

中海地產 (688 HK)

憧憬公司派發上市 25 周年特別息

❖ **上半年淨利潤增長 25%。**2017 上半年，公司收入增長 6.5%至 858 億港元，毛利率由去年同期的 28.8%提升至 31.0%。此外，公司收購合營公司共錄得 24.6 億港元的權益價值重估以及收購附屬公司時產生的收益。上半年公司淨利潤為 217 億港元，增長 25.2%。在剔除投資物業重估後，核心淨利潤增長 26%至 168 億港元。公司宣佈中期派息每股 35 港仙。

❖ **前 7 個月累計合約銷售增長 34%。**2017 年 1-7 月，公司實現合約銷售 1,142 億港元，同比增長 33.5%；銷售面積為 885 萬平方米，增長 29.4%。基於市場變化以及可售貨源的增加，中海將 2017 全年銷售目標提高 10%至 2,310 億港元。截止到今年 7 月，公司已售未結轉的面積為 716 萬平方米，金額高達 1,274 億港元，提前鎖定了公司未來 12 個月的盈利。

❖ **權益土地儲備達 5,058 萬平方米。**2017 上半年，中海共 39 個項目(包括合營及聯營項目，但不含中海宏洋(81 HK, 買入))竣工，建築面積共計 549 萬平方米。公司中長期仍看好中國房地產市場，今年前 7 個月已累計獲得 36 塊土地(不含中海宏洋專案)，權益建築面積合計約 642 萬平方米，權益總地價為 422 億元人民幣。截至到 2017 年 7 月，公司總土地儲備達 5,998 萬平方米，權益儲備為 5,058 萬平方米。我們預計已有的土地儲備將足以支撐公司未來 5 年的發展。

❖ **其中一家最低杠杆的房企。**截至 2017 年 6 月 30 日，中海淨財務杠杆率(淨負債除以總權益總額)由 2016 年底的 7.3%上升至 15.7%。杠杆率的上升部分是由於收購中信地產導致，但我們相信中海的資產負債表仍處於健康水準。截至今年 6 月 30 日，公司現金餘額 1,195 億港元，足夠覆蓋 296 億港元的短期負債。

❖ **上調預測及目標價。**2017 年是中海上市第 25 周年，我們憧憬期末將有每股 25 港仙的特別派息。此外，因為優於預期的利潤率以及穩健銷售增長，我們分別上調 2017-2019 年的淨利潤預測 21.8%、16.1%及 9.1%至 384 億、391 億和 426 億港元。考慮到人民幣對港元的升值和新購土地情況，我們將 2017 年底的淨資產預測由 39.11 港元升至 40.91 港元，因此目標價由 27.37 港元調升至 28.64 港元，相等於 30%的與淨資產折讓，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	169,562	164,069	190,493	218,993	249,619
淨利潤(百萬人民幣)	34,642	37,021	38,367	39,102	42,600
EPS(人民幣)	3.75	3.64	3.50	3.57	3.89
EPS 變動(%)	12.8	(3.2)	(3.7)	1.9	8.9
市盈率(x)	6.8	7.0	7.3	7.1	6.6
市帳率(x)	1.2	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率(%)	2.4	3.0	4.0	3.2	3.6
權益收益率(%)	16.5	16.7	15.4	14.0	13.6
淨財務杠杆率(%)	36.3	7.3	20.6	17.4	15.9

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$28.64
(過去目標價)	HK\$27.37
潛在升幅	+12.3%
當前股價	HK\$25.50

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	279,383
3 月平均流通量(百萬港元)	520
5 周內股價高/低(港元)	27.85/20.15
總股本(百萬)	10,956

資料來源：彭博

股東結構

中國建築	55.1%
中信	10.0%
自由流通	34.9%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.8%	-6.0%
3-月	10.0%	3.2%
6-月	5.1%	-6.6%

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.coli.com.hk

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	169,562	164,069	190,493	218,993	249,619
物業發展	163,559	159,891	185,474	213,295	243,156
物業投資	2,013	2,137	2,670	3,029	3,513
其他	3,990	2,040	2,350	2,670	2,950
銷售成本	(123,442)	(118,425)	(134,366)	(152,351)	(177,245)
毛利	46,120	45,643	56,127	66,643	72,374
銷售費用	(2,843)	(3,372)	(3,810)	(4,336)	(4,743)
行政費用	(3,107)	(3,180)	(3,429)	(3,942)	(4,343)
其他收益	5,381	11,091	5,281	2,785	3,029
息稅前收益	45,551	50,183	54,169	61,150	66,318
融資成本	(2,757)	(2,056)	(1,470)	(1,462)	(1,569)
聯營公司	1,059	1,252	2,459	2,114	2,325
特殊收入	7,514	7,723	3,772	-	-
稅前利潤	51,367	57,102	58,931	61,803	67,074
所得稅	(15,954)	(18,711)	(19,914)	(21,981)	(23,686)
非控制股東權益	(771)	(1,370)	(650)	(720)	(788)
淨利潤	34,642	37,021	38,367	39,102	42,600
核心淨利潤	28,892	31,371	35,537	39,102	42,600

