

# 中海地产 (688 HK)

## 憧憬公司派发上市 25 周年特别息

❖ **上半年净利润增长 25%。**2017 上半年，公司收入增长 6.5%至 858 亿港元，毛利率由去年同期的 28.8%提升至 31.0%。此外，公司收购合营公司共录得 24.6 亿港元的权益价值重估以及收购附属公司时产生的收益。上半年公司净利润为 217 亿港元，增长 25.2%。在剔除投资物业重估后，核心净利润增长 26%至 168 亿港元。公司宣布中期派息每股 35 港仙。

❖ **前 7 个月累计合约销售增长 34%。**2017 年 1-7 月，公司实现合约销售 1,142 亿港元，同比增长 33.5%；销售面积为 885 万平方米，增长 29.4%。基于市场变化以及可售货源的增加，中海将 2017 全年销售目标提高 10%至 2,310 亿港元。截止到今年 7 月，公司已售未结转的面积为 716 万平方米，金额高达 1,274 亿港元，提前锁定了公司未来 12 个月的盈利。

❖ **权益土地储备达 5,058 万平方米。**2017 上半年，中海共 39 个项目(包括合营及联营项目，但不含中海宏洋(81 HK, 买入))竣工，建筑面积共计 549 万平方米。公司中长期仍看好中国房地产市场，今年前 7 个月已累计获得 36 块土地(不含中海宏洋项目)，权益建筑面积合计约 642 万平方米，权益总地价为 422 亿元人民币。截至到 2017 年 7 月，公司总土地储备达 5,998 万平方米，权益储备为 5,058 万平方米。我们预计已有的土地储备将足以支撑公司未来 5 年的发展。

❖ **其中一家最低杠杆的房企。**截至 2017 年 6 月 30 日，中海净财务杠杆率(净负债除以总权益总额)由 2016 年底的 7.3%上升至 15.7%。杠杆率的上升部分是由于收购中信地产导致，但我们相信中海的资产负债表仍处于健康水平。截至今年 6 月 30 日，公司现金余额 1,195 亿港元，足够覆盖 296 亿港元的短期负债。

❖ **上调预测及目标价。**2017 年是中海上市第 25 周年，我们憧憬期末将有每股 25 港仙的特别派息。此外，因为优于预期的利润率以及稳健销售增长，我们分别上调 2017-2019 年的净利润预测 21.8%、16.1%及 9.1%至 384 亿、391 亿和 426 亿港元。考虑到人民币对港元的升值和新购土地情况，我们将 2017 年底的净资产预测由 39.11 港元升至 40.91 港元，因此目标价由 27.37 港元调升至 28.64 港元，相等于 30%的与净资产折让，维持买入评级。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A   | FY16A   | FY17E   | FY18E   | FY19E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额(百万人民币)     | 169,562 | 164,069 | 190,493 | 218,993 | 249,619 |
| 净利润(百万人民币)     | 34,642  | 37,021  | 38,367  | 39,102  | 42,600  |
| EPS(人民币)       | 3.75    | 3.64    | 3.50    | 3.57    | 3.89    |
| EPS 变动(%)      | 12.8    | (3.2)   | (3.7)   | 1.9     | 8.9     |
| 市盈率(x)         | 6.8     | 7.0     | 7.3     | 7.1     | 6.6     |
| 市帐率(x)         | 1.2     | 1.3     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| 股息率(%)         | 2.4     | 3.0     | 4.0     | 3.2     | 3.6     |
| 权益收益率(%)       | 16.5    | 16.7    | 15.4    | 14.0    | 13.6    |
| 净财务杠杆率(%)      | 36.3    | 7.3     | 20.6    | 17.4    | 15.9    |

资料来源：公司及招银国际研究

### 买入 (维持)

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$28.64 |
| (过去目标价) | HK\$27.37 |
| 潜在升幅    | +12.3%    |
| 当前股价    | HK\$25.50 |

