

中海物業 (2669 HK)

終於被發現了

- ❖ **收購中信物業。**中海物業于10月20日宣布向中海地產(688 HK)收購中信物業，總代價為1.9億元人民幣。中海地產于去年收購中信地產時，同時收購中信物業。我們在之前的報告提出，中信物業將很有可能注入中海物業。在從中海地產重組剝離後，中海物業成為中建集團內唯一專業物業管理公司。中海物業此次收購將有助海外集團旗下各公司的業務區分，讓各專業公司專注其特色業務發展。
- ❖ **盈利符合我們的預期。**中海物業于10月20日宣布向中海地產(688 HK)收購中信物業，總代價為1.9億元人民幣。因此，2016年財務數據將會重列。2017年，公司實現收入33.6億港元(下同)，增長1.9%；毛利率略微提升0.6個百分點至23.9%；當期淨利潤為3.07億，增長29.1%，淨利潤率為9.1%(FY16: 7.2%)，淨利潤較我們預期的3.22億低了4.7%，總體符合預期。截止到2017年底，公司在管項目最多達646個，覆蓋73個城市，橫跨大陸、香港、澳門。總在管面積超過1億平，達1.28億平。公司同時宣派1.5港仙期末股息，加上其中股息合計3港仙，相當于全年分紅派息率32.3%。
- ❖ **利潤率受中信物業拖累，但盈利有增加。**我們在之前的報告提到過，中信物業的利潤率水平明顯低於中海原有的項目。根據公告，2017年原有中海物業和中信物業的毛利率分別為26.2%和14.0%，淨利潤率為11.0%和1.4%。因此收購合併後，利潤率水平有所下滑。此外，中信物業2017年收入和利潤率較2016年均有所下滑，收入下滑了12%，毛利率下滑3.8個百分點(FY16:17.8%)，淨利潤率下滑0.1個百分點(FY16:1.5%)。儘管中信物業表現不如人意，但是對於盈利仍然是有貢獻的，2017年全年實現了910萬元的利潤。由於物業行業的經營模式，我們還是認為中信物業是增值點，而不是扣分點。我們相信此次收購長遠將有助公司拓展業務，在規模競爭中幫助公司迅速增加管理面積。2017年新增在管面積348萬平，其中241萬平來自中信物業的收購。
- ❖ **增值服務表現平平。**2017年，公司增值服務收為2,630萬元，增值14.9%，占全年收入7.8%(FY16:6.9%)。分部毛利率為53.9%，保持穩定(FY16:52.2%)。儘管分部毛利增長18.6%，但相較同業，中海物業增值服務業務的收入和對利潤的貢獻均比其他在港上市的物業公司落後。由於公司低調作風，我們暫時沒有獲知管理層對增值板塊的發展計劃。但目前整個物業行業正在轉型成為社區運營商，而增值服務是轉型的關鍵，因此我們憧憬聽到公司的好消息。
- ❖ **提高盈利預測及目標價。**由於公司收購中信物業後在管面積增加，我們上調2018-19年盈利預測12.3%和10.2%至4.38億和5.18億。目前股價在21倍FY18 PE。由於整個物業管理行業的重估，中海物業股價在過去12個月已累計上漲89%。我們之前用20倍FY18 PE推出目標價。由於公司已納入深港通名單及向好的行業前景，我們將倍數提高至25倍，因此目標價由原來的HK\$2.38提高至HK\$3.33的目標。**維持買入評級**

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬港元)	3,297	3,358	3,773	4,304	4,862
淨利潤(百萬港元)	238	307	438	518	609
EPS(港仙)	0.072	0.093	0.133	0.157	0.186
EPS變動(%)	n.a.	29	43	18	18
市盈率(x)	39.0	30.2	21.1	17.9	15.2
市帳率(x)	11.4	10.8	8.0	6.2	4.8
股息率(%)	0.8	1.1	1.5	1.8	2.1
權益收益率(%)	29.1	35.8	38.0	34.4	31.8
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$3.33
(過去目標價)	HK\$2.38
潛在升幅	+18.1%
當前股價	HK\$2.85

黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

房地產服務行業

市值(百萬港元)	9.269
3月平均流通量(百萬港元)	51.7
5周內股價高/低(港元)	3.07/1.28
總股本(百萬)	3,286.9

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.9%	2.3%
3-月	34.3%	27.8%
6-月	51.6%	37.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.copl.com.hk

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,297	3,358	3,773	4,304	4,862
物業管理服務	3,068	3,095	3,462	3,938	4,437
增值服務	229	263	310	366	425
銷售成本	(2,529)	(2,555)	(2,788)	(3,146)	(3,519)
毛利	767	802	984	1,158	1,343
其他收入	30	48	30	20	20
行政費用	(452)	(420)	(415)	(473)	(535)
息稅前收益	345	431	599	705	828
淨融資成本	(7)	(9)	(7)	(6)	(5)
聯營公司	0	0	0	0	-
特殊收入	1	7	-	-	-
稅前利潤	339	429	592	699	824
所得稅	(105)	(122)	(154)	(182)	(214)
非控制股東權益	3	(0)	0	0	0
淨利潤	238	307	438	518	609
核心利潤	234	302	438	518	609

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	133	269	177	177	177
投資型房地產	67	106	106	106	106
固定資產	39	35	32	31	29
預付土地金	3	2	2	2	1
無形資產	-	5	5	5	5
其他	24	120	31	33	35
流動資產	3,055	3,289	3,868	4,487	5,186
存貨	10	10	11	12	13
貿易及其他應收賬款	371	467	539	615	695
現金及現金等价物	2,417	2,711	3,224	3,753	4,357
其他	256	101	94	108	122
流動負債	2,046	2,415	2,649	2,962	3,291
貿易及其他應付帳款	1,355	1,593	1,859	2,097	2,346
預收款項	506	652	636	726	820
帶息借款	-	-	-	-	-
其他	185	171	154	139	125
非流動負債	320	281	237	193	149
遞延稅項	10	16	17	18	19
帶息借款	310	265	220	175	130
資產淨額	821	862	1,159	1,510	1,924
非控股權益	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
權益股東應占總權益	817	856	1,153	1,504	1,919

來源：公司資料，招銀國際則預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業管理服務	93.1	92.2	91.8	91.5	91.3
增值服務	6.9	7.8	8.2	8.5	8.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23.3	23.9	26.1	26.9	27.6
息稅前收益率	10.5	12.8	15.9	16.4	17.0
稅前利率	10.3	12.8	15.7	16.2	16.9
息稅前收益	7.2	9.1	11.6	12.0	12.5
核心淨利潤率	7.1	9.0	11.6	12.0	12.5
有效稅率	30.9	28.4	26.0	26.0	26.0
增長 (%)					
收入	N.A.	1.9	12.4	14.1	13.0
毛利	N.A.	4.6	22.7	17.7	15.9
淨利潤率	N.A.	24.8	39.2	17.6	17.5
淨利潤	N.A.	29.2	42.9	18.0	17.8
核心淨利潤	N.A.	29.2	45.1	18.0	17.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
存貨周轉天數	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
應收賬款周轉天數	41	51	52	52	52
應付帳款周轉天數	196	228	243	243	243
淨負債/總權益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回報率 (%)					
資本回報率	29.1	35.8	38.0	34.4	31.8
資產回報率	7.5	8.6	10.8	11.1	11.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.072	0.093	0.133	0.157	0.186
每股股息(人民幣)	0.022	0.030	0.043	0.051	0.060
每股賬面值(人民幣)	0.248	0.260	0.351	0.458	0.584

