## 中國海外(688 HK, HK\$25.65, 目標價: HK\$31.96, 買入) — 中信地產併購更多內容

- ❖ **中信地產目標公司應佔權益土地儲備 2,352 萬平方米。**最新的公告內容透露中國海外收購中信地產目標公司詳情，總收購代價為 371 億港元，其中的 297 億港元會發行新股，餘下的 73.6 億港元將以物業轉讓予中信股份(267 HK)。中信地產目標公司在國內 22 個城市持有物業的總建築面積 3,155 萬平方米(應佔權益的土地儲備為 2,352 萬平方米)，估計約 10% 的土地儲備位於一線城市。因為中國海外於 2015 年末的總土地儲備為 4,144 萬平方米(應佔權益的土地儲備為 3,850 萬平方米)，我們相信是次收購可大大增強中國海外的土地儲備。
- ❖ **但低邊際利潤及高負債。**另一方面，中信地產目標公司的財務表現未來有較大改進的空間。首先，中信地產目標公司在 2013-15 年的毛利率分別為 13.7%、21.4% 及 17.7%，相對於中國海外同期的毛利率為低，我們明白毛利率收窄是行業趨勢，但中國海外仍會在未來致力增強中信地產目標公司的邊際利潤。第二，中信地產目標公司在 2015 年末的淨負債總額及淨負債比率分別為 671 億港元及 354%，將中國海外及中信地產目標公司的 2015 年末財務負債表合併，合併後的淨負債總額及淨負債比率分別為 758 億港元及 34.3%，雖然中國房地產公司以 34% 的淨負債比率來說仍屬健康，但其淨負債比率由合併前的 6.6% 急速上升，我們相信中國海外在未來會降低負債水平。
- ❖ **2016 上半年銷售溫和增長。**中國海外在 2016 上半年的物業銷售合同金額增加 11.4% 至 953 億港元，銷售增速相對其他主要房地產商弱，目前完成全年目標 1,850 億港元的 51.5%，我們相信是公司忙於收購的事情。收購完成後，其物業銷售合同金額可以大幅上升。中信地產目標公司於 2016 年 4 月的已預售仍未入賬的金額為 177 億元人民幣，我們預期待收購完成後的中國海外銷售目標將會調高。
- ❖ **強強聯手。**中國海外及中信股份是兩家領先的國企，收購完成後，中信股份會持有中國海外 10% 的股權，我們相信兩強聯手會產生協同效應。此外，中國海外於 2016 年 5 月將兩項香港的物業出售予中國建築(3311 HK)，因而錄取 15.5 億港元的利潤。因此，我們將 2016-18 年的盈利預測分別上調 6.5% 至 348 億港元、7.3% 至 431 億港元及 5.0% 至 509 億港元；而且，我們上調 2016 年底的每股資產淨值由 28.68 港元至 35.51 港元，我們將目標價由 31.55 港元上升至 31.96 港元，相等於 10% 的折讓，評級重申為「買入」。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬港元)	119,997	148,074	189,552	220,067	252,910
淨利潤(百萬港元)	27,680	33,312	34,819	43,063	50,923
每股收益(港元)	3.39	3.61	3.40	3.93	4.65
每股收益變動(%)	20.1	6.6	(5.7)	15.4	18.3
市盈率(x)	7.7	7.1	7.5	6.5	5.5
市帳率(x)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率(%)	2.1	2.4	2.6	2.9	3.5
權益收益率(%)	20.3	17.4	14.0	15.2	15.7
淨財務槓桿率(%)	31.7	6.6	24.8	17.7	6.7

來源: 公司及招銀國際研究部

### 中國海外(688 HK)

	買入
評級	買入
收市價	HK\$25.65
目標價	HK\$31.96
市值(港幣百萬)	252,924
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	417
52 周高/低(港幣)	28.25/20.45
發行股數(百萬)	9,861
主要股東	中建總(61.2%)

