

中国海外(688 HK, HK\$23.7, 目标价: HK\$27.7, 买入) — 中国房地产市场的火车头

- ❖ **投资中国房地产的代名词。**因为上市时间超过 20 年、为恒生指数成份股、中国房地产市场的领导者、大市值及成交量活跃，当投资者认为中国房地产市场向好，便会买入中国海外股份。
- ❖ **4,140 万平方米的应占权益土地储备。**中国海外在 2014 年新进入太原市，目前公司投资包括港澳在内的 32 个中国城市。包括中海宏洋(81 HK)，中国海外的总土地储备及应占权益的土地储备分别为 5,200 万平方米及 4,140 万平方米。位于一线城市及二线城市的土地储备分别占总应占权益的土地储备 9.7% 及 79.5%。
- ❖ **购入母公司的地产业务。**中国海外的母公司中国建筑股份有限公司(601668 HK)计划将房地产业务注入中国海外，以减少两家公司房地产业务的内部竞争。2014 年 1 月，中国海外与中国建筑股份有限公司签订管理服务合约，至 2016 年 12 月 31 日止为期 3 年，管理中国建筑股份有限公司 24 家从事房地产业务的附属公司。
- ❖ **2014 年销售平稳。**2014 年合同销售面积及金额分别上升 1.8% 至 940 万平方米及 1.7% 至 1,408 亿港元。我们预期中国在 2015 年会减息两次，可刺激 2015 年物业销售，但房屋库存为中国房地产市场的不明朗因素，所以我们预期中国海外 2015 年的销售会增加 10% 至 1,550 亿港元。截至 2014 年底，我们估计约 895 亿港元的物业已预售仍待入账。
- ❖ **持续的增长。**因为销售增长放缓及毛利率收窄，未来盈利增长目标可能由以往的 20% 减少至 15%。我们相信最近的政策放宽将有利大型房地产商，所以我们相信中国海外未来仍享有持续的增长，我们预计 2014-16 年纯利分别为 246 亿港元、255 亿港元及 305 亿港元。
- ❖ **给中国海外首发的买入评级。**我们预计中国海外的 2015 年底的每股资产净值为 27.7 港元，其股价相等于 2015 年市盈率 7.6 倍或较每股资产净值折让 14.4%。虽然中国海外的估值较同业高，我们相信中国海外的领先地位令其估值较其他同业享有溢价。我们首次覆盖中国海外及给予买入评级，目标价为 27.7 港元，相等于每股资产净值。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万港元)	64,581	82,469	107,128	124,964	147,579
净利润 (百万港元)	18,722	23,044	24,551	25,507	30,460
每股收益 (港元)	2.29	2.82	3.00	3.12	3.73
每股收益变动 (%)	21.1	23.1	6.5	3.9	19.4
市盈率(x)	10.3	8.4	7.9	7.6	6.4
市帐率(x)	2.2	1.8	1.5	1.3	1.1
股息率 (%)	1.7	2.0	2.2	2.4	2.6
权益收益率 (%)	21.5	21.0	18.8	16.9	17.2
净财务杠杆率 (%)	20.5	28.2	32.3	24.4	22.1

来源: 公司及招銀国际研究部

中国海外 (688 HK)

评级	买入
收市价	HK\$23.7
目标价	HK\$27.7
市值 (港币百万)	193,723
过去 3 月平均交易 (港币百万)	595
52 周高/低 (港币)	26.7/17.52
发行股数 (百万)	8,174
主要股东	中建总(53.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-7.1%	-10.7%
3 月	6.1%	1.7%
6 月	2.2%	1.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	64,581	82,469	107,128	124,964	147,579
物业发展	61,407	78,615	102,592	120,033	141,639
物业投资	585	858	1,205	1,391	2,030
物业管理	1,326	1,768	1,980	2,100	2,350
其他	1,263	1,228	1,350	1,440	1,560
销售成本	(39,855)	(55,647)	(73,620)	(85,734)	(100,365)
毛利	24,725	26,822	33,508	39,230	47,215
销售费用	(842)	(1,247)	(1,607)	(1,874)	(2,214)
行政费用	(1,194)	(1,570)	(2,143)	(2,374)	(2,656)
其他收益	731	904	686	727	764
息税前收益	23,420	24,909	30,444	35,708	43,108
融资成本	(286)	(290)	(377)	(426)	(451)
联营公司	2,637	3,773	2,486	1,630	2,015
特殊收入	3,651	4,896	2,956	-	-
税前利润	29,422	33,289	35,509	36,911	44,672
所得税	(10,590)	(10,110)	(10,850)	(11,214)	(14,153)
非控制股东权益	(110)	(135)	(108)	(190)	(59)
净利润	18,722	23,044	24,551	25,507	30,460
核心净利润	15,802	20,424	22,321	25,507	30,460

