

中國海外(688 HK, HK\$23.55, 目標價: HK\$30.12, 買入) — 428 億港元的併購

- ❖ **基礎盈利增長 17%**。2014 年營業額及純利分別增加 45.5% 至 1,200 億港元及 20.1% 至 277 億港元。扣除投資物業重估，基礎盈利上升 16.7% 至 238 億港元，實際的基礎盈利較我們預期的 223 億港元高 6.8%。受惠於交付面積增加 25.7% 至 679 萬平方米及確認均價上升 17.6% 至每平方米 17,121 港元，2014 年物業銷售的營業額增加 47.9% 至 1,163 億港元，相等於總營業額的 96.9%。2014 年總毛利率平穩維持於 32.7%。
- ❖ **落實收購計劃**。中國海外宣佈與母公司簽訂購買若干物業資產合約，該等物業位於北京、上海及其他 9 個國內城市，以及英國倫敦。總建築面積為 1,090 萬平方米，代價為 428 億港元，公司將發行 16.8 億新股以支付與母公司，發行價為每股 25.38 港元。收購完成後，中海集團於中國海外的持股量將由現在的 53.2% 上升至 61.2%。因為法規的因素，公司並沒有透露收購項目的詳細內容。大部份項目的土地於 2010-12 年購入，我們相信土地價格在過去數年已經上升，管理層表示項目的淨值以成本人民幣 338 億元(或 428 億港元)計算。
- ❖ **2015 年銷售目標增加 20%**。2014 年合同銷售金額及面積分別上升 1.7% 至 1,408 億港元及 1.8% 至 940 萬平方米。截至 2014 年底，約 653 億港元的物業已預售仍待入賬。以 2,100 億港元的可售資源考慮，中國海外定下 2015 年的銷售目標為 1,680 億港元
- ❖ **4,090 萬平方米的應佔權益土地儲備**。中國海外在 2014 年新收購 17 幅約 904 萬平方米的新土地儲備，總土地成本為人民幣 383 億元。公司新進入鄭州及太原市。在 2015 年首季，公司再購入 2 幅共 163 萬平方米的土地。目前公司投資包括港澳在內的 47 個中國城市。中國海外的應佔權益土地儲備為 4,090 萬平方米。公司於 2014 年的物業竣工量為 1,080 萬平方米，預計 2015 年竣工量為 1,200 萬平方米。
- ❖ **目標價較每股資產淨值溢價 15%**。我們分別上調 2015 及 2016 年盈利預測 9.5% 至 279 億港元及 6.1% 至 323 億港元。不過，我們下調 2015 年底的資產淨值預測由 27.7 港元至 26.19 港元。雖然我們沒有收購項目的詳細內容，但我們相信是項收購資產可增加資產淨值。因此我們將目標價由 27.7 港元上升至 30.12 港元，即較 2015 年底的資產淨值出現 15% 溢價，升值潛力為 27.9%。評級重申為「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17
營業額 (百萬港元)	82,469	119,997	137,302	158,107	183,182
淨利潤 (百萬港元)	23,044	27,680	27,928	32,310	37,114
每股收益 (港元)	2.82	3.39	3.42	3.95	4.54
每股收益變動 (%)	23.1	20.1	0.9	15.7	14.9
市盈率(x)	8.4	7.0	6.9	6.0	5.2
市帳率(x)	1.8	1.4	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	2.0	2.3	2.7	3.0	3.3
權益收益率 (%)	21.0	20.8	17.9	17.7	17.4
淨財務槓杆率 (%)	28.2	31.7	27.0	27.1	26.1

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\$23.55
目標價	HK\$30.12
市值 (港幣百萬)	192,497
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	539
52 周高/低 (港幣)	26.7/17.66
發行股數 (百萬)	8,174
主要股東	中建總(53.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.6%	-1.2%
3 月	7.5%	2.4%
6 月	10.6%	8.2%

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	82,469	119,997	137,302	158,107	183,182
物業發展	78,615	116,254	133,110	153,077	177,569
物業投資	858	1,185	1,391	2,030	2,363
其他	2,997	2,558	2,800	3,000	3,250
銷售成本	(55,647)	(80,759)	(94,007)	(107,307)	(124,254)
毛利	26,822	39,238	43,295	50,801	58,928
銷售費用	(1,247)	(1,676)	(2,060)	(2,372)	(2,748)
行政費用	(1,570)	(1,894)	(2,609)	(2,846)	(3,297)
其他收益	904	1,578	720	712	696
息稅前收益	24,909	37,245	39,346	46,295	53,579
融資成本	(290)	(346)	(437)	(463)	(487)
聯營公司	3,773	1,599	1,630	2,015	2,015
特殊收入	4,896	5,169	-	-	-
稅前利潤	33,289	43,667	40,539	47,847	55,107
所得稅	(10,110)	(15,462)	(12,361)	(15,214)	(17,573)
非控制股東權益	(135)	(525)	(250)	(323)	(420)
淨利潤	23,044	27,680	27,928	32,310	37,114
核心淨利潤	20,424	23,830	27,928	32,310	37,114

