

中國海外(688 HK, HK\$23.95, 目標價: HK\$27.37, 買入) — 疲弱盈利能力

- ❖ **盈利增長緩慢。**中國海外 2016 年收入 1,641 億港元，同比减少 3.2%，下降的主要原因是公司在收購中信地產後對 2015 年財務數據進行了重列。公司 2016 年毛利率為 27.8%，較 2015 年下降了 0.6 個百分點，但由於出售資產帶來的利潤貢獻，公司 2016 年利潤帶來增長。2016 年，中國海外分別向母公司、**中國建築(3311 HK, 未評級)**和**中國海外宏洋(81 HK, 未評級)**出售部分投資物業和發展項目，最終獲利 102 億港元，使得全年淨利潤同比增漲 6.9% 至 370 億港元。扣除投資物業重估的影響，公司核心利潤為 314 億港元，較我們的預期低了 14.9%。公司宣布派發末期股息 0.42 港元。
- ❖ **盈利受中信地產拖累。**我們在過去報告曾提出對中信地產盈利能力的擔憂。儘管中信地產 2016 年稅前利潤率達到 8.3%，但 119% 的實際稅率嚴重影響了其盈利能力。在扣除少數股東權益後，中信地產 2016 年錄得虧損 9.86 億港元。若扣除去中信地產對公司的影響，中國海外 2016 年淨利潤為 380 億港元，同比增長 14.1%
- ❖ **2017 年銷售目標 2,100 億港元。**2016 年公司合約銷售為 2,106 億港元，同比增長 16.6%；同期的合約銷售面積為 1,304 萬平方米，同比增長 3.5%。考慮到現時的市場環境，中國海外將 2017 年銷售目標定在 2,100 億港元。截至 2017 年 2 月底，公司累計合約銷售金額 348 億港元，同比增長 44%。同時，公司 2017 年計劃新開工面積為 1,900 萬平方米，完工面積為 1,350 萬平方米。儘管公司主席提出在 2020 年實現合約銷售 4,000 億港元的目標，但謹慎的業務目標讓我們對公司 2017 年的增長有所顧慮。
- ❖ **低杠杆。**在財務數據重列後，公司淨負債率由 2015 年底的 36.3% 下降至 2016 年底的 7.3%。公司在 2017 年首兩個月共收購了 11 幅土地，合計建築面積 310 萬平方米，總代價 109 億元人民幣。收購土地使得公司現時的淨負債率上升至 17%，但仍然是杠杆率最低的開發商之一。中海外計劃 2017 年投資 1,000 億港元用於土地收購，這可能會增加公司的杠杆水平，但也有利於公司長期發展。截至 2016 年年底，公司總土地儲備 5,677 萬平方米，中國海外宏洋另有 1,774 萬平方米的土地儲備。
- ❖ **下調盈利預測及目標價。**截至 2016 年年底，公司已售但未入帳(包括合營公司)的物業金額為 1,046 億港元，其中 70% 將會在 2017 年確認為收入。由於公司銷售目標增長緩慢，我們下調 2017 年和 2018 年盈利預測至 315 億和 337 億港元，分別下調了 27.4% 和 33.7%。同時，我們也推出 2017 年底的每股資產淨值為 39.11 港元，以資產淨值折讓 30% 計算，目標價由 32.11 港元下調至 27.37 港元。評級維持為「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	169,562	164,069	190,493	206,010	236,822
淨利潤 (百萬港元)	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
每股收益變動 (%)	12.8	(3.2)	(20.9)	6.9	16.0
市盈率(x)	6.4	6.6	8.3	7.8	6.7
市帳率(x)	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.5	3.2	3.2	3.4	3.8
權益收益率 (%)	16.5	16.7	12.8	12.5	13.1
淨財務槓杆率 (%)	36.3	7.3	10.2	21.4	20.3

來源: 公司及招銀國際研究部

文幹森, CFA
 (852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

中國海外 (688 HK)

評級	買入
收市價	HK\$23.95
目標價	HK\$27.37
市值 (港幣百萬)	262,401
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	487
52 周高/低 (港幣)	27.85/20.15
發行股數 (百萬)	10,956
主要股東	中建總(55.1%) 中信股份(10.0%)

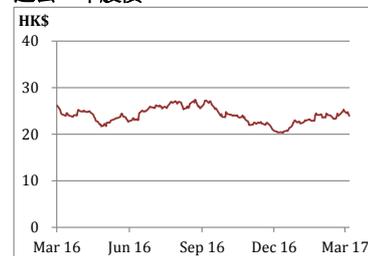
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	3.0%	2.2%
3 月	19.4%	6.2%
6 月	-10.5%	-12.9%