### 文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

### 房地产行业

|                |             |
|----------------|-------------|
| 市值(百万港元)       | 279,383     |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 520         |
| 5 周内股价高/低(港元)  | 27.85/20.15 |
| 总股本(百万)        | 10,956      |

资料来源：彭博

### 股东结构

|      |       |
|------|-------|
| 中国建筑 | 55.1% |
| 中信   | 10.0% |
| 自由流通 | 34.9% |

资料来源：彭博

### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -4.8% | -6.0% |
| 3-月 | 10.0% | 3.2%  |
| 6-月 | 5.1%  | -6.6% |

资料来源：彭博

### 股价表现



资料来源：彭博

### 审计师: PwC

公司网站: [www.coli.com.hk](http://www.coli.com.hk)

**利润表**

| 年结：12月31日（百万港元） | FY15A          | FY16A          | FY17E          | FY18E          | FY19E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>       | <b>169,562</b> | <b>164,069</b> | <b>190,493</b> | <b>218,993</b> | <b>249,619</b> |
| 物业发展            | 163,559        | 159,891        | 185,474        | 213,295        | 243,156        |
| 物业投资            | 2,013          | 2,137          | 2,670          | 3,029          | 3,513          |
| 其他              | 3,990          | 2,040          | 2,350          | 2,670          | 2,950          |
| 销售成本            | (123,442)      | (118,425)      | (134,366)      | (152,351)      | (177,245)      |
| <b>毛利</b>       | <b>46,120</b>  | <b>45,643</b>  | <b>56,127</b>  | <b>66,643</b>  | <b>72,374</b>  |
| 销售费用            | (2,843)        | (3,372)        | (3,810)        | (4,336)        | (4,743)        |
| 行政费用            | (3,107)        | (3,180)        | (3,429)        | (3,942)        | (4,343)        |
| 其他收益            | 5,381          | 11,091         | 5,281          | 2,785          | 3,029          |
| <b>息税前收益</b>    | <b>45,551</b>  | <b>50,183</b>  | <b>54,169</b>  | <b>61,150</b>  | <b>66,318</b>  |
| 融资成本            | (2,757)        | (2,056)        | (1,470)        | (1,462)        | (1,569)        |
| 联营公司            | 1,059          | 1,252          | 2,459          | 2,114          | 2,325          |
| 特殊收入            | 7,514          | 7,723          | 3,772          | -              | -              |
| <b>税前利润</b>     | <b>51,367</b>  | <b>57,102</b>  | <b>58,931</b>  | <b>61,803</b>  | <b>67,074</b>  |
| 所得税             | (15,954)       | (18,711)       | (19,914)       | (21,981)       | (23,686)       |
| 非控制股东权益         | (771)          | (1,370)        | (650)          | (720)          | (788)          |
| <b>净利润</b>      | <b>34,642</b>  | <b>37,021</b>  | <b>38,367</b>  | <b>39,102</b>  | <b>42,600</b>  |
| <b>核心净利润</b>    | <b>28,892</b>  | <b>31,371</b>  | <b>35,537</b>  | <b>39,102</b>  | <b>42,600</b>  |

