

中国海外(688 HK, HK\$26.15, 目标价: HK\$31.55, 买入) — 并购为新常态

- ❖ **基本盈利增长 20%**。中国海外 2015 年营业额及纯利分别增加 6.9% 至 1,481 亿港元及 22.5% 至 333 亿港元；扣除投资物业重估，基本盈利增加 20.3% 至 276 亿港元，较我们预期的 304 亿元低 9.3%。2015 年毛利率维持为 28%。虽然中国海外在 2015 年录取予 11.6 亿港元的汇兑损失(资本化后)，在分拆物业管理业务后获得 25 亿元的收益，可抵消汇兑损失的影响。
- ❖ **收购中信物业组合**。在 2015 年 5 月收购了母公司的 1,000 万平方米的物业后，中国海外在 2016 年 3 月宣布向中信股份有限公司(267 HK) 收购中信物业组合，总收购代价为 371 亿港元，其中的 297 亿港元会以每股 27.13 港元发行 10.96 亿股新股予中信股份，禁售期为 2 年；余下的 73.6 亿港元将以物业转让予中信股份。中信物业组合的总楼面面积为 2,400 万平方米，分布国内 25 个城市。因为两家公司都是大型的国企，中国海外相信这项收购是双赢的方案。
- ❖ **2015 年销售强劲**。受惠于收购母公司的资产，中国海外在 2015 年的物业销售金额及面积分别增加 28.3% 至 1,810 亿港元及 34.1% 至 1,260 万平方米，至 2015 年底，约 862 亿港元或 478 万平方米的物业已预售仍待入账。以 2,600 亿港元的可售资源(未计算中信物业组合的贡献)及 70% 的销售比，中国海外初步定下 2016 年全年销售目标 1,850 亿港元。收购中信物业组合的交易预计在今年 8 月完成，我们相信届时会将全年销售目标调高。
- ❖ **2015 年新增 596 万平方米土地储备**。除了 1,000 万平方米的资产注入外，中国海外在 2015 年购入了 17 幅位于国内 13 个城市共 596 万平方米的土地储备。截至 2015 年底，不计算中海宏洋(81 HK)，中国海外总土地储备及应占权益土地储备分别为 4,140 万平方米及 3,850 万平方米。除了内生增长，中国海外未来会以更多的并购的方式来加快增长。
- ❖ **手持大量现金**。中国海外于 2015 年末手持现金 1,024 亿港元，同期的净负债比率为 6.6%，我们相信中国海外是香港最富有的房地产公司之一，将有利未来收购。在考虑中信物业组合的收购后，我们推出 2016 年底的每股资产净值为 28.68 港元。因为低负债及未来发生的收购，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 29.8 港元上升至 31.55 港元，评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万港元)	119,997	148,074	170,419	200,794	232,606
净利润(百万港元)	27,680	33,312	32,683	40,147	48,487
每股收益(港元)	3.39	3.61	3.20	3.66	4.43
每股收益变动(%)	20.1	6.6	(2.1)	14.7	14.7
市盈率(x)	7.9	7.2	8.2	7.1	5.9
市帐率(x)	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	2.1	2.3	2.5	2.8	3.5
权益收益率(%)	20.8	17.4	13.2	14.4	15.3
净财务杠杆率(%)	31.7	6.6	14.3	16.2	12.6

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\$26.15
目标价	HK\$31.55
市值(港币百万)	257,854
过去 3 月平均交易(港币百万)	581
52 周高/低(港币)	33.64/20.45
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	13.8%	6.1%
3 月	-1.3%	4.7%
6 月	12.4%	19.8%

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	138,505	148,074	170,419	200,794	232,606
物业发展	134,022	143,695	165,249	194,994	226,192
物业投资	1,643	1,915	2,470	2,801	3,164
其他	2,839	2,465	2,700	3,000	3,250
销售成本	(99,195)	(105,763)	(118,664)	(137,876)	(157,438)
毛利	39,310	42,312	51,755	62,919	75,168
销售费用	(1,933)	(2,182)	(2,556)	(3,012)	(3,489)
行政费用	(2,057)	(2,031)	(2,727)	(3,012)	(3,256)
其他收益	2,651	2,877	1,037	864	835
息税前收益	37,970	40,975	47,509	57,759	69,257
融资成本	(545)	(574)	(529)	(516)	(511)
联营公司	1,261	977	540	740	840
特殊收入	5,637	7,445	-	-	-
税前利润	44,324	48,823	47,520	57,983	69,586
所得税	(16,573)	(14,772)	(14,317)	(17,257)	(20,460)
非控制股东权益	(551)	(739)	(520)	(580)	(640)
净利润	27,200	33,312	32,683	40,147	48,487
核心净利润	22,910	27,562	32,683	40,147	48,487

