

中國海外(688 HK, HK\$26.15, 目標價: HK\$31.55, 買入) — 併購為新常態

- ❖ **基本盈利增長 20%。**中國海外 2015 年營業額及純利分別增加 6.9%至 1,481 億港元及 22.5%至 333 億港元；扣除投資物業重估，基本盈利增加 20.3%至 276 億港元，較我們預期的 304 億元低 9.3%。2015 年毛利率維持為 28%。雖然中國海外在 2015 年錄取予 11.6 億港元的匯兌損失(資本化後)，在分拆物業管理業務後獲得 25 億元的收益，可抵消匯兌損失的影響。
- ❖ **收購中信物業組合。**在 2015 年 5 月收購了母公司的 1,000 萬平方米的物業後，中國海外在 2016 年 3 月宣佈向中信股份有限公司(267 HK)收購中信物業組合，總收購代價為 371 億港元，其中的 297 億港元會以每股 27.13 港元發行 10.96 億股新股予中信股份，禁售期為 2 年；餘下的 73.6 億港元將以物業轉讓予中信股份。中信物業組合的總樓面面積為 2,400 萬平方米，分佈國內 25 個城市。因為兩家公司都是大型的國企，中國海外相信這項收購是雙贏的方案。
- ❖ **2015 年銷售強勁。**受惠於收購母公司的資產，中國海外在 2015 年的物業銷售金額及面積分別增加 28.3%至 1,810 億港元及 34.1%至 1,260 萬平方米，至 2015 年底，約 862 億港元或 478 萬平方米的物業已預售仍待入賬。以 2,600 億港元的可售資源(未計算中信物業組合的貢獻)及 70%的銷售比，中國海外初步定下 2016 全年銷售目標 1,850 億港元。收購中信物業組合的交易預計在今年 8 月完成，我們相信屆時會將全年銷售目標調高。
- ❖ **2015 年新增 596 萬平方米土地儲備。**除了 1,000 萬平方米的資產注入外，中國海外在 2015 年購入了 17 幅位於國內 13 個城市共 596 萬平方米的土地儲備。截至 2015 年底，不計算中海宏洋(81 HK)，中國海外總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為 4,140 萬平方米及 3,850 萬平方米。除了內生增長，中國海外未來會以更多的併購的方式來加快增長。
- ❖ **手持大量現金。**中國海外於 2015 年末手持現金 1,024 億港元，同期的淨負債比率為 6.6%，我們相信中國海外是香港最富有的房地產公司之一，將有利未來收購。在考慮中信物業組合的收購後，我們推出 2016 年底的每股資產淨值為 28.68 港元。因為低負債及未來發生的收購，我們認為中國海外目標價可以 10%的每股資產淨值溢價來計算，我們將目標價由 29.8 港元上升至 31.55 港元，評級重申為「買入」。

中國海外 (688 HK)

評級	買入
收市價	HK\$26.15
目標價	HK\$31.55
市值 (港幣百萬)	257,854
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	581
52 周高/低 (港幣)	33.64/20.45
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	13.8%	6.1%
3 月	-1.3%	4.7%
6 月	12.4%	19.8%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

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	170,419	200,794	232,606
淨利潤 (百萬港元)	27,680	33,312	32,683	40,147	48,487
每股收益 (港元)	3.39	3.61	3.20	3.66	4.43
每股收益變動 (%)	20.1	6.6	(2.1)	14.7	14.7
市盈率(x)	7.9	7.2	8.2	7.1	5.9
市帳率(x)	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率 (%)	2.1	2.3	2.5	2.8	3.5
權益收益率 (%)	20.8	17.4	13.2	14.4	15.3
淨財務槓杆率 (%)	31.7	6.6	14.3	16.2	12.6

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	138,505	148,074	170,419	200,794	232,606
物業發展	134,022	143,695	165,249	194,994	226,192
物業投資	1,643	1,915	2,470	2,801	3,164
其他	2,839	2,465	2,700	3,000	3,250
銷售成本	(99,195)	(105,763)	(118,664)	(137,876)	(157,438)
毛利	39,310	42,312	51,755	62,919	75,168
銷售費用	(1,933)	(2,182)	(2,556)	(3,012)	(3,489)
行政費用	(2,057)	(2,031)	(2,727)	(3,012)	(3,256)
其他收益	2,651	2,877	1,037	864	835
息稅前收益	37,970	40,975	47,509	57,759	69,257
融資成本	(545)	(574)	(529)	(516)	(511)
聯營公司	1,261	977	540	740	840
特殊收入	5,637	7,445	-	-	-
稅前利潤	44,324	48,823	47,520	57,983	69,586
所得稅	(16,573)	(14,772)	(14,317)	(17,257)	(20,460)
非控制股東權益	(551)	(739)	(520)	(580)	(640)
淨利潤	27,200	33,312	32,683	40,147	48,487
核心淨利潤	22,910	27,562	32,683	40,147	48,487