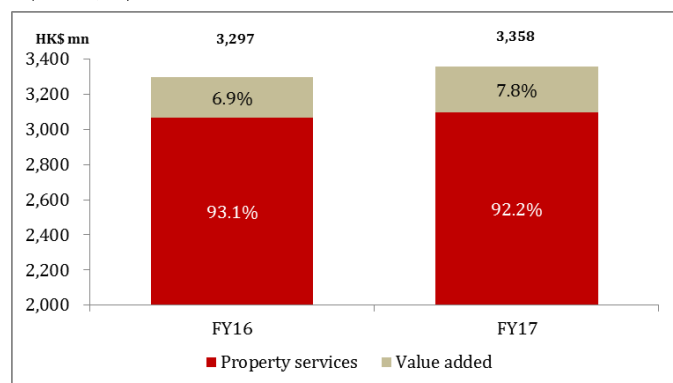
來源：公司資料，招銀國際則預測

圖 1：損益表

	FY17	FY16	YoY	FY17 E	Diff
收入	3,358	3,297	1.9%	2,847	17.9%
物業管理服務	3,095	3,068	0.9%	2,620	18.1%
增值服務	263	229	14.9%	227	16.1%
銷售成本	(2,555)	(2,529)	1.0%	(2,000)	27.8%
毛利	802	767	4.6%	847	-5.3%
其他收入	48	30	61.2%	37	29.3%
行政費用	(420)	(452)	-7.1%	(427)	-1.7%
聯營公司	0	0		0	
淨融資成本	(9)	(7)	28.0%	(13)	-33.5%
特殊收入	7	1		4	
稅前利潤	429	339	26.5%	448	-4.3%
所得稅	(122)	(105)	16.2%	(126)	-3.7%
稅後利潤	307	234	31.1%	322	-4.5%
非控制股東權益	(0)	3		0	
淨利潤	307	238	29.1%	322	-4.6%