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	78,506	85,686	105,306	108,656	113,806
物业、厂房及设备	1,525	1,350	1,500	1,650	1,800
投资物业	54,921	64,224	68,000	70,000	73,000
联营公司	18,868	17,005	18,800	20,000	22,000
可供出售投资	48	31	31	31	31
无形资产	109	65	13,975	13,975	13,975
已抵押银行存款	67	-	-	-	-
其他	2,968	3,011	3,000	3,000	3,000
流动资产	331,658	341,550	383,010	430,799	481,465
现金及现金等价物	59,848	102,446	69,110	64,099	62,465
应收贸易款项	29,863	22,456	25,000	27,000	29,000
关连款项	6,508	6,035	6,800	7,500	7,800
存货	232,001	206,405	280,000	330,000	380,000
其他	3,438	4,208	2,100	2,200	2,200
流动负债	189,084	113,693	132,800	148,000	172,500
借债	22,542	7,269	10,000	12,000	13,000
应付贸易账款	100,517	84,003	98,000	108,500	128,000
应付税项	21,116	18,466	19,800	21,500	22,500
关连款项	44,909	3,955	5,000	6,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	82,523	116,931	103,800	107,400	100,000
借债	74,816	108,187	95,000	98,000	90,000
递延税项	6,385	7,506	7,800	8,400	9,000
其他	1,322	1,238	1,000	1,000	1,000
少数股东权益	4,886	5,055	4,500	4,800	5,000
净资产总值	133,670	191,558	247,216	279,255	317,771
股东权益	133,670	191,558	247,216	279,255	317,771

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)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	37,970	40,975	47,509	57,759	69,257
折旧和摊销	115	153	135	150	165
营运资金变动	(35,181)	24,945	(72,647)	(47,500)	(48,500)
税务开支	(11,124)	(16,302)	(12,689)	(14,957)	(18,860)
其他	12,288	16,909	21,077	1,404	9,625
经营活动所得现金净额	4,069	66,679	(16,614)	(3,143)	11,688
购置固定资产	(5,342)	327	(15)	-	15
联营公司	2,439	2,205	(1,614)	(953)	(1,720)
其他	496	(43)	11	-	-
投资活动所得现金净额	(2,407)	2,489	(1,618)	(953)	(1,705)
股份发行	2	-	-	-	-
净银行借贷	21,819	18,098	(10,456)	5,000	(7,000)
股息	(4,048)	(4,706)	(5,828)	(7,114)	(8,217)
其他	(1,351)	(40,482)	281	300	2,700
融资活动所得现金净额	16,421	(27,089)	(16,004)	(1,814)	(12,517)
现金增加净额	18,083	42,079	(34,236)	(5,911)	(2,534)
年初现金及现金等价物	40,876	58,871	101,850	68,514	63,503
汇兑	(88)	900	900	900	900
年末现金及现金等价物	58,871	101,849	68,514	63,503	61,869
抵押现金	(977)	(596)	(596)	(596)	(596)
年末资产负债表现金及现金等价物	59,848	102,446	69,110	64,099	62,465

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	96.8	97.0	97.0	97.1	97.2
物业投资	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
其他	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.4	28.6	30.4	31.3	32.3
税前利率	32.0	33.0	27.9	28.9	29.9
息税前收益	19.6	22.5	19.2	20.0	20.8
核心净利润率	16.5	18.6	19.2	20.0	20.8
有效税率	37.4	30.3	30.1	29.8	29.4
增长 (%)					
收入	67.9	6.9	15.1	17.8	15.8
毛利	46.6	7.6	22.3	21.6	19.5
净利润率	52.4	7.9	15.9	21.6	19.9
净利润	18.0	22.5	(1.9)	22.8	20.8
核心净利润	12.2	20.3	18.6	22.8	20.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	3.0	2.9	2.9	2.8
平均应收账款周转天数	78.7	55.4	53.5	49.1	45.5
平均应付帐款周转天数	369.9	289.9	301.4	287.2	296.8
平均存货周转天数	853.7	712.3	861.3	873.6	881.0
净负债/ 总权益比率 (%)	27.1	6.6	14.3	16.2	12.6
回报率 (%)					
资本回报率	20.3	17.4	13.2	14.4	15.3
资产回报率	6.6	7.8	6.7	7.4	8.1
每股数据					
每股盈利 (港元)	3.33	3.61	3.20	3.66	4.43
每股股息 (港元)	0.55	0.61	0.66	0.74	0.91
每股账面值 (港元)	16.4	19.4	22.6	25.5	29.0

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人士。