

中国海外(688 HK, HK\$25.65, 目标价: HK\$31.96, 买入) — 中信地产并购更多内容

- ❖ **中信地产目标公司应占权益土地储备 2,352 万平方米。**最新的公告内容透露中国海外收购中信地产目标公司详情，总收购代价为 371 亿港元，其中的 297 亿港元会发行新股，余下的 73.6 亿港元将以物业转让予中信股份(267 HK)。中信地产目标公司在国内 22 个城市持有物业的总建筑面积 3,155 万平方米(应占权益的土地储备为 2,352 万平方米)，估计约 10% 的土地储备位于一线城市。因为中国海外于 2015 年末的总土地储备为 4,144 万平方米(应占权益的土地储备为 3,850 万平方米)，我们相信是次收购可大大增强中国海外的土地储备。
- ❖ **但低边际利润及高负债。**另一方面，中信地产目标公司的财务表现未来有较大改进的空间。首先，中信地产目标公司在 2013-15 年的毛利率分别为 13.7%、21.4% 及 17.7%，相对于中国海外同期的毛利率为低，我们明白毛利率收窄是行业趋势，但中国海外仍会在未来致力增强中信地产目标公司的边际利润。第二，中信地产目标公司在 2015 年末的净负债总额及净负债比率分别为 671 亿港元及 354%，将中国海外及中信地产目标公司的 2015 年末财务负债表合并，合并后的净负债总额及净负债比率分别为 758 亿港元及 34.3%，虽然中国房地产公司以 34% 的净负债比率来说仍属健康，但其净负债比率由合并前的 6.6% 急速上升，我们相信中国海外在未来会降低负债水平。
- ❖ **2016 上半年销售温和增长。**中国海外在 2016 上半年的物业销售合同金额增加 11.4% 至 953 亿港元，销售增速相对其他主要房地产商弱，目前完成全年目标 1,850 亿港元的 51.5%，我们相信是公司忙于收购的事情。收购完成后，其物业销售合同金额可以大幅上升。中信地产目标公司于 2016 年 4 月的已预售仍未入账的金额为 177 亿元人民币，我们期待收购完成后的中国海外销售目标将会调高。
- ❖ **强强联手。**中国海外及中信股份是两家领先的国企，收购完成后，中信股份会持有中国海外 10% 的股权，我们相信两强联手会产生协同效应。此外，中国海外于 2016 年 5 月将两项香港的物业出售予中国建筑(3311 HK)，因而录得 15.5 亿港元的利润。因此，我们将 2016-18 年的盈利预测分别上调 6.5% 至 348 亿港元、7.3% 至 431 亿港元及 5.0% 至 509 亿港元；而且，我们上调 2016 年底的每股资产净值由 28.68 港元至 35.51 港元，我们将目标价由 31.55 港元上升至 31.96 港元，相等于 10% 的折让，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	189,552	220,067	252,910
净利润 (百万港元)	27,680	33,312	34,819	43,063	50,923
每股收益 (港元)	3.39	3.61	3.40	3.93	4.65
每股收益变动 (%)	20.1	6.6	(5.7)	15.4	18.3
市盈率 (x)	7.7	7.1	7.5	6.5	5.5
市帐率 (x)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.1	2.4	2.6	2.9	3.5
权益收益率 (%)	20.3	17.4	14.0	15.2	15.7
净财务杠杆率 (%)	31.7	6.6	24.8	17.7	6.7

来源: 公司及招银国际研究部

中国海外 (688 HK)

评级	买入
收市价	HK\$25.65
目标价	HK\$31.96
市值 (港币百万)	252,924
过去 3 月平均交易 (港币百万)	417
52 周高/低 (港币)	28.25/20.45
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	12.9%	4.5%
3 月	3.2%	1.5%
6 月	17.0%	3.3%

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	189,552	220,067	252,910
物业发展	134,022	143,695	183,929	213,358	245,361
物业投资	1,643	1,915	2,423	2,670	3,029
其他	2,839	2,465	3,200	4,040	4,520
销售成本	(99,195)	(105,763)	(135,896)	(152,603)	(174,138)
毛利	39,310	42,312	53,656	67,464	78,772
销售费用	(1,933)	(2,182)	(2,843)	(3,301)	(3,794)
行政费用	(2,057)	(2,031)	(3,033)	(3,301)	(3,541)
其他收益	2,651	2,877	2,929	1,587	1,591
息税前收益	37,970	40,975	50,708	62,449	73,029
融资成本	(545)	(574)	(1,261)	(1,408)	(972)
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	49,987	61,782	72,897
所得税	(16,573)	(14,772)	(14,647)	(18,139)	(21,334)
非控制股东权益	(551)	(739)	(520)	(580)	(640)
净利润	27,200	33,312	34,819	43,063	50,923
核心净利润	22,910	27,562	34,819	43,063	50,923

