

## 中国海外(688 HK, HK\$26.85, 目标价: HK\$32.11, 买入) — 盈利为皇

- ❖ **2016上半年基础盈利增加20%。**2016上半年中国海外旗下48个项目共713万平方米的物业竣工，其中的77.5%物业已出售及在期内入账，因而期内营业额上升20.5%至782亿港元，同期的毛利率缩减4.0个百分点至28.2%。期内来自出售投资物业及重估投资物业价值上升，因此2016上半年的纯利增加20.6%至197亿港元。扣除投资物业重估，2016上半年的基础盈利增加15.4%至157亿港元。中国海外宣布派发中期息每股0.35港元。
- ❖ **提高销售目标至2100亿港元。**2016年1-7月的合同销售金额及面积分别增加12.6%至1,080亿港元及4.1%至684万平方米，来自中信地产收购的可售资源在2016年便达3,000亿元人民币，中国海外相信中信地产收购可刺激2016下半年的物业销售，所以公司将2016年的销售目标由1,850亿港元上调至2,100亿港元。截至7月，中国海外完成2016年新的销售目标51.4%，公司并制定2020年的销售目标为4,000亿港元。
- ❖ **净现金状态。**在等待中信地产收购的完成，中国海外在2016上半年收购了4个共228万平方米的项目。在2016上半年，中国海外的销售回款为721亿港元(回款率为75.7%)，资本性支出及营运支出分别为304亿港元及177亿港元的，这样的情况下，截至2016年6月底，中国海外的现金及借贷分别为1,180亿港元及1,093亿港元，中国海外拥有一个净现金状况的资产负债表。
- ❖ **中信地产收购完成后，总土地储备达6,800万平方米。**截至2016年6月底，中国海外及中信地产收购项目的总土地储备分别为3,645万平方米及3,155万平方米，所以在收购完成后，中国海外的总土地储备差不多翻一倍至6,800万平方米。此外，新收购项目地价为每平方米3,500元人民币，可带来成本优势，而且中国海外及中信集团可利用各自的专长及强项而达成双赢局面。
- ❖ **调高盈利预测及目标价。**因为2016上半年的出售投资物业收益较我们预期为佳及计入投资物业重估，我们分别调高2016及2017年盈利预测17.3%至408亿港元及0.7%至434亿港元，我们更将2016年每股资产净值预测由原本的35.51港元上升至35.68港元。因为中信地产收购项目的借贷较高，我们估计中国海外的净负债比率将反弹至2016年底的22.0%，但财务风险可控。我们将目标价由31.96港元上升至32.11港元，较每股资产净值折让10%，维持「买入」评级。

## 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	40,832	43,369	50,801
每股收益(港元)	3.39	3.61	3.99	3.96	4.64
每股收益变动(%)	20.1	6.6	10.6	(0.9)	17.1
市盈率(x)	8.1	7.4	6.7	6.8	5.8
市帐率(x)	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	2.0	2.3	3.0	3.2	3.9
权益收益率(%)	20.3	17.4	16.1	15.1	15.5
净财务杠杆率(%)	31.7	6.6	22.0	15.0	6.1

来源:公司及招銀国际研究部

## 中国海外(688 HK)

评级	买入
收市价	HK\$26.85
目标价	HK\$32.11
市值(港币百万)	264,757
过去3月平均交易(港币百万)	423
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%)