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	169,562	164,069	190,493	206,010	236,822
物業發展	163,559	159,891	185,474	200,312	230,358
物業投資	2,013	2,137	2,670	3,029	3,513
其他	3,990	2,040	2,350	2,670	2,950
銷售成本	(123,442)	(118,425)	(134,366)	(146,267)	(168,325)
毛利	46,120	45,643	56,127	59,743	68,497
銷售費用	(2,843)	(3,372)	(3,810)	(4,079)	(4,500)
行政費用	(3,107)	(3,180)	(3,429)	(3,708)	(4,121)
其他收益	5,381	11,091	1,825	1,735	1,707
息稅前收益	45,551	50,183	50,714	53,691	61,583
融資成本	(2,757)	(2,056)	(1,496)	(1,554)	(1,680)
聯營公司	1,059	1,252	781	948	1,225
特殊收入	7,514	7,723	-	-	-
稅前利潤	51,367	57,102	49,999	53,085	61,128
所得稅	(15,954)	(18,711)	(17,846)	(18,700)	(21,289)
非控制股東權益	(771)	(1,370)	(650)	(720)	(788)
淨利潤	34,642	37,021	31,503	33,665	39,050
核心淨利潤	28,892	31,371	31,503	33,665	39,050

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	107,145	96,376	99,615	103,015	108,395
物業、廠房及設備	5,611	4,454	4,600	4,800	5,000
投資物業	65,634	67,093	70,000	72,000	75,000
聯營公司	25,625	20,849	21,000	22,000	24,000
可供出售投資	2,311	147	150	150	150
無形資產	65	65	65	65	65
已抵押銀行存款	-	-	-	-	-
其他	7,900	3,768	3,800	4,000	4,180
流動資產	475,103	474,913	498,280	554,051	598,011
現金及現金等價物	122,801	157,162	148,480	137,051	142,211
應收貿易款項	27,378	23,405	27,000	29,000	32,000
關連款項	15,333	18,347	16,800	18,000	18,800
存貨	302,336	269,428	300,000	365,000	400,000
其他	7,255	6,571	6,000	5,000	5,000
流動負債	185,159	199,604	186,500	202,500	218,300
借債	29,584	40,286	24,000	28,000	32,000
應付貿易賬款	119,777	129,958	133,000	143,000	152,500
應付稅項	19,217	21,888	21,500	22,500	24,000
關連款項	6,303	7,206	8,000	9,000	9,800
其他	10,279	266	-	-	-
非流動負債	181,510	144,261	161,080	179,450	183,800
借債	171,461	133,534	150,000	168,000	172,000
遞延稅項	8,810	9,857	10,200	10,500	10,800
其他	1,238	870	880	950	1,000
少數股東權益	6,015	5,175	5,000	5,120	5,230
淨資產總值	209,564	222,248	245,315	269,996	299,076
股東權益	209,564	222,248	245,315	269,996	299,076

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)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	45,551	50,183	50,714	53,691	61,583
折舊和攤銷	88	561	445	460	480
營運資金變動	16,417	32,935	(36,869)	(62,000)	(33,500)
稅務開支	(16,371)	(14,993)	(17,892)	(17,400)	(19,489)
其他	13,014	(10,374)	337	1,389	(1,238)
經營活動所得現金淨額	58,699	58,312	(3,264)	(23,859)	7,836
購置固定資產	(1,846)	(28,282)	300	260	280
聯營公司	1,543	7,357	106	(684)	(1,592)
其他	1,085	4,132	(32)	(200)	(180)
投資活動所得現金淨額	782	(16,793)	374	(624)	(1,492)
股份發行	42,800	29,724	-	-	-
淨銀行借貸	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)	-
融資活動所得現金淨額	7,119	(6,959)	(5,591)	13,254	(984)
現金增加淨額	66,600	34,561	(8,482)	(11,229)	5,360
年初現金及現金等價物	58,281	120,927	155,288	146,606	135,177
匯兌	(3,954)	(200)	(200)	(200)	(200)
年末現金及現金等價物	120,928	155,288	146,607	135,177	140,337
抵押現金	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)
年末資產負債表現金及現金等價物	122,801	157,161	148,480	137,050	142,210

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.5	97.5	97.4	97.2	97.3
物業投資	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5
其他	2.4	1.2	1.2	1.3	1.2
總額	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
稅前利率	30.3	34.8	26.2	25.8	25.8
息稅前收益	20.4	22.6	16.5	16.3	16.5
核心淨利潤率	17.0	19.1	16.5	16.3	16.5
有效稅率	31.1	32.8	35.7	35.2	34.8

增長 (%)

收入	22.4	(3.2)	16.1	8.1	15.0
毛利	17.3	(1.0)	23.0	6.4	14.7
息稅前收益	20.0	10.2	1.1	5.9	14.7
淨利潤	27.4	6.9	(14.9)	6.9	16.0
核心淨利潤	26.1	8.6	0.4	6.9	16.0

資產負債比率

流動比率 (x)	2.6	2.4	2.7	2.7	2.7
平均應收賬款周轉天數	58.9	52.1	51.7	51.4	49.3
平均應付帳款周轉天數	354.2	400.5	361.3	356.8	330.7
平均存貨周轉天數	894.0	830.4	814.9	910.8	867.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	36.3	7.3	10.2	21.4	20.3

回報率 (%)

資本回報率	16.5	16.7	12.8	12.5	13.1
資產回報率	5.9	6.5	5.3	5.1	5.5

每股數據

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
每股賬面值 (港元)	21.3	20.3	22.4	24.6	27.3

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并無直接或間接關係。

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，并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，并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布時的判斷，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，任何機構或個人于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。