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	117,075	118,275	117,575
物业、厂房及设备	1,525	1,350	4,500	4,300	4,200
投资物业	54,921	64,224	65,000	70,000	73,000
联营公司	18,868	17,005	28,000	25,000	22,000
可供出售投资	48	31	2,000	1,500	1,000
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	3,600	3,500	3,400
流动资产	331,658	341,550	510,114	527,469	549,922
现金及现金等价物	59,848	102,446	145,014	148,769	145,922
应收贸易款项	29,863	22,456	25,000	27,000	29,000
关连款项	6,508	6,035	8,000	7,500	7,800
存货	232,001	206,405	330,000	342,000	365,000
其他	3,438	4,208	2,100	2,200	2,200
流动负债	189,084	113,693	213,600	187,500	187,500
借债	22,542	7,269	58,000	40,000	28,000
应付贸易账款	100,517	84,003	125,800	118,000	128,000
应付税项	21,116	18,466	19,800	21,500	22,500
关连款项	44,909	3,955	10,000	8,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	82,523	116,931	160,000	169,400	150,000
借债	74,816	108,187	150,000	160,000	140,000
递延税项	6,385	7,506	9,000	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	249,089	284,044	324,997
股东权益	133,670	191,558	249,089	284,044	324,997

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	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	37,970	40,975	50,708	62,449	73,029
折旧和摊销	126	88	135	450	430
营运资金变动	(29,042)	16,417	(97,647)	(25,000)	(29,000)
税务开支	(12,264)	(16,371)	(11,819)	(17,039)	(19,734)
其他	(1,037)	(2,766)	27,258	(4,788)	7,735
经营活动所得现金净额	(4,248)	38,344	(31,365)	16,073	32,460
购置固定资产	(6,264)	(1,846)	(33,015)	650	530
联营公司	1,567	1,543	(12,783)	3,747	3,780
其他	229	1,085	(589)	100	100
投资活动所得现金净额	(4,468)	782	(46,387)	4,497	4,410
股份发行	2	42,800	29,724	-	-
净银行借贷	22,371	19,052	92,544	(8,000)	(32,000)
股息	(5,985)	(6,976)	(5,828)	(7,114)	(8,217)
其他	(445)	(47,757)	4,081	(1,500)	700
融资活动所得现金净额	15,942	7,119	120,520	(16,614)	(39,517)
现金增加净额	7,226	46,245	42,768	3,955	(2,647)
年初现金及现金等价物	40,876	47,979	90,270	132,838	136,593
汇兑	(123)	(3,954)	(200)	(200)	(200)
年末现金及现金等价物	47,979	90,271	132,839	136,593	133,746
抵押现金	(1,567)	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)
年末资产负债表现金及现金等价物	49,546	92,144	134,712	138,467	135,620

来源: 公司及招銀国际研究部

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	97.0	97.0
物业投资	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
其他	2.1	1.7	1.7	1.8	1.8
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	28.3	30.7	31.1
税前利率	32.0	33.0	26.4	28.1	28.8
息税前收益	19.6	22.5	18.4	19.6	20.1
核心净利润率	16.5	18.6	18.4	19.6	20.1
有效税率	37.4	30.3	29.3	29.4	29.3

增长 (%)

收入	67.9	6.9	28.0	16.1	14.9
毛利	46.6	7.6	26.8	25.7	16.8
净利润率	52.4	7.9	23.8	23.2	16.9
净利润	18.0	22.5	4.5	23.7	18.3
核心净利润	12.2	20.3	26.3	23.7	18.3

资产负债比率

流动比率 (x)	1.8	3.0	2.4	2.8	2.9
平均应收账款周转天数	78.7	55.4	48.1	44.8	41.9
平均应付账款周转天数	369.9	289.9	337.9	282.2	268.3
平均存货周转天数	853.7	712.3	886.3	818.0	765.1
净负债/ 总权益比率 (%)	27.1	6.6	24.8	17.7	6.7

回报率 (%)

资本回报率	20.3	17.4	14.0	15.2	15.7
资产回报率	6.6	7.8	5.6	6.7	7.6

每股数据

每股盈利(港元)	3.33	3.61	3.40	3.93	4.65
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	22.7	25.9	29.7

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风险。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。