

SOHO 中國 (410 HK, HK\$6.43, 目標價: HK\$8.44, 買入) — 在轉變當中

- ❖ **2014 上半年核心盈利上升 128%**。2014 上半年收入及純利分別增加 91.7% 至 47.5 億元(人民幣·下同)及 28.8% 至 27.0 億元, 盈利上升主要因為來自望京 SOHO、銀河 SOHO 及 SOHO 中山廣場的交付面積增加 97% 至 80,559 平方米。扣除投資物業重估收益, 核心盈利上升 128% 至 12.2 億元。毛利率由去年同期的 51.7% 減至期內的 50.3%。此外, 在今年年初出售 SOHO 海倫廣場貢獻約 2.57 億元盈利。
- ❖ **23 億元的銷售按金**。於 2014 年 6 月底, SOHO 中國的資產負債表錄得 23 億元的銷售按金, 這是指公司於銷售物業後收取的金額, 而該批金額在稍後時間完成交易後會確認為收益。截至 2014 年中, 公司仍未收取的銷售金額約為 9 億元, 即表示約 32 億元的物業銷售收入將在 2014 年下半年入賬。
- ❖ **2014 上半年租金收入上升 90%**。受出租率上升帶動, 2014 上半年租金收入同比增長 90.2% 至 1.64 億元。前門的出租率由去年 6 月的 50% 上升至 2014 年 6 月的 75%, 而現在最高的租金為每天每平方米 42 元。望京 SOHO 第 3 座及復興廣場將在 2014 年下半年竣工, 約 30% 的望京 SOHO 寫字樓面積, 以及復興廣場的 50% 商場面積及 20% 寫字樓面積已預租出去, 這可支撐明年租金收入的增長。
- ❖ **12% 的租金收入與成本回報**。SOHO 中國利用自身的租賃管理平台來增加透明度及出租效率。出租業務的息稅折舊前盈利(EBITDA)邊際利潤由 2013 上半年的 79% 改善至 2014 上半年 80%, 管理層更透露現有的投資物業的租金收入與成本回報達 12%。預計至 2014 年末, SOHO 中國旗下的投資物業約 52% 竣工, 4 個新的投資物業(包括望京 SOHO、復興廣場、浚空 SOHO 及光華路 SOHO II)將在 2014 年餘下日子竣工, 這些新落成的投資物業可帶動未來租金增長。
- ❖ **健康的財政狀況有利擴張**。SOHO 中國擁有一個良好的財務狀況, 至 2014 年中, 淨負債與總股本比率為 15%, 有利未來收購。以反映投資物業重估、靜安中心交付的延期及物業貨尾的銷售, 我們調整 2014-15 年盈利預測至 33.7 億元及 12.5 億元。我們將 2014 年底每股資產淨值預測由 14.58 港元下調至 14.07 港元, 因此目標價從 8.75 港元下調至 8.44 港元, 相等於較資產淨值折讓 40%, 潛在上升空間 31.3%。維持買入評級。

SOHO 中國 (410 HK)

評級	買入
收市價	HK\$6.43
目標價	HK\$8.44
市值 (港幣百萬)	33,433
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	31
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	3.1%	-1.9%
3 月	2.2%	-6.1%
6 月	6.5%	-4.6%

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 (百萬人民幣)	15,305	14,621	8,166	2,538	1,587
淨利潤 (百萬人民幣)	10,585	7,388	3,372	1,250	1,092
每股收益 (人民幣)	2.051	1.492	0.641	0.240	0.210
每股收益變動 (%)	173	(27)	(57)	(63)	(13)
市盈率(x)	2.5	3.4	8.0	21.4	24.5
市帳率(x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
權益收益率 (%)	34.5	19.7	8.4	2.9	2.4
淨財務槓桿率 (%)	2.5	16.7	14.2	12.2	15.7

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	8,166	2,538	1,587
物業發展	15,986	14,342	7,781	1,372	-
物業投資	157	279	384	1,166	1,587
其他	-	-	-	-	-
銷售成本	(7,136)	(6,508)	(4,085)	(726)	(159)
毛利	9,007	8,114	4,081	1,812	1,428
其他收益	442	302	507	527	350
銷售費用	(327)	(373)	(245)	(102)	(79)
行政費用	(254)	(348)	(367)	(381)	(317)
其他費用	(152)	(127)	(147)	(76)	(48)
息稅前收益	8,716	7,568	3,828	1,780	1,334
融資成本	(126)	682	163	180	156
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	9,605	4,220	1,976	-	-
稅前利潤	18,195	12,470	5,967	1,960	1,490
所得稅	(7,548)	(5,034)	(2,595)	(696)	(373)
非控制股東權益	(62)	(48)	-	(14)	(25)
淨利潤	10,585	7,388	3,372	1,250	1,092
核心淨利潤	3,335	4,440	1,899	1,250	1,092

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	61,030	63,390	67,900
物業、廠房及設備	682	673	680	690	700
投資物業	38,310	48,728	54,000	56,000	58,000
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	19,270	17,966	18,544
現金及現金等價物	22,062	10,525	15,670	14,666	14,744
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	15,700	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	8,500	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	40,150	42,776	45,244
股東權益	30,700	37,461	40,150	42,776	45,244

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	3,828	1,780	1,334
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)	(1,195)	586	275
其他	(4,719)	(6,044)	(3,458)	2,155	2,429
經營活動所得現金淨額	5,062	1,825	6,700	4,145	3,862
購買固定資產	(2,745)	(6,472)	(5,303)	(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)	(5,240)	(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)	4,619	(1,054)	28
年初現金及現金等價物	11,202	18,492	9,069	13,739	12,735
匯兌	(10)	(153)	50	50	50
年末現金及現金等價物	18,492	9,069	13,739	12,735	12,813
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	15,670	14,666	14,744

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	95.3	54.1	-
物業投資	1.0	1.9	4.7	45.9	100.0
其他	-	-	-	-	-
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	184.0	(9.4)	(44.2)	(68.9)	(37.5)
毛利	229.8	(9.9)	(49.7)	(55.6)	(21.2)
淨利潤	171.9	(30.2)	(54.4)	(62.9)	(12.6)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	55.8	55.5	50.0	71.4	90.0
稅前利率	112.7	85.3	73.1	77.2	93.9
淨利潤率	65.6	50.5	41.3	49.2	68.8
核心淨利潤率	20.7	30.4	23.3	49.2	68.8
有效稅率	41.5	40.4	43.5	35.5	25.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	36.9	36.2	35.8	129.4	230.0
平均應付帳款周轉天數	682.8	511.8	442.2	1,432.2	6,095.0
平均存貨周轉天數	856.1	522.6	473.0	879.4	3,795.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	2.5	16.7	14.2	12.2	15.7
回報率 (%)					
資本回報率	34.5	19.7	8.4	2.9	2.4
資產回報率	13.1	9.5	4.2	1.5	1.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.051	1.492	0.641	0.240	0.210
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	7.72	8.23	8.70

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: 香港中環夏愨道 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(1)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。