

中海物业 (2669 HK)

背靠强大的中海外集团

- ❖ **中国最大的物业服务公司之一。**中海物业总部位于香港，是中国最大的物业服务公司之一。截止到2017年6月30日，公司管理的园区达500个，业务覆盖52个城市，包括香港和澳门，在管面积约9,860万平方米。公司有两大业务板块：(1)物业服务板块和(2)增值服务板块。物业服务板块是公司最大的收入和毛利来源，占收入超过90%，占毛利超过80%。
- ❖ **稳健的盈利增长。**2017年上半年，公司收入达13.08亿港元，增长4.1%；毛利率同比提升5.4个百分点至30.1%；当期净利润增长36%至1.55亿港元。基于上半年公司良好的业绩表现，我们预测公司FY2017-2019收入将分别达27.3亿、32.0亿和37.3亿港元，FY2016-2019收入复合增长率为13.3%。我们同时预测公司FY2017-2019净利润将分别达3.14亿、3.67亿和4.32亿港元，FY2016-2019净利润复合增长率为24%。
- ❖ **投资亮点：**(1) 2015年中海物业由中海地产(688 HK)剥离，成为中建集团内唯一的专业物业管理公司。我们相信中海物业的发展将持续受到母公司中国海外集团的支持。中海地产的物业开发将有助于公司管理面积持续稳健地增长。(2) 中海地产剥离中海物业后收购了中信地产，其中包括中信地产的物业管理公司。我们认为中海地产有可能将中信物业注入中海物业，扩大中海物业的业务规模。(3) 尽管公司于2014年就推出了O2O业务平台，增值服务也有了一定的增长，但该板块的盈利贡献仍较同业公司落后。由于增值服务利润率明显高于物业服务，该板块的边际增长将有效提高公司利润。考虑到公司现有的管理面积，我们认为中海物业增值服务板块的增长空间非常巨大。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**我们预测FY2017-2019 EPS分别为0.095、0.112和0.131港元。现时的股价相当于2017年预测市盈率的20.3倍以及2018年预测市盈率的17.4倍。考虑到中海地产今年良好的销售增长以及公司毛利率的改善，我们给予公司2.24港元的目标价，相当于2018年预测市盈率的20.0倍。
- ❖ **投资风险：**(1)公司低调的经营将有可能导致成交量减少和透明度降低。(2)母公司对中海物业的支持低于预期。(3)增值服务增长低于预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	2,544	2,563	2,728	3,195	3,731
净利润(百万港元)	117	226	314	367	431
EPS(港元)	0.036	0.069	0.095	0.112	0.131
EPS变动(%)	N.A	93.3	38.7	17.1	17.5
市盈率(x)	54.5	28.2	20.3	17.4	14.8
市帐率(x)	10.1	8.8	6.8	5.3	4.3
股息率(%)	0.0	1.1	1.5	1.8	2.1
权益收益率(%)	18.6	31.1	33.2	30.7	28.8
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$2.24
潜在升幅	15.2%
当前股价	HK\$1.94

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

房地产服务行业

市值(百万港元)	6,377
3月平均流通量(百万港元)	32.4
5周内股价高/低(港元)	1.96/1.23
总股本(百万)	3,286.9

资料来源：彭博

股东结构

China Overseas Holdings	61.18%
Silver Lot Development	5.16%
自由流通	33.66%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.4%	6.7%
3-月	14.8%	4.8%
6-月	20.8%	4.5%

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.copl.com.hk

利润表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,544	2,563	2,728	3,195	3,731
物业管理服务	2,347	2,334	2,501	2,957	3,469
增值服务	197	229	227	238	262
销售成本	(2,020)	(1,927)	(1,914)	(2,236)	(2,608)
毛利	525	636	814	959	1,123
其他收入	19	26	38	38	38
行政费用	(385)	(330)	(409)	(479)	(560)
息税前收益	159	332	442	518	602
净融资成本	(2)	(7)	(10)	(6)	(1)
联营公司	0	0	0	0	-
特殊收入	4	1	4	-	-
税前利润	161	326	437	512	601
所得税	(44)	(100)	(123)	(144)	(169)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	117	226	314	367	431
核心净利润	114	226	311	367	431

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 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	111	99	134	142	151
投资型房地产	71	67	105	115	125
固定资产	33	27	23	20	18
其他	7	5	6	7	8
流动资产	2,055	2,470	2,828	3,030	3,575
贸易及其他应收账款	267	290	306	359	419
现金及现金等价物	1,741	2,112	2,431	2,571	3,046
其他	47	68	90	100	110
流动负债	1,528	1,521	1,947	1,949	2,201
贸易及其他应付账款	846	1,030	1,126	1,315	1,534
预收款项	403	413	436	511	597
带息借款	184	-	310	50	-
其他	95	77	75	73	70
非流动负债	7	320	70	25	30
递延税项	7	10	20	25	30
带息借款	-	310	50	-	-
资产净额	630	728	945	1,198	1,496
非控股权益	-	-	-	-	-
权益股东应占权益	630	728	945	1,198	1,496

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 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	159	332	442	518	602
折旧和摊销	22	11	10	10	10
营运资金变动	291	251	78	200	232
税务开支	(33)	(102)	(125)	(147)	(173)
其他	(20)	(52)	82	(45)	(80)
经营活动所得现金净额	418	439	487	535	591
购置固定资产	(13)	(7)	(7)	(8)	(9)
联营公司	(49)	-	-	-	-
其他	433	19	15	12	20
投资活动所得现金净额	372	12	8	4	11
股份发行	3	-	-	-	-
净银行借贷	184	126	50	(310)	(50)
股息	-	(76)	(97)	(114)	(134)
其他	(240)	(7)	(149)	(6)	17
融资活动所得现金净额	(52)	44	(196)	(430)	(167)
现金增加净额	737	495	299	110	435
年初现金及现金等价物	1,089	1,741	2,112	2,431	2,571
汇兑	(85)	(124)	20	30	40
年末现金及现金等价物	1,741	2,112	2,431	2,571	3,046
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	1,741	2,112	2,431	2,571	3,046

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
销售组合 (%)					
物业管理服务	92.2	91.1	91.7	92.5	93.0
增值服务	7.8	8.9	8.3	7.5	7.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.6	24.8	29.8	30.0	30.1
税前利率	6.3	12.7	16.0	16.0	16.1
息税前收益	4.6	8.8	11.5	11.5	11.6
核心净利润率	4.5	8.8	11.4	11.5	11.6
有效税率	27.3	30.6	28.2	28.2	28.2
增长 (%)					
收入	17.6	0.7	6.4	17.1	16.8
毛利	27.0	21.3	27.9	17.8	17.2
净利润率	24.8	109.4	33.1	17.0	16.2
净利润	21.6	93.3	38.6	17.1	17.4
核心净利润	n.a.	98.1	37.6	18.3	17.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.6	1.5	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	38	41	41	41	41
平均应付账款周转天数	153	195	215	215	215
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	18.6	31.1	33.2	30.7	28.8
资产回报率	5.4	8.8	10.6	11.6	11.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.036	0.069	0.095	0.112	0.131
每股股息(人民币)	-	0.022	0.030	0.035	0.041
每股账面值(人民币)	0.192	0.222	0.287	0.364	0.455

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。