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	55,307	66,916	71,638	77,323	85,873
物業、廠房及設備	1,528	1,502	1,580	1,600	1,650
投資物業	32,532	44,755	48,000	53,000	60,000
聯營公司	18,774	17,623	19,500	20,000	21,500
可供出售投資	19	21	19	19	19
無形資產	109	109	109	109	109
已抵押銀行存款	68	67	80	95	95
其他	2,277	2,839	2,350	2,500	2,500
流動資產	241,216	284,021	310,954	339,377	378,815
現金及現金等價物	41,411	51,215	49,864	49,487	46,275
應收貿易款項	7,953	13,252	12,000	10,500	12,850
關連款項	5,728	5,949	7,200	7,500	7,800
存貨	184,234	211,581	240,000	270,000	310,000
其他	1,890	2,024	1,890	1,890	1,890
流動負債	110,928	135,910	131,900	128,900	142,800
借債	3,303	22,542	8,000	5,000	5,000
應付貿易賬款	84,140	83,680	95,500	98,500	112,000
應付稅項	16,357	20,418	20,000	16,400	16,800
關連款項	7,128	9,270	8,400	9,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	74,544	78,219	91,080	101,300	104,450
借債	69,397	71,990	85,000	95,000	98,000
遞延稅項	4,566	5,490	5,400	5,700	5,850
其他	582	739	680	600	600
少數股東權益	1,080	3,474	3,500	3,800	4,000
淨資產總值	109,971	133,334	156,112	182,700	213,438
股東權益	109,971	133,334	156,112	182,700	213,438

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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	24,909	37,245	39,346	46,295	53,579
折舊和攤銷	109	153	150	158	160
營運資金變動	(25,202)	(18,541)	(31,999)	(32,000)	(38,850)
稅務開支	(9,741)	(10,477)	(12,869)	(18,514)	(17,023)
其他	(162)	(20,586)	12,285	637	2,007
經營活動所得現金淨額	(10,086)	(12,206)	6,914	(3,423)	(127)
購買固定資產	(5,381)	178	73	138	110
聯營公司	3,677	1,683	(1,332)	172	(828)
其他	643	(562)	489	(150)	-
投資活動所得現金淨額	(1,061)	1,299	(771)	160	(718)
股份發行	0	-	-	-	-
淨銀行借貸	13,636	21,833	(1,532)	7,000	3,000
股息	(3,567)	(4,005)	(4,741)	(5,313)	(5,967)
其他	1,089	1,922	(2,122)	300	(300)
融資活動所得現金淨額	11,158	19,750	(8,395)	1,987	(3,267)
現金增加淨額	11	8,843	(2,251)	(1,277)	(4,112)
年初現金及現金等價物	39,880	40,876	50,619	49,268	48,891
匯兌	985	900	900	900	900
年末現金及現金等價物	40,876	50,619	49,267	48,891	45,679
抵押現金	(535)	(596)	(596)	(596)	(596)
年末資產負債表現金及現金等價物	41,411	51,215	49,864	49,487	46,275

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	95.3	96.9	96.9	96.8	96.9
物業投資	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3
其他	3.6	2.1	2.0	1.9	1.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.5	32.7	31.5	32.1	32.2
稅前利率	40.4	36.4	29.5	30.3	30.1
息稅前收益	27.9	23.1	20.3	20.4	20.3
核心淨利潤率	24.8	19.9	20.3	20.4	20.3
有效稅率	30.4	35.4	30.5	31.8	31.9
增長 (%)					
收入	27.7	45.5	14.4	15.2	15.9
毛利	8.5	46.3	10.3	17.3	16.0
淨利潤率	6.4	49.5	5.6	17.7	15.7
淨利潤	23.1	20.1	0.9	15.7	14.9
核心淨利潤	29.2	16.7	17.2	15.7	14.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.2	2.1	2.4	2.6	2.7
平均應收賬款周轉天數	35.2	40.3	31.9	24.2	25.6
平均應付賬款周轉天數	551.9	378.2	370.8	335.0	329.0
平均存貨周轉天數	1,208.4	956.3	931.8	918.4	910.6
淨負債/總權益比率 (%)	28.2	31.7	27.0	27.1	26.1
回報率 (%)					
資本回報率	21.0	20.8	17.9	17.7	17.4
資產回報率	7.8	7.9	7.3	7.8	8.0
每股數據					
每股盈利 (港元)	2.82	3.39	3.42	3.95	4.54
每股股息 (港元)	0.47	0.55	0.63	0.70	0.78
每股賬面值 (港元)	13.5	16.3	19.1	22.4	26.1

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士。