来源：公司及招银国际研究部预测

**资产负债表**

| 年结：12月31日（百万港元） | FY15A          | FY16A          | FY17E          | FY18E          | FY19E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>非流动资产</b>    | <b>107,145</b> | <b>96,376</b>  | <b>131,015</b> | <b>136,015</b> | <b>145,395</b> |
| 物业、厂房及设备        | 5,611          | 4,454          | 4,600          | 4,800          | 5,000          |
| 投资物业            | 65,634         | 67,093         | 94,000         | 98,000         | 105,000        |
| 联营公司            | 25,625         | 20,849         | 28,000         | 29,000         | 31,000         |
| 可供出售投资          | 2,311          | 147            | 150            | 150            | 150            |
| 无形资产            | 65             | 65             | 65             | 65             | 65             |
| 已抵押银行存款         | -              | -              | -              | -              | -              |
| 其他              | 7,900          | 3,768          | 4,200          | 4,000          | 4,180          |
| <b>流动资产</b>     | <b>475,103</b> | <b>474,913</b> | <b>469,805</b> | <b>518,193</b> | <b>567,513</b> |
| 现金及现金等价物        | 122,801        | 157,162        | 115,305        | 130,293        | 142,913        |
| 应收贸易款项          | 27,378         | 23,405         | 27,000         | 29,000         | 32,000         |
| 关连款项            | 15,333         | 18,347         | 13,500         | 12,500         | 11,800         |
| 存货              | 302,336        | 269,428        | 308,000        | 340,000        | 374,000        |
| 其他              | 7,255          | 6,571          | 6,000          | 6,400          | 6,800          |
| <b>流动负债</b>     | <b>185,159</b> | <b>199,604</b> | <b>192,500</b> | <b>202,500</b> | <b>216,800</b> |
| 借债              | 29,584         | 40,286         | 28,000         | 28,000         | 30,500         |
| 应付贸易账款          | 119,777        | 129,958        | 133,000        | 143,000        | 152,500        |
| 应付税项            | 19,217         | 21,888         | 23,500         | 22,500         | 24,000         |
| 关连款项            | 6,303          | 7,206          | 8,000          | 9,000          | 9,800          |
| 其他              | 10,279         | 266            | -              | -              | -              |
| <b>非流动负债</b>    | <b>181,510</b> | <b>144,261</b> | <b>152,880</b> | <b>165,750</b> | <b>177,200</b> |
| 借债              | 171,461        | 133,534        | 140,000        | 152,000        | 163,000        |
| 递延税项            | 8,810          | 9,857          | 12,000         | 12,800         | 13,200         |
| 其他              | 1,238          | 870            | 880            | 950            | 1,000          |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>6,015</b>   | <b>5,175</b>   | <b>6,000</b>   | <b>6,400</b>   | <b>6,720</b>   |
| <b>净资产总值</b>    | <b>209,564</b> | <b>222,248</b> | <b>249,440</b> | <b>279,558</b> | <b>312,188</b> |
| <b>股东权益</b>     | <b>209,564</b> | <b>222,248</b> | <b>249,440</b> | <b>279,558</b> | <b>312,188</b> |

来源：公司及招银国际研究部预测

## 现金流量表

| 年结：12月31日（百万港元）        | FY15A          | FY16A           | FY17E           | FY18E          | FY19E          |
|------------------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 息税前收益                  | 45,551         | 50,183          | 54,169          | 61,150         | 66,318         |
| 折旧和摊销                  | 339            | 357             | 445             | 460            | 480            |
| 营运资金变动                 | 19,618         | 35,087          | (44,869)        | (29,000)       | (32,500)       |
| 税务开支                   | (17,240)       | (15,038)        | (16,160)        | (22,181)       | (21,786)       |
| 其他                     | (5,519)        | (10,049)        | (15,685)        | 6,679          | 218            |
| <b>经营活动所得现金净额</b>      | <b>42,749</b>  | <b>60,540</b>   | <b>(22,099)</b> | <b>17,108</b>  | <b>12,729</b>  |
| 购置固定资产                 | (3,485)        | 3,043           | 300             | 260            | 280            |
| 联营公司                   | 332            | 1,762           | (6,334)         | (295)          | (1,225)        |
| 其他                     | 16             | 10,308          | (432)           | 200            | (180)          |
| <b>投资活动所得现金净额</b>      | <b>(3,138)</b> | <b>15,114</b>   | <b>(6,467)</b>  | <b>165</b>     | <b>(1,125)</b> |
| 股份发行                   | 42,800         | -               | -               | -              | -              |
| 净银行借贷                  | 33,819         | (15,023)        | (5,821)         | 12,000         | 13,500         |
| 股息                     | (7,123)        | (8,193)         | (8,112)         | (11,285)       | (8,984)        |
| 其他                     | (53,799)       | (9,179)         | 5,641           | 2,000          | 1,500          |
| <b>融资活动所得现金净额</b>      | <b>15,697</b>  | <b>(32,394)</b> | <b>(8,291)</b>  | <b>2,715</b>   | <b>6,016</b>   |
| <b>现金增加净额</b>          | <b>55,308</b>  | <b>43,259</b>   | <b>(36,857)</b> | <b>19,988</b>  | <b>17,620</b>  |
| 年初现金及现金等价物             | 69,667         | 120,047         | 154,983         | 113,126        | 128,114        |
| 汇兑                     | (4,928)        | (8,324)         | (5,000)         | (5,000)        | (5,000)        |
| 年末现金及现金等价物             | 120,048        | 154,983         | 113,126         | 128,114        | 140,734        |
| 抵押现金                   | (2,753)        | (2,178)         | (2,178)         | (2,178)        | (2,178)        |
| <b>年末资产负债表现金及现金等价物</b> | <b>122,801</b> | <b>157,161</b>  | <b>115,304</b>  | <b>130,292</b> | <b>142,912</b> |

