

SOHO 中国 (410 HK, HK\$6.43, 目标价: HK\$8.44, 买入) — 在转变当中

- ❖ **2014 上半年核心盈利上升 128%。**2014 上半年收入及纯利分别增加 91.7%至 47.5 亿元(人民币·下同)及 28.8%至 27.0 亿元, 盈利上升主要因为来自望京 SOHO、银河 SOHO 及 SOHO 中山广场的交付面积增加 97%至 80,559 平方米。扣除投资物业重估收益, 核心盈利上升 128%至 12.2 亿元。毛利率由去年同期的 51.7%减至期内的 50.3%。此外, 在今年年初出售 SOHO 海伦广场贡献约 2.57 亿元盈利。
- ❖ **23 亿元的销售按金。**于 2014 年 6 月底, SOHO 中国的资产负债表录得 23 亿元的销售按金, 这是指公司于销售物业后收取的金额, 而该批金额在稍后时间完成交易会确认为收益。截至 2014 年中, 公司仍未收取的销售金额约为 9 亿元, 即表示约 32 亿元的物业销售收入将在 2014 年下半年入账。
- ❖ **2014 上半年租金收入上升 90%。**受出租率上升带动, 2014 上半年租金收入同比增长 90.2%至 1.64 亿元。前门的出租率由去年 6 月的 50%上升至 2014 年 6 月的 75%, 而现在最高的租金为每天每平方米 42 元。望京 SOHO 第 3 座及复兴广场将在 2014 年下半年竣工, 约 30%的望京 SOHO 写字楼面积, 以及复兴广场的 50%商场面积及 20%写字楼面积已预租出去, 这可支撑明年租金收入的增长。
- ❖ **12%的租金收入与成本回报。**SOHO 中国利用自身的租赁管理平台来增加透明度及出租效率。出租业务的息税折旧前盈利(EBITDA)边际利润由 2013 上半年的 79%改善至 2014 上半年 80%, 管理层更透露现有的投资物业的租金收入与成本回报达 12%。预计至 2014 年末, SOHO 中国旗下的投资物业约 52%竣工, 4 个新的投资物业(包括望京 SOHO、复兴广场、浚空 SOHO 及光华路 SOHO II)将在 2014 年余下日子竣工, 这些新落成的投资物业可带动未来租金增长。
- ❖ **健康的财政状况有利扩张。**SOHO 中国拥有一个良好的财务状况, 至 2014 年中, 净负债与总股本比率为 15%, 有利未来收购。以反映投资物业重估、静安中心交付的延期及物业货尾的销售, 我们调整 2014-15 年盈利预测至 33.7 亿元及 12.5 亿元。我们将 2014 年底每股资产净值预测由 14.58 港元下调至 14.07 港元, 因此目标价从 8.75 港元下调至 8.44 港元, 相等于较资产净值折让 40%, 潜在上升空间 31.3%。维持买入评级。

SOHO 中国 (410 HK)

评级	买入
收市价	HK\$6.43
目标价	HK\$8.44
市值(港币百万)	33,433
过去 3 月平均交易(港币百万)	31
52 周高/低(港币)	7.2/5.5
发行股数(百万)	5,200
主要股东	张欣 (62.9%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	3.1%	-1.9%
3 月	2.2%	-6.1%
6 月	6.5%	-4.6%

来源: 彭博

过去一年股价

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万人民币)	15,305	14,621	8,166	2,538	1,587
净利润(百万人民币)	10,585	7,388	3,372	1,250	1,092
每股收益(人民币)	2.051	1.492	0.641	0.240	0.210
每股收益变动(%)	173	(27)	(57)	(63)	(13)
市盈率(x)	2.5	3.4	8.0	21.4	24.5
市帐率(x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
权益收益率(%)	34.5	19.7	8.4	2.9	2.4
净财务杠杆率(%)	2.5	16.7	14.2	12.2	15.7

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	16,143	14,621	8,166	2,538	1,587
物业发展	15,986	14,342	7,781	1,372	-
物业投资	157	279	384	1,166	1,587
其他	-	-	-	-	-
销售成本	(7,136)	(6,508)	(4,085)	(726)	(159)
毛利	9,007	8,114	4,081	1,812	1,428
其他收益	442	302	507	527	350
销售费用	(327)	(373)	(245)	(102)	(79)
行政费用	(254)	(348)	(367)	(381)	(317)
其他费用	(152)	(127)	(147)	(76)	(48)
息税前收益	8,716	7,568	3,828	1,780	1,334
融资成本	(126)	682	163	180	156
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	9,605	4,220	1,976	-	-
税前利润	18,195	12,470	5,967	1,960	1,490
所得税	(7,548)	(5,034)	(2,595)	(696)	(373)
非控制股东权益	(62)	(48)	-	(14)	(25)
净利润	10,585	7,388	3,372	1,250	1,092
核心净利润	3,335	4,440	1,899	1,250	1,092