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	107,145	96,376	131,015	136,015	145,395
物業、廠房及設備	5,611	4,454	4,600	4,800	5,000
投資物業	65,634	67,093	94,000	98,000	105,000
聯營公司	25,625	20,849	28,000	29,000	31,000
可供出售投資	2,311	147	150	150	150
無形資產	65	65	65	65	65
已抵押銀行存款	-	-	-	-	-
其他	7,900	3,768	4,200	4,000	4,180
流動資產	475,103	474,913	469,805	518,193	567,513
現金及現金等價物	122,801	157,162	115,305	130,293	142,913
應收貿易款項	27,378	23,405	27,000	29,000	32,000
關連款項	15,333	18,347	13,500	12,500	11,800
存貨	302,336	269,428	308,000	340,000	374,000
其他	7,255	6,571	6,000	6,400	6,800
流動負債	185,159	199,604	192,500	202,500	216,800
借債	29,584	40,286	28,000	28,000	30,500
應付貿易賬款	119,777	129,958	133,000	143,000	152,500
應付稅項	19,217	21,888	23,500	22,500	24,000
關連款項	6,303	7,206	8,000	9,000	9,800
其他	10,279	266	-	-	-
非流動負債	181,510	144,261	152,880	165,750	177,200
借債	171,461	133,534	140,000	152,000	163,000
遞延稅項	8,810	9,857	12,000	12,800	13,200
其他	1,238	870	880	950	1,000
少數股東權益	6,015	5,175	6,000	6,400	6,720
淨資產總值	209,564	222,248	249,440	279,558	312,188
股東權益	209,564	222,248	249,440	279,558	312,188

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	45,551	50,183	54,169	61,150	66,318
折舊和攤銷	339	357	445	460	480
營運資金變動	19,618	35,087	(44,869)	(29,000)	(32,500)
稅務開支	(17,240)	(15,038)	(16,160)	(22,181)	(21,786)
其他	(5,519)	(10,049)	(15,685)	6,679	218
經營活動所得現金淨額	42,749	60,540	(22,099)	17,108	12,729
購買固定資產	(3,485)	3,043	300	260	280
聯營公司	332	1,762	(6,334)	(295)	(1,225)
其他	16	10,308	(432)	200	(180)
投資活動所得現金淨額	(3,138)	15,114	(6,467)	165	(1,125)
股份發行	42,800	-	-	-	-
淨銀行借貸	33,819	(15,023)	(5,821)	12,000	13,500
股息	(7,123)	(8,193)	(8,112)	(11,285)	(8,984)
其他	(53,799)	(9,179)	5,641	2,000	1,500
融資活動所得現金淨額	15,697	(32,394)	(8,291)	2,715	6,016
現金增加淨額	55,308	43,259	(36,857)	19,988	17,620
年初現金及現金等價物	69,667	120,047	154,983	113,126	128,114
匯兌	(4,928)	(8,324)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
年末現金及現金等價物	120,048	154,983	113,126	128,114	140,734
抵押現金	(2,753)	(2,178)	(2,178)	(2,178)	(2,178)
年末資產負債表現金及現金等價物	122,801	157,161	115,304	130,292	142,912

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
物業發展	96.5	97.5	97.4	97.4	97.4
物業投資	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
其他	2.4	1.2	1.2	1.2	1.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率（%）

毛利率	27.2	27.8	29.5	30.4	29.0
稅前利率	30.3	34.8	30.9	28.2	26.9
息稅前收益	20.4	22.6	20.1	17.9	17.1
核心淨利潤率	17.0	19.1	18.7	17.9	17.1
有效稅率	31.1	32.8	33.8	35.6	35.3

增長（%）

收入	22.4	(3.2)	16.1	15.0	14.0
毛利	17.3	(1.0)	23.0	18.7	8.6
息稅前收益	20.0	10.2	7.9	12.9	8.5
淨利潤	27.4	6.9	3.6	1.9	8.9
核心淨利潤	26.1	8.6	13.3	10.0	8.9

資產負債比率

流動比率（x）	2.6	2.4	2.4	2.6	2.6
平均應收賬款周轉天數	58.9	52.1	51.7	48.3	46.8
平均應付帳款周轉天數	354.2	400.5	361.3	342.6	314.0
平均存貨周轉天數	894.0	830.4	836.7	814.6	770.2
淨負債／總權益比率（%）	36.3	7.3	20.6	17.4	15.9

回報率（%）

資本回報率	16.5	16.7	15.4	14.0	13.6
資產回報率	5.9	6.5	6.4	6.0	6.0

每股數據

每股盈利（港元）	3.75	3.64	3.50	3.57	3.89
每股股息（港元）	0.61	0.77	1.02	0.82	0.91
每股賬面值（港元）	21.3	20.3	22.8	25.5	28.5

來源：公司及招銀國際研究部預測

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）發表於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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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資訊，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。接收本報告之行為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。