

中國海外(688 HK, HK\$26.85, 目標價: HK\$32.11, 買入) — 盈利為皇

- ❖ **2016上半年基礎盈利增加20%**。2016上半年中國海外旗下48個項目共713萬平方米的物業竣工，其中的77.5%物業已出售及在期內入賬，因而期內營業額上升20.5%至782億港元，同期的毛利率縮減4.0個百分點至28.2%。期內來自出售投資物業及重估投資物業價值上升，因此2016上半年的純利增加20.6%至197億港元。扣除投資物業重估，2016上半年的基礎盈利增加15.4%至157億港元。中國海外宣佈派發中期息每股0.35港元。
- ❖ **提高銷售目標至2100億港元**。2016年1-7月的合同銷售金額及面積分別增加12.6%至1,080億港元及4.1%至684萬平方米，來自中信地產收購的可售資源在2016年便達3,000億元人民幣，中國海外相信中信地產收購可刺激2016下半年的物業銷售，所以公司將2016年的銷售目標由1,850億港元上調至2,100億港元。截至7月，中國海外完成2016年新的銷售目標51.4%，公司並制定2020年的銷售目標為4,000億港元。
- ❖ **淨現金狀態**。在等待中信地產收購的完成，中國海外在2016上半年收購了4個共228萬平方米的項目。在2016上半年，中國海外的銷售回款為721億港元(回款率為75.7%)，資本性支出及營運支出分別為304億港元及177億港元的，這樣的情況下，截至2016年6月底，中國海外的現金及借貸分別為1,180億港元及1,093億港元，中國海外擁有一個淨現金狀況的資產負債表。
- ❖ **中信地產收購完成後，總土地儲備達6,800萬平方米**。截至2016年6月底，中國海外及中信地產收購項目的總土地儲備分別為3,645萬平方米及3,155萬平方米，所以在收購完成後，中國海外的總土地儲備差不多翻一倍至6,800萬平方米。此外，新收購項目地價為每平方米3,500元人民幣，可帶來成本優勢，而且中國海外及中信集團可利用各自的專長及強項而達成雙贏局面。
- ❖ **調高盈利預測及目標價**。因為2016上半年的出售投資物業收益較我們預期為佳及計入投資物業重估，我們分別調高2016及2017年盈利預測17.3%至408億港元及0.7%至434億港元，我們更將2016年每股資產淨值預測由原本的35.51港元上升至35.68港元。因為中信地產收購項目的借貸較高，我們估計中國海外的淨負債比率將反彈至2016年底的22.0%，但財務風險可控。我們將目標價由31.96港元上升至32.11港元，較每股資產淨值折讓10%，維持「買入」評級。

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	40,832	43,369	50,801
每股收益(港元)	3.39	3.61	3.99	3.96	4.64
每股收益變動(%)	20.1	6.6	10.6	(0.9)	17.1
市盈率(x)	8.1	7.4	6.7	6.8	5.8
市帳率(x)	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	2.0	2.3	3.0	3.2	3.9
權益收益率(%)	20.3	17.4	16.1	15.1	15.5
淨財務槓桿率(%)	31.7	6.6	22.0	15.0	6.1

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\$26.85
目標價	HK\$32.11
市值(港幣百萬)	264,757
過去3月平均交易(港幣百萬)	423
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%)

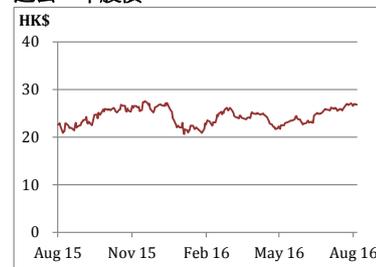
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	3.3%	-1.1%
3月	20.0%	3.6%
6月	14.6%	-3.6%