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	45,205	55,811	61,030	63,390	67,900
物业、厂房及设备	682	673	680	690	700
投资物业	38,310	48,728	54,000	56,000	58,000
联营公司	4,066	4,088	4,150	4,500	7,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,147	2,322	2,200	2,200	2,200
流动资产	35,373	22,012	19,270	17,966	18,544
现金及现金等价物	22,062	10,525	15,670	14,666	14,744
应收贸易款项	3,262	2,901	1,600	1,800	2,000
存货	10,048	8,587	2,000	1,500	1,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
流动负债	25,047	19,251	15,700	15,500	16,000
借债	3,922	2,760	4,000	4,000	4,000
应付贸易账款	11,553	6,698	3,200	2,500	2,800
应付税项	9,571	9,793	8,500	9,000	9,200
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	23,821	20,086	23,400	22,000	24,100
借债	19,082	14,310	17,500	16,000	18,000
递延税项	4,078	5,300	5,400	5,500	5,600
其他	660	476	500	500	500
少数股东权益	1,011	1,025	1,050	1,080	1,100
净资产总值	30,700	37,461	40,150	42,776	45,244
股东权益	30,700	37,461	40,150	42,776	45,244

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	8,716	7,568	3,828	1,780	1,334
折旧和摊销	23	29	24	24	24
营运资金变动	3,399	3,766	7,502	(400)	(200)
税务开支	(2,356)	(3,496)	(1,195)	586	275
其他	(4,719)	(6,044)	(3,458)	2,155	2,429
经营活动所得现金净额	5,062	1,825	6,700	4,145	3,862
购置固定资产	(2,745)	(6,472)	(5,303)	(2,034)	(2,034)
联营公司	(2,966)	(23)	(62)	(350)	(2,500)
其他	301	2,028	125	-	-
投资活动所得现金净额	(5,410)	(4,467)	(5,240)	(2,384)	(4,534)
股份发行	(401)	(1,399)	-	-	-
净银行借贷	9,238	(3,969)	4,430	(1,500)	2,000
股息	(1,189)	(1,258)	(1,270)	(1,315)	(1,300)
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,648	(6,626)	3,159	(2,815)	700
现金增加净额	7,300	(9,269)	4,619	(1,054)	28
年初现金及现金等价物	11,202	18,492	9,069	13,739	12,735
汇兑	(10)	(153)	50	50	50
年末现金及现金等价物	18,492	9,069	13,739	12,735	12,813
受限制现金	3,570	1,455	1,931	1,931	1,931
资产负债表中的现金	22,062	10,525	15,670	14,666	14,744

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合(%)					
物业发展	99.0	98.1	95.3	54.1	-
物业投资	1.0	1.9	4.7	45.9	100.0
其他	-	-	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
辮 (%)					
收入	184.0	(9.4)	(44.2)	(68.9)	(37.5)
毛利	229.8	(9.9)	(49.7)	(55.6)	(21.2)
净利润	171.9	(30.2)	(54.4)	(62.9)	(12.6)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	55.8	55.5	50.0	71.4	90.0
税前利率	112.7	85.3	73.1	77.2	93.9
净利润率	65.6	50.5	41.3	49.2	68.8
核心净利润率	20.7	30.4	23.3	49.2	68.8
有效税率	41.5	40.4	43.5	35.5	25.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	36.9	36.2	35.8	129.4	230.0
平均应付帐款周转天数	682.8	511.8	442.2	1,432.2	6,095.0
平均存货周转天数	856.1	522.6	473.0	879.4	3,795.0
净负债/ 总权益比率 (%)	2.5	16.7	14.2	12.2	15.7
回报率 (%)					
资本回报率	34.5	19.7	8.4	2.9	2.4
资产回报率	13.1	9.5	4.2	1.5	1.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.051	1.492	0.641	0.240	0.210
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
每股账面值(人民币)	5.92	7.08	7.72	8.23	8.70

来源: 公司及招銀国际研究部

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

本报告期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，并可能会受标的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上责任。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商投资者

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。