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
非流動資產	78,506	85,686	105,306	108,656	113,806
物業、廠房及設備	1,525	1,350	1,500	1,650	1,800
投資物業	54,921	64,224	68,000	70,000	73,000
聯營公司	18,868	17,005	18,800	20,000	22,000
可供出售投資	48	31	31	31	31
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	3,000	3,000	3,000
流動資產	331,658	341,550	383,010	430,799	481,465
現金及現金等價物	59,848	102,446	69,110	64,099	62,465
應收貿易款項	29,863	22,456	25,000	27,000	29,000
關連款項	6,508	6,035	6,800	7,500	7,800
存貨	232,001	206,405	280,000	330,000	380,000
其他	3,438	4,208	2,100	2,200	2,200
流動負債	189,084	113,693	132,800	148,000	172,500
借債	22,542	7,269	10,000	12,000	13,000
應付貿易賬款	100,517	84,003	98,000	108,500	128,000
應付稅項	21,116	18,466	19,800	21,500	22,500
關連款項	44,909	3,955	5,000	6,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	82,523	116,931	103,800	107,400	100,000
借債	74,816	108,187	95,000	98,000	90,000
遞延稅項	6,385	7,506	7,800	8,400	9,000
其他	1,322	1,238	1,000	1,000	1,000
少數股東權益	4,886	5,055	4,500	4,800	5,000
淨資產總值	133,670	191,558	247,216	279,255	317,771
股東權益	133,670	191,558	247,216	279,255	317,771

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	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	37,970	40,975	47,509	57,759	69,257
折舊和攤銷	115	153	135	150	165
營運資金變動	(35,181)	24,945	(72,647)	(47,500)	(48,500)
稅務開支	(11,124)	(16,302)	(12,689)	(14,957)	(18,860)
其他	12,288	16,909	21,077	1,404	9,625
經營活動所得現金淨額	4,069	66,679	(16,614)	(3,143)	11,688
購置固定資產	(5,342)	327	(15)	-	15
聯營公司	2,439	2,205	(1,614)	(953)	(1,720)
其他	496	(43)	11	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,407)	2,489	(1,618)	(953)	(1,705)
股份發行	2	-	-	-	-
淨銀行借貸	21,819	18,098	(10,456)	5,000	(7,000)
股息	(4,048)	(4,706)	(5,828)	(7,114)	(8,217)
其他	(1,351)	(40,482)	281	300	2,700
融資活動所得現金淨額	16,421	(27,089)	(16,004)	(1,814)	(12,517)
現金增加淨額	18,083	42,079	(34,236)	(5,911)	(2,534)
年初現金及現金等價物	40,876	58,871	101,850	68,514	63,503
匯兌	(88)	900	900	900	900
年末現金及現金等價物	58,871	101,849	68,514	63,503	61,869
抵押現金	(977)	(596)	(596)	(596)	(596)
年末資產負債表現金及現金等價物	59,848	102,446	69,110	64,099	62,465

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
銷售組合 (%)					
物業發展	96.8	97.0	97.0	97.1	97.2
物業投資	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
其他	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	28.4	28.6	30.4	31.3	32.3
稅前利率	32.0	33.0	27.9	28.9	29.9
息稅前收益	19.6	22.5	19.2	20.0	20.8
核心淨利潤率	16.5	18.6	19.2	20.0	20.8
有效稅率	37.4	30.3	30.1	29.8	29.4

增長 (%)

收入	67.9	6.9	15.1	17.8	15.8
毛利	46.6	7.6	22.3	21.6	19.5
淨利潤率	52.4	7.9	15.9	21.6	19.9
淨利潤	18.0	22.5	(1.9)	22.8	20.8
核心淨利潤	12.2	20.3	18.6	22.8	20.8

資產負債比率

流動比率 (x)	1.8	3.0	2.9	2.9	2.8
平均應收賬款周轉天數	78.7	55.4	53.5	49.1	45.5
平均應付賬款周轉天數	369.9	289.9	301.4	287.2	296.8
平均存貨周轉天數	853.7	712.3	861.3	873.6	881.0
淨負債 / 總權益比率 (%)	27.1	6.6	14.3	16.2	12.6

回報率 (%)

資本回報率	20.3	17.4	13.2	14.4	15.3
資產回報率	6.6	7.8	6.7	7.4	8.1

每股數據

每股盈利 (港元)	3.33	3.61	3.20	3.66	4.43
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	22.6	25.5	29.0

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。