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
收入	138,505	148,074	189,552	220,067	252,910
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)
毛利	39,310	42,312	53,656	67,464	78,772
銷售費用	(1,933)	(2,182)	(2,843)	(3,301)	(3,794)
行政費用	(2,057)	(2,031)	(2,464)	(3,081)	(3,541)
其他收益	2,651	2,877	3,749	1,270	1,327
息稅前收益	37,970	40,975	52,097	62,353	72,764
融資成本	(545)	(574)	(782)	(906)	(819)
聯營公司	1,261	977	920	800	900
特殊收入	5,637	7,445	5,273	-	-
稅前利潤	44,324	48,823	57,508	62,247	72,845
所得稅	(16,573)	(14,772)	(16,077)	(18,228)	(21,324)
非控制股東權益	(551)	(739)	(600)	(650)	(720)
淨利潤	27,200	33,312	40,832	43,369	50,801
核心淨利潤	22,910	27,562	36,877	43,369	50,801

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	110,475	114,275	117,575
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	66,400	70,000	73,000
聯營公司	18,868	17,005	20,000	21,000	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
流動資產	331,658	341,550	486,248	480,885	537,792
現金及現金等價物	59,848	102,446	121,148	102,185	133,792
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
流動負債	189,084	113,693	208,600	165,500	173,500
借債	22,542	7,269	58,000	18,000	14,000
應付貿易賬款	100,517	84,003	120,800	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	-	-	-	-	-
非流動負債	82,523	116,931	130,000	137,400	150,000
借債	74,816	108,187	120,000	128,000	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
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	253,623	287,460	326,867
股東權益	133,670	191,558	253,623	287,460	326,867

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	52,097	62,353	72,764
折舊和攤銷	126	88	135	450	430
營運資金變動	(29,042)	16,417	(102,647)	(20,000)	(29,000)
稅務開支	(12,264)	(16,371)	(13,248)	(17,128)	(19,724)
其他	(1,037)	(2,766)	31,839	(2,916)	7,848
經營活動所得現金淨額	(4,248)	38,344	(31,823)	22,759	32,318
購買固定資產	(6,264)	(1,846)	(33,015)	650	530
聯營公司	1,567	1,543	(4,657)	(233)	(200)
其他	229	1,085	(589)	100	100
投資活動所得現金淨額	(4,468)	782	(38,260)	517	430
股份發行	2	42,800	29,724	-	-
淨銀行借貸	22,371	19,052	62,544	(32,000)	8,000
股息	(5,985)	(6,976)	(7,362)	(8,539)	(9,641)
其他	(445)	(47,757)	4,081	(1,500)	700
融資活動所得現金淨額	15,942	7,119	88,986	(42,039)	(941)
現金增加淨額	7,226	46,245	18,902	(18,763)	31,807
年初現金及現金等價物	51,178	58,281	100,573	119,275	100,312
匯兌	(123)	(3,954)	(200)	(200)	(200)
年末現金及現金等價物	58,281	100,573	119,275	100,312	131,919
抵押現金	(1,567)	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)
年末資產負債表現金及現金等價物	59,848	102,446	121,148	102,185	133,792

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	97.0	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
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	28.3	30.7	31.1
稅前利率	32.0	33.0	30.3	28.3	28.8
息稅前收益	19.6	22.5	21.5	19.7	20.1
核心淨利潤率	16.5	18.6	19.5	19.7	20.1
有效稅率	37.4	30.3	28.0	29.3	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	27.1	19.7	16.7
淨利潤	18.0	22.5	22.6	6.2	17.1
核心淨利潤	12.2	20.3	33.8	17.6	17.1

資產負債比率

流動比率 (x)	1.8	3.0	2.3	2.9	3.1
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	324.5	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	22.0	15.0	6.1

回報率 (%)

資本回報率	20.3	17.4	16.1	15.1	15.5
資產回報率	6.6	7.8	6.8	7.3	7.8

每股數據

每股盈利(港元)	3.33	3.61	3.99	3.96	4.64
每股股息(港元)	0.55	0.61	0.81	0.87	1.04
每股賬面值(港元)	16.4	19.4	23.1	26.2	29.8

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。