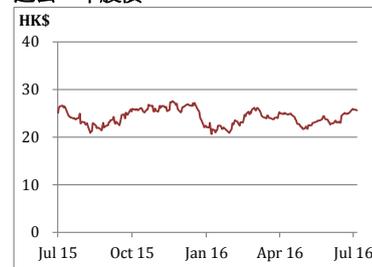
來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	12.9%	4.5%
3 月	3.2%	1.5%
6 月	17.0%	3.3%

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>138,505</b>	<b>148,074</b>	<b>189,552</b>	<b>220,067</b>	<b>252,910</b>
物業發展	134,022	143,695	183,929	213,358	245,361
物業投資	1,643	1,915	2,423	2,670	3,029
其他	2,839	2,465	3,200	4,040	4,520
銷售成本	(99,195)	(105,763)	(135,896)	(152,603)	(174,138)
<b>毛利</b>	<b>39,310</b>	<b>42,312</b>	<b>53,656</b>	<b>67,464</b>	<b>78,772</b>
銷售費用	(1,933)	(2,182)	(2,843)	(3,301)	(3,794)
行政費用	(2,057)	(2,031)	(3,033)	(3,301)	(3,541)
其他收益	2,651	2,877	2,929	1,587	1,591
<b>息稅前收益</b>	<b>37,970</b>	<b>40,975</b>	<b>50,708</b>	<b>62,449</b>	<b>73,029</b>
融資成本	(545)	(574)	(1,261)	(1,408)	(972)
聯營公司	1,261	977	540	740	840
特殊收入	5,637	7,445	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>44,324</b>	<b>48,823</b>	<b>49,987</b>	<b>61,782</b>	<b>72,897</b>
所得稅	(16,573)	(14,772)	(14,647)	(18,139)	(21,334)
非控制股東權益	(551)	(739)	(520)	(580)	(640)
<b>淨利潤</b>	<b>27,200</b>	<b>33,312</b>	<b>34,819</b>	<b>43,063</b>	<b>50,923</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>22,910</b>	<b>27,562</b>	<b>34,819</b>	<b>43,063</b>	<b>50,923</b>

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流動資產</b>	<b>78,506</b>	<b>85,686</b>	<b>117,075</b>	<b>118,275</b>	<b>117,575</b>
物業、廠房及設備	1,525	1,350	4,500	4,300	4,200
投資物業	54,921	64,224	65,000	70,000	73,000
聯營公司	18,868	17,005	28,000	25,000	22,000
可供出售投資	48	31	2,000	1,500	1,000
無形資產	109	65	13,975	13,975	13,975
已抵押銀行存款	67	-	-	-	-
其他	2,968	3,011	3,600	3,500	3,400
<b>流動資產</b>	<b>331,658</b>	<b>341,550</b>	<b>510,114</b>	<b>527,469</b>	<b>549,922</b>
現金及現金等價物	59,848	102,446	145,014	148,769	145,922
應收貿易款項	29,863	22,456	25,000	27,000	29,000
關連款項	6,508	6,035	8,000	7,500	7,800
存貨	232,001	206,405	330,000	342,000	365,000
其他	3,438	4,208	2,100	2,200	2,200
<b>流動負債</b>	<b>189,084</b>	<b>113,693</b>	<b>213,600</b>	<b>187,500</b>	<b>187,500</b>
借債	22,542	7,269	58,000	40,000	28,000
應付貿易賬款	100,517	84,003	125,800	118,000	128,000
應付稅項	21,116	18,466	19,800	21,500	22,500
關連款項	44,909	3,955	10,000	8,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>82,523</b>	<b>116,931</b>	<b>160,000</b>	<b>169,400</b>	<b>150,000</b>
借債	74,816	108,187	150,000	160,000	140,000
遞延稅項	6,385	7,506	9,000	8,400	9,000
其他	1,322	1,238	1,000	1,000	1,000
<b>少數股東權益</b>	<b>4,886</b>	<b>5,055</b>	<b>4,500</b>	<b>4,800</b>	<b>5,000</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>133,670</b>	<b>191,558</b>	<b>249,089</b>	<b>284,044</b>	<b>324,997</b>
<b>股東權益</b>	<b>133,670</b>	<b>191,558</b>	<b>249,089</b>	<b>284,044</b>	<b>324,997</b>