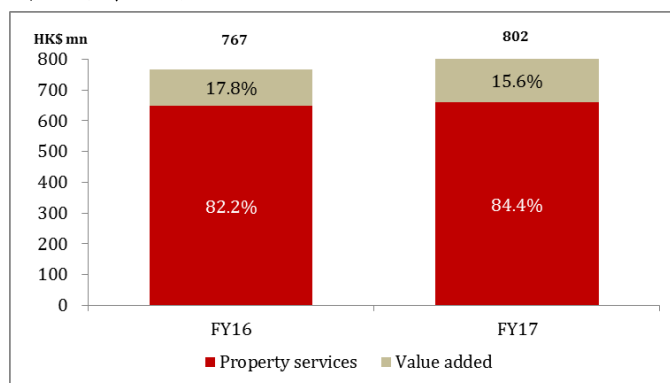
來源：公司

圖 2：分部收入



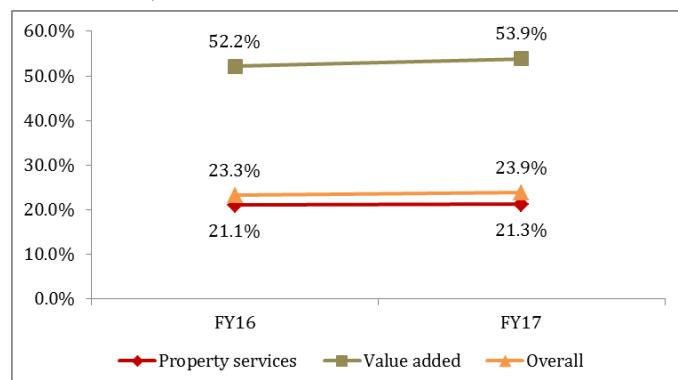
來源：公司

圖 3：分布毛利



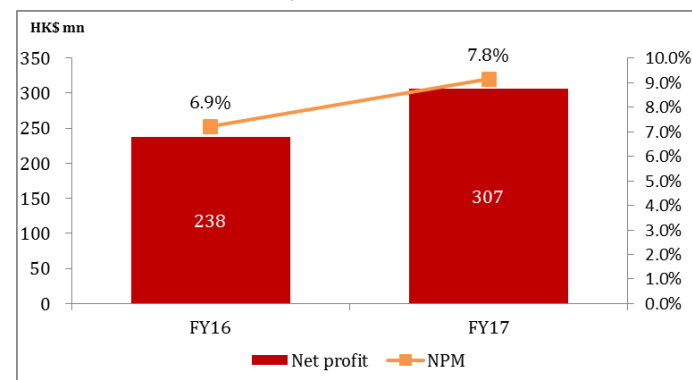
來源：公司

圖 4：毛利率



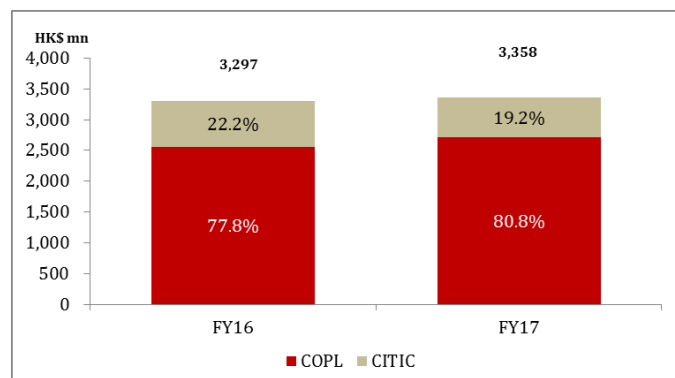
來源：公司

圖 5：淨利潤與淨利潤率



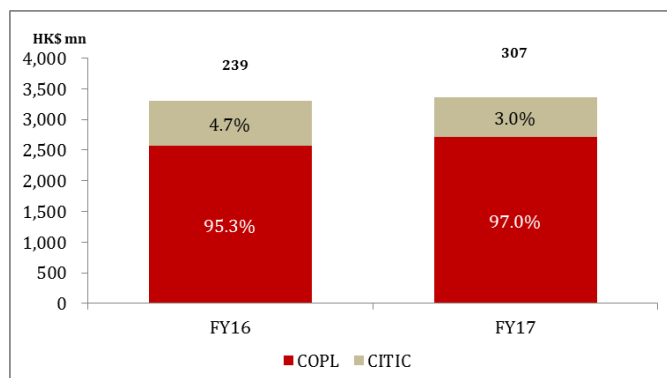
來源：公司

圖 6: 各公司收入



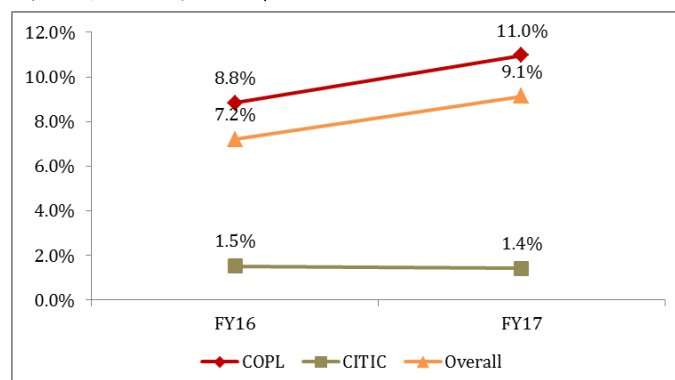
來源: 公司

圖 7: 各公司淨利潤



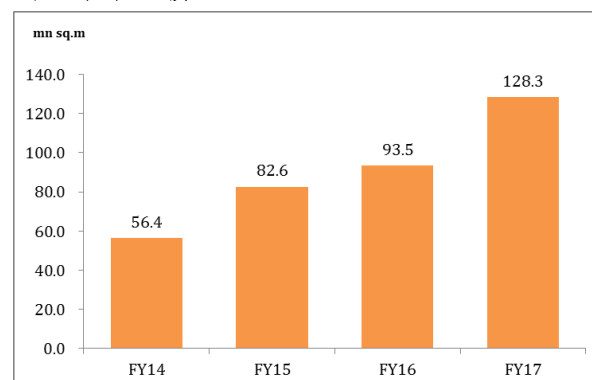
來源: 公司

圖 8: 各公司淨利潤率



來源: 公司

圖 9: 在管面積



來源: 公司

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。