来源：公司及招银国际研究部预测

## 主要比率

| 年结：12月31日      | FY15A        | FY16A        | FY17E        | FY18E        | FY19E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合（%）</b> |              |              |              |              |              |
| 物业发展           | 96.5         | 97.5         | 97.4         | 97.4         | 97.4         |
| 物业投资           | 1.2          | 1.3          | 1.4          | 1.4          | 1.4          |
| 其他             | 2.4          | 1.2          | 1.2          | 1.2          | 1.2          |
| <b>总额</b>      | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |

## 盈利能力比率（%）

|        |      |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|------|
| 毛利率    | 27.2 | 27.8 | 29.5 | 30.4 | 29.0 |
| 税前利率   | 30.3 | 34.8 | 30.9 | 28.2 | 26.9 |
| 息税前收益  | 20.4 | 22.6 | 20.1 | 17.9 | 17.1 |
| 核心净利润率 | 17.0 | 19.1 | 18.7 | 17.9 | 17.1 |
| 有效税率   | 31.1 | 32.8 | 33.8 | 35.6 | 35.3 |

## 增长（%）

|       |      |       |      |      |      |
|-------|------|-------|------|------|------|
| 收入    | 22.4 | (3.2) | 16.1 | 15.0 | 14.0 |
| 毛利    | 17.3 | (1.0) | 23.0 | 18.7 | 8.6  |
| 净利润率  | 20.0 | 10.2  | 7.9  | 12.9 | 8.5  |
| 净利润   | 27.4 | 6.9   | 3.6  | 1.9  | 8.9  |
| 核心净利润 | 26.1 | 8.6   | 13.3 | 10.0 | 8.9  |

## 资产负债比率

|              |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动比率（x）      | 2.6   | 2.4   | 2.4   | 2.6   | 2.6   |
| 平均应收账款周转天数   | 58.9  | 52.1  | 51.7  | 48.3  | 46.8  |
| 平均应付账款周转天数   | 354.2 | 400.5 | 361.3 | 342.6 | 314.0 |
| 平均存货周转天数     | 894.0 | 830.4 | 836.7 | 814.6 | 770.2 |
| 净负债/总权益比率（%） | 36.3  | 7.3   | 20.6  | 17.4  | 15.9  |

## 回报率（%）

|       |      |      |      |      |      |
|-------|------|------|------|------|------|
| 资本回报率 | 16.5 | 16.7 | 15.4 | 14.0 | 13.6 |
| 资产回报率 | 5.9  | 6.5  | 6.4  | 6.0  | 6.0  |

## 每股数据

|           |      |      |      |      |      |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 每股盈利(港元)  | 3.75 | 3.64 | 3.50 | 3.57 | 3.89 |
| 每股股息(港元)  | 0.61 | 0.77 | 1.02 | 0.82 | 0.91 |
| 每股账面值(港元) | 21.3 | 20.3 | 22.8 | 25.5 | 28.5 |

来源：公司资料，招银国际则预测

来源：公司及招银国际研究部预测

## 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作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。