

中国海外(688 HK, HK\$23.0, 目标价: HK\$29.8, 买入) — 持续的盈利动力

- ❖ **中期纯利增加 20%。**2015 上半年的营业额增加 19.5%至 648 亿港元。41 个共 530 万平方米的物业项目在期内竣工，其中 76.8%的面积已出售及入账，来自物业发展业务的营业额增加 19.2%至 625 亿港元。毛利率维持在 32.2%，经营利润率轻微下跌 0.3 个百分点至 30.4%。期内录取了 35.5 亿港元的投资物业重估收益，纯利上升 20.1%至 163 亿港元。扣除投资物业重估收益，经常性利润增加 20.3%至 136 亿港元。
- ❖ **调高全年销售目标至 1,800 亿港元。**2015 年 1-7 月的物业销售金额及面积分别增加 16.4%至 959 亿港元及 29.6%至 657 万平方米。中国海外对销售进度具信心及决定将 2015 年全年销售目标由 1,680 亿港元上调至 1,800 亿港元。至 7 月底，公司完成 53.3%全年销售目标。
- ❖ **健康的负债水平。**受惠于来自注资的资本扩张及良好的现金回收率，2015 年中的净负债比率下跌至 13.4%，财务成本为 4.3%。公司在 7 月份成功发行 4 年期 1.75%息率共 6 亿欧元的债券，利息成本将可进一步降低。截至 2015 年 6 月，总借贷金额为 1,040 亿港元，其中 47%为美元债务及 32%为港元债务，管理层相信外汇风险可控。此外，1 年内到期的债务总额为 100 亿港元及占总借贷 9.9%。公司手持现金 786 亿港元，足可进行收购。
- ❖ **2015 上半年新增 226 万平方米土地储备。**除了 890 万平方米的资产注入外，中国海外在 2015 上半年购入了 5 幅共 226 万平方米的土地。截至 2015 年 6 月，总土地储备及应占权益土地储备分别为 4,409 万平方米及 4,074 万平方米。中国海外在 2015 下半年将加快土地收购，以完成全年 1,000 万平方米土地收购的目标。
- ❖ **分拆物业管理公司。**中国海外计划将物业管理业务分拆上市及将股份派给股东，所以中国海外的股东可直接受惠。此外，约 515 万平方米或值 924 亿港元的物业已预售仍待入账，未来盈利具可观性。我们上升 2015 年盈利预测 9.4%以反映投资物业重估。我们将 2015 年底的每股资产净值预测由 27.85 港元轻微下调至 27.09 港元。因为盈利增长、低负债及即将发生的分拆，我们认为中国海外目标价可以 10%的每股资产净值溢价来计算，我们将目标价由 33.42 港元下调至 29.8 港元，评级维持为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17
营业额 (百万港元)	82,469	119,997	147,627	169,911	196,802
净利润 (百万港元)	23,044	27,680	33,049	34,843	39,950
每股收益 (港元)	2.82	3.39	3.61	3.53	4.05
每股收益变动 (%)	23.1	20.1	6.6	(2.1)	14.7
市盈率(x)	8.2	6.8	6.4	6.5	5.7
市帐率(x)	2.1	1.4	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.0	2.4	2.6	2.9	3.3
权益收益率 (%)	21.0	20.8	16.2	15.0	15.1
净财务杠杆率 (%)	28.2	31.7	13.6	19.9	21.1

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\$23.0
目标价	HK\$29.8
市值 (港币百万)	226,793
过去 3 月平均交易 (港币百万)	581
52 周高/低 (港币)	34.05/19.8
发行股数 (百万)	9,861
主要股东	中建总(61.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-14.4%	-7.3%
3 月	-20.2%	-6.2%
6 月	-4.2%	1.2%

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	82,469	119,997	147,627	169,911	196,802
物业发展	78,615	116,254	142,992	164,441	190,751
物业投资	858	1,185	1,835	2,470	2,801
其他	2,997	2,558	2,800	3,000	3,250
销售成本	(55,647)	(80,759)	(100,835)	(115,100)	(133,284)
毛利	26,822	39,238	46,792	54,811	63,519
销售费用	(1,247)	(1,676)	(2,214)	(2,549)	(2,952)
行政费用	(1,570)	(1,894)	(2,510)	(3,058)	(3,542)
其他收益	904	1,578	834	835	781
息税前收益	24,909	37,245	42,901	50,039	57,805
融资成本	(290)	(346)	(485)	(485)	(523)
联营公司	3,773	1,599	1,630	2,015	2,015
特殊收入	4,896	5,169	3,551	-	-
税前利润	33,289	43,667	47,597	51,569	59,297
所得税	(10,110)	(15,462)	(14,048)	(16,376)	(18,896)
非控制股东权益	(135)	(525)	(500)	(350)	(450)
净利润	23,044	27,680	33,049	34,843	39,950
核心净利润	20,424	23,830	30,386	34,843	39,950