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	49,557	55,307	62,453	67,638	74,323
物业、厂房及设备	1,138	1,528	1,550	1,580	1,600
投资物业	23,657	32,532	39,500	44,000	50,000
联营公司	22,510	18,774	18,880	19,500	20,000
可供出售投资	18	19	19	19	19
无形资产	109	109	109	109	109
已抵押银行存款	51	68	75	80	95
其他	2,074	2,277	2,320	2,350	2,500
流动资产	180,268	241,216	279,570	294,344	335,228
现金及现金等价物	40,880	41,411	52,180	50,455	60,338
应收贸易款项	6,437	7,953	9,000	9,800	10,500
关连款项	6,091	5,728	6,500	7,200	7,500
存货	125,917	184,234	210,000	225,000	255,000
其他	941	1,890	1,890	1,890	1,890
流动负债	83,975	110,928	128,500	117,200	128,900
借债	5,546	3,303	20,000	3,000	5,000
应付贸易账款	58,239	84,140	83,000	90,000	98,500
应付税项	15,018	16,357	15,500	15,800	16,400
关连款项	5,173	7,128	10,000	8,400	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	58,292	74,544	80,900	91,080	101,300
借债	53,243	69,397	75,000	85,000	95,000
递延税项	3,031	4,566	5,200	5,400	5,700
其他	2,018	582	700	680	600
少数股东权益	313	1,080	2,350	2,500	2,675
净资产总值	87,244	109,971	130,273	151,202	176,676
股东权益	87,244	109,971	130,273	151,202	176,676

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	23,420	24,909	30,444	35,708	43,108
折旧和摊销	53	109	153	155	158
营运资金变动	(8,283)	(25,202)	(24,540)	(14,300)	(28,700)
税务开支	(8,153)	(9,741)	(11,073)	(10,714)	(13,253)
其他	13	(162)	(6,383)	140	(48)
经营活动所得现金净额	7,050	(10,086)	(11,399)	10,989	1,265
购置固定资产	(1,690)	(5,381)	130	125	138
联营公司	2,912	3,677	723	(77)	172
其他	283	643	(43)	(30)	(150)
投资活动所得现金净额	1,506	(1,061)	811	18	160
股份发行	-	0	-	-	-
净银行借贷	16,149	13,636	22,300	(7,000)	12,000
股息	(3,100)	(3,567)	(4,005)	(4,332)	(4,741)
其他	452	1,089	2,101	(2,300)	300
融资活动所得现金净额	13,501	11,158	20,396	(13,632)	7,559
现金增加净额	22,056	11	9,808	(2,626)	8,984
年初现金及现金等价物	17,841	39,879	40,875	51,583	49,857
汇兑	(18)	985	900	900	900
年末现金及现金等价物	39,880	40,875	51,583	49,858	59,741
抵押现金	(1,001)	(535)	(596)	(596)	(596)
年末资产负债表现金及现金等价物	40,880	41,411	52,180	50,454	60,337

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
物业发展	95.1	95.3	95.8	96.1	96.0
物业投资	0.9	1.0	1.1	1.1	1.4
物业管理	2.1	2.1	1.8	1.7	1.6
其他	2.0	1.5	1.3	1.2	1.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	38.3	32.5	31.3	31.4	32.0
税前利率	45.6	40.4	33.1	29.5	30.3
息税前收益	29.0	27.9	22.9	20.4	20.6
核心净利润率	24.5	24.8	20.8	20.4	20.6
有效税率	36.0	30.4	30.6	30.4	31.7

增长 (%)

收入	25.8	27.7	29.9	16.6	18.1
毛利	19.6	8.5	24.9	17.1	20.4
净利润率	14.7	6.4	22.2	17.3	20.7
净利润	21.1	23.1	6.5	3.9	19.4
核心净利润	17.5	29.2	9.3	14.3	19.4

资产负债比率

流动比率 (x)	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6
平均应收账款周转天数	36.4	35.2	30.7	28.6	26.0
平均应付账款周转天数	533.4	551.9	411.5	383.2	358.2
平均存货周转天数	1,153.2	1,208.4	1,041.2	957.9	927.4
净负债/ 总权益比率 (%)	20.5	28.2	32.3	24.4	22.1

回报率 (%)

资本回报率	21.5	21.0	18.8	16.9	17.2
资产回报率	8.1	7.8	7.2	7.0	7.4

每股数据

每股盈利(港元)	2.29	2.82	3.00	3.12	3.73
每股股息(港元)	0.41	0.47	0.52	0.56	0.61
每股账面值(港元)	10.7	13.5	15.9	18.5	21.6

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。