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)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	37,970	40,975	50,708	62,449	73,029
折舊和攤銷	126	88	135	450	430
營運資金變動	(29,042)	16,417	(97,647)	(25,000)	(29,000)
稅務開支	(12,264)	(16,371)	(11,819)	(17,039)	(19,734)
其他	(1,037)	(2,766)	27,258	(4,788)	7,735
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(4,248)</b>	<b>38,344</b>	<b>(31,365)</b>	<b>16,073</b>	<b>32,460</b>
購買固定資產	(6,264)	(1,846)	(33,015)	650	530
聯營公司	1,567	1,543	(12,783)	3,747	3,780
其他	229	1,085	(589)	100	100
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(4,468)</b>	<b>782</b>	<b>(46,387)</b>	<b>4,497</b>	<b>4,410</b>
股份發行	2	42,800	29,724	-	-
淨銀行借貸	22,371	19,052	92,544	(8,000)	(32,000)
股息	(5,985)	(6,976)	(5,828)	(7,114)	(8,217)
其他	(445)	(47,757)	4,081	(1,500)	700
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>15,942</b>	<b>7,119</b>	<b>120,520</b>	<b>(16,614)</b>	<b>(39,517)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>7,226</b>	<b>46,245</b>	<b>42,768</b>	<b>3,955</b>	<b>(2,647)</b>
年初現金及現金等價物	40,876	47,979	90,270	132,838	136,593
匯兌	(123)	(3,954)	(200)	(200)	(200)
年末現金及現金等價物	47,979	90,271	132,839	136,593	133,746
抵押現金	(1,567)	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)
<b>年末資產負債表現金及現金等價物</b>	<b>49,546</b>	<b>92,144</b>	<b>134,712</b>	<b>138,467</b>	<b>135,620</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	96.8	97.0	97.0	97.0	97.0
物業投資	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
其他	2.1	1.7	1.7	1.8	1.8
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	28.4	28.6	28.3	30.7	31.1
稅前利率	32.0	33.0	26.4	28.1	28.8
息稅前收益	19.6	22.5	18.4	19.6	20.1
核心淨利潤率	16.5	18.6	18.4	19.6	20.1
有效稅率	37.4	30.3	29.3	29.4	29.3

**增長 (%)**

收入	67.9	6.9	28.0	16.1	14.9
毛利	46.6	7.6	26.8	25.7	16.8
淨利潤率	52.4	7.9	23.8	23.2	16.9
淨利潤	18.0	22.5	4.5	23.7	18.3
核心淨利潤	12.2	20.3	26.3	23.7	18.3

**資產負債比率**

流動比率 (x)	1.8	3.0	2.4	2.8	2.9
平均應收賬款周轉天數	78.7	55.4	48.1	44.8	41.9
平均應付帳款周轉天數	369.9	289.9	337.9	282.2	268.3
平均存貨周轉天數	853.7	712.3	886.3	818.0	765.1
淨負債/ 總權益比率 (%)	27.1	6.6	24.8	17.7	6.7

**回報率 (%)**

資本回報率	20.3	17.4	14.0	15.2	15.7
資產回報率	6.6	7.8	5.6	6.7	7.6

**每股數據**

每股盈利 (港元)	3.33	3.61	3.40	3.93	4.65
每股股息 (港元)	0.55	0.61	0.66	0.74	0.91
每股賬面值 (港元)	16.4	19.4	22.7	25.9	29.7

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。