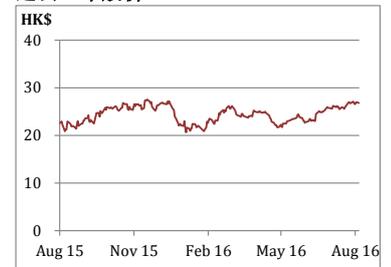
来源:彭博

## 股价表现

	绝对	相对
1月	3.3%	-1.1%
3月	20.0%	3.6%
6月	14.6%	-3.6%

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
<b>收入</b>	<b>138,505</b>	<b>148,074</b>	<b>189,552</b>	<b>220,067</b>	<b>252,910</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>39,310</b>	<b>42,312</b>	<b>53,656</b>	<b>67,464</b>	<b>78,772</b>
销售费用	(1,933)	(2,182)	(2,843)	(3,301)	(3,794)
行政费用	(2,057)	(2,031)	(2,464)	(3,081)	(3,541)
其他收益	2,651	2,877	3,749	1,270	1,327
<b>息税前收益</b>	<b>37,970</b>	<b>40,975</b>	<b>52,097</b>	<b>62,353</b>	<b>72,764</b>
融资成本	(545)	(574)	(782)	(906)	(819)
联营公司	1,261	977	920	800	900
特殊收入	5,637	7,445	5,273	-	-
<b>税前利润</b>	<b>44,324</b>	<b>48,823</b>	<b>57,508</b>	<b>62,247</b>	<b>72,845</b>
所得税	(16,573)	(14,772)	(16,077)	(18,228)	(21,324)
非控制股东权益	(551)	(739)	(600)	(650)	(720)
<b>净利润</b>	<b>27,200</b>	<b>33,312</b>	<b>40,832</b>	<b>43,369</b>	<b>50,801</b>
<b>核心净利润</b>	<b>22,910</b>	<b>27,562</b>	<b>36,877</b>	<b>43,369</b>	<b>50,801</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>78,506</b>	<b>85,686</b>	<b>110,475</b>	<b>114,275</b>	<b>117,575</b>
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	66,400	70,000	73,000
联营公司	18,868	17,005	20,000	21,000	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
<b>流动资产</b>	<b>331,658</b>	<b>341,550</b>	<b>486,248</b>	<b>480,885</b>	<b>537,792</b>
现金及现金等价物	59,848	102,446	121,148	102,185	133,792
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
<b>流动负债</b>	<b>189,084</b>	<b>113,693</b>	<b>208,600</b>	<b>165,500</b>	<b>173,500</b>
借债	22,542	7,269	58,000	18,000	14,000
应付贸易账款	100,517	84,003	120,800	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	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>82,523</b>	<b>116,931</b>	<b>130,000</b>	<b>137,400</b>	<b>150,000</b>
借债	74,816	108,187	120,000	128,000	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
<b>少数股东权益</b>	<b>4,886</b>	<b>5,055</b>	<b>4,500</b>	<b>4,800</b>	<b>5,000</b>
<b>净资产总值</b>	<b>133,670</b>	<b>191,558</b>	<b>253,623</b>	<b>287,460</b>	<b>326,867</b>
<b>股东权益</b>	<b>133,670</b>	<b>191,558</b>	<b>253,623</b>	<b>287,460</b>	<b>326,867</b>

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	52,097	62,353	72,764
折旧和摊销	126	88	135	450	430
营运资金变动	(29,042)	16,417	(102,647)	(20,000)	(29,000)
税务开支	(12,264)	(16,371)	(13,248)	(17,128)	(19,724)
其他	(1,037)	(2,766)	31,839	(2,916)	7,848
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(4,248)</b>	<b>38,344</b>	<b>(31,823)</b>	<b>22,759</b>	<b>32,318</b>
购置固定资产	(6,264)	(1,846)	(33,015)	650	530
联营公司	1,567	1,543	(4,657)	(233)	(200)
其他	229	1,085	(589)	100	100
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(4,468)</b>	<b>782</b>	<b>(38,260)</b>	<b>517</b>	<b>430</b>
股份发行	2	42,800	29,724	-	-
净银行借贷	22,371	19,052	62,544	(32,000)	8,000
股息	(5,985)	(6,976)	(7,362)	(8,539)	(9,641)
其他	(445)	(47,757)	4,081	(1,500)	700
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>15,942</b>	<b>7,119</b>	<b>88,986</b>	<b>(42,039)</b>	<b>(941)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>7,226</b>	<b>46,245</b>	<b>18,902</b>	<b>(18,763)</b>	<b>31,807</b>
年初现金及现金等价物	51,178	58,281	100,573	119,275	100,312
汇兑	(123)	(3,954)	(200)	(200)	(200)
年末现金及现金等价物	58,281	100,573	119,275	100,312	131,919
抵押现金	(1,567)	(1,873)	(1,873)	(1,873)	(1,873)
<b>年末资产负债表现金及现金等价物</b>	<b>59,848</b>	<b>102,446</b>	<b>121,148</b>	<b>102,185</b>	<b>133,792</b>

来源: 公司及招银国际研究部

## 主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>销售组合 (%)</b>					
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
<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	28.4	28.6	28.3	30.7	31.1
税前利率	32.0	33.0	30.3	28.3	28.8
息税前收益	19.6	22.5	21.5	19.7	20.1
核心净利润率	16.5	18.6	19.5	19.7	20.1
有效税率	37.4	30.3	28.0	29.3	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	27.1	19.7	16.7
净利润	18.0	22.5	22.6	6.2	17.1
核心净利润	12.2	20.3	33.8	17.6	17.1

## 资产负债比率

流动比率 (x)	1.8	3.0	2.3	2.9	3.1
平均应收账款周转天数	78.7	55.4	48.1	44.8	41.9
平均应付帐款周转天数	369.9	289.9	324.5	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	22.0	15.0	6.1

## 回报率 (%)

资本回报率	20.3	17.4	16.1	15.1	15.5
资产回报率	6.6	7.8	6.8	7.3	7.8

## 每股数据

每股盈利 (港元)	3.33	3.61	3.99	3.96	4.64
每股股息 (港元)	0.55	0.61	0.81	0.87	1.04
每股账面值 (港元)	16.4	19.4	23.1	26.2	29.8

来源: 公司及招银国际研究部

## 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。