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	55,307	78,506	89,138	92,823	96,373
物业、厂房及设备	1,528	1,525	1,580	1,600	1,650
投资物业	32,532	54,921	65,000	68,000	70,000
联营公司	18,774	18,868	20,000	20,500	22,000
可供出售投资	19	48	19	19	19
无形资产	109	109	109	109	109
已抵押银行存款	68	67	80	95	95
其他	2,277	2,968	2,350	2,500	2,500
流动资产	241,216	331,658	351,945	396,717	443,452
现金及现金等价物	41,411	59,848	66,545	60,117	54,452
应收贸易款项	7,953	29,863	25,000	27,000	29,000
关连款项	5,728	7,465	7,200	7,500	7,800
存货	184,234	232,001	250,000	300,000	350,000
其他	1,890	2,480	3,200	2,100	2,200
流动负债	110,928	189,084	141,400	152,400	166,800
借债	3,303	22,542	10,000	12,000	13,000
应付贸易账款	84,140	100,517	105,500	115,000	128,000
应付税项	16,357	21,116	17,500	16,400	16,800
关连款项	7,128	44,909	8,400	9,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	74,544	82,523	91,080	101,300	104,450
借债	69,397	74,816	85,000	95,000	98,000
递延税项	4,566	6,385	5,400	5,700	5,850
其他	582	1,322	680	600	600
少数股东权益	1,080	4,886	5,000	4,000	4,180
净资产总值	109,971	133,670	203,603	231,840	264,395
股东权益	109,971	133,670	203,603	231,840	264,395

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	24,909	37,245	42,901	50,039	57,805
折旧和摊销	109	115	153	158	160
营运资金变动	(25,202)	(35,181)	(15,702)	(49,000)	(49,000)
税务开支	(9,741)	(11,124)	(18,650)	(17,176)	(18,346)
其他	(162)	13,013	40,614	2,024	6,737
经营活动所得现金净额	(10,086)	4,069	49,316	(13,956)	(2,644)
购置固定资产	(5,381)	(5,342)	98	138	110
联营公司	3,677	2,439	(560)	172	(828)
其他	643	496	618	(150)	-
投资活动所得现金净额	(1,061)	(2,407)	156	160	(718)
股份发行	0	2	-	-	-
净银行借贷	13,636	21,819	(2,358)	12,000	4,000
股息	(3,567)	(4,048)	(4,692)	(5,833)	(6,902)
其他	1,089	(1,351)	(36,243)	300	(300)
融资活动所得现金净额	11,158	16,421	(43,293)	6,467	(3,202)
现金增加净额	11	18,083	6,178	(7,329)	(6,565)
年初现金及现金等价物	39,880	40,876	58,871	65,949	59,520
汇兑	985	(88)	900	900	900
年末现金及现金等价物	40,876	58,870	65,949	59,520	53,855
抵押现金	(535)	(977)	(596)	(596)	(596)
年末资产负债表现金及现金等价物	41,411	59,848	66,545	60,117	54,451

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售组合 (%)					
物业发展	95.3	96.9	96.9	96.8	96.9
物业投资	1.0	1.0	1.2	1.5	1.4
其他	3.6	2.1	1.9	1.8	1.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	32.5	32.7	31.7	32.3	32.3
税前利率	40.4	36.4	32.2	30.4	30.1
息税前收益	27.9	23.1	22.4	20.5	20.3
核心净利润率	24.8	19.9	20.6	20.5	20.3
有效税率	30.4	35.4	29.5	31.8	31.9

增长 (%)

收入	27.7	45.5	23.0	15.1	15.8
毛利	8.5	46.3	19.3	17.1	15.9
净利润率	6.4	49.5	15.2	16.6	15.5
净利润	23.1	20.1	19.4	5.4	14.7
核心净利润	29.2	16.7	27.5	14.7	14.7

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	1.8	2.5	2.6	2.7
平均应收账款周转天数	35.2	90.8	61.8	58.0	53.8
平均应付帐款周转天数	551.9	454.3	381.9	364.7	350.5
平均存货周转天数	1,208.4	1,048.6	904.9	951.3	958.5
净负债/ 总权益比率 (%)	28.2	27.1	13.6	19.9	21.1

回报率 (%)

资本回报率	21.0	20.7	16.2	15.0	15.1
资产回报率	7.8	6.7	7.5	7.1	7.4

每股数据

每股盈利 (港元)	2.82	3.39	3.61	3.53	4.05
每股股息 (港元)	0.47	0.55	0.60	0.67	0.75
每股账面值 (港元)	11.2	16.4	20.6	23.5	26.8

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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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責任。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，请与我们联络。

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人士。