

中海物业 (2669 HK)

终于被发现了

- ❖ **收购中信物业。**中海物业于10月20日宣布向中海地产(688 HK)收购中信物业，总代价为1.9亿元人民币。中海地产于去年收购中信地产时，同时收购中信物业。我们在之前的报告提出，中信物业将很有可能注入中海物业。在从中海地产重组剥离后，中海物业成为中建集团内唯一专业物业管理公司。中海物业此次收购将有助中海集团旗下各公司的业务区分，让各专业公司专注其特色业务发展。
- ❖ **盈利符合我们的预期。**中海物业于10月20日宣布向中海地产(688 HK)收购中信物业，总代价为1.9亿元人民币。因此，2016年财务数据将会重列。2017年，公司实现收入33.6亿港元(下同)，增长1.9%；毛利率略微提升0.6个百分点至23.9%；当期净利润为3.07亿，增长29.1%，净利润率为9.1%(FY16: 7.2%)，净利润较我们预期的3.22亿低了4.7%，总体符合预期。截止到2017年底，公司在管项目最多达646个，覆盖73个城市，横跨大陆、香港、澳门。总在管面积超过1亿平，达1.28亿平。公司同时宣派1.5港仙期末股息，加上其中股息合计3港仙，相当于全年分红派息率32.3%。
- ❖ **利润率受中信物业拖累，但盈利有增加。**我们在之前的报告提到过，中信物业的利润率水平明显低于中海原有的项目。根据公告，2017年原有中海物业和中信物业的毛利率分别为26.2%和14.0%，净利率分别为11.0%和1.4%。因此收购合并后，利润率水平有所下滑。此外，中信物业2017年收入和利润率较2016年均有所下滑，收入下滑了12%，毛利率下滑3.8个百分点(FY16:17.8%)，净利率下滑0.1个百分点(FY16:1.5%)。尽管中信物业表现不如人意，但是对于盈利仍然是有贡献的，2017年全年实现了910万元的利润。由于物业行业的经营模式，我们还是认为中信物业是增值点，而不是扣点。我们相信此次收购长远将有助公司拓展业务，在规模竞争中帮助公司迅速增加管理面积。2017年新增在管面积348万平，其中241万平来自中信物业的收购。
- ❖ **增值服务表现平平。**2017年，公司增值服务收为2,630万元，增值14.9%，占全年收入7.8%(FY16:6.9%)。分部毛利率为53.9%，保持稳定(FY16:52.2%)。尽管分部毛利增长18.6%，但相较同业，中海物业增值服务的收入和对利润的贡献均比其他在港上市的物业公司落后。由于公司低调作风，我们暂时没有获知管理层对增值板块的发展计划。但目前整个物业行业正在转型成为社区运营商，而增值服务是转型的关键，因此我们憧憬听到公司的好消息。
- ❖ **提高盈利预测及目标价。**由于公司收购中信物业后在管面积增加，我们上调2018-19年盈利预测12.3%和10.2%至4.38亿和5.18亿。目前股价在21倍FY18 PE。由于整个物业管理行业的重估，中海物业股价在过去12个月已累计上涨89%。我们之前用20倍FY18 PE推出目标价。由于公司已纳入深港通名单及向好的行业前景，我们将倍数提高至25倍，因此目标价由原来的HK\$2.38提高至HK\$3.33的目标。**维持买入评级**

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	3,297	3,358	3,773	4,304	4,862
净利润(百万港元)	238	307	438	518	609
EPS(港仙)	0.072	0.093	0.133	0.157	0.186
EPS变动(%)	n.a.	29	43	18	18
市盈率(x)	39.0	30.2	21.1	17.9	15.2
市帐率(x)	11.4	10.8	8.0	6.2	4.8
股息率(%)	0.8	1.1	1.5	1.8	2.1
权益收益率(%)	29.1	35.8	38.0	34.4	31.8
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

买入(维持)

目标价	HK\$3.33
(过去目标价)	HK\$2.38)
潜在升幅	+18.1%
当前股价	HK\$2.85

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, 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)	9,269
3月平均流通量(百万港元)	51.7
5周内股价高/低(港元)	3.07/1.28
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	2.9%	2.3%
3-月	34.3%	27.8%
6-月	51.6%	37.2%

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

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业管理服务	93.1	92.2	91.8	91.5	91.3
增值服务	6.9	7.8	8.2	8.5	8.7
总额	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
息税前收益率	10.5	12.8	15.9	16.4	17.0
税前利率	10.3	12.8	15.7	16.2	16.9
息税前收益	7.2	9.1	11.6	12.0	12.5
核心净利润率	7.1	9.0	11.6	12.0	12.5
有效税率	30.9	28.4	26.0	26.0	26.0
增长 (%)					
收入	N.A.	1.9	12.4	14.1	13.0
毛利	N.A.	4.6	22.7	17.7	15.9
净利润率	N.A.	24.8	39.2	17.6	17.5
净利润	N.A.	29.2	42.9	18.0	17.8
核心净利润	N.A.	29.2	45.1	18.0	17.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
存货周转天数	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
应收账款周转天数	41	51	52	52	52
应付账款周转天数	196	228	243	243	243
净负债/总权益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回报率 (%)					
资本回报率	29.1	35.8	38.0	34.4	31.8
资产回报率	7.5	8.6	10.8	11.1	11.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.072	0.093	0.133	0.157	0.186
每股股息(人民币)	0.022	0.030	0.043	0.051	0.060
每股账面值(人民币)	0.248	0.260	0.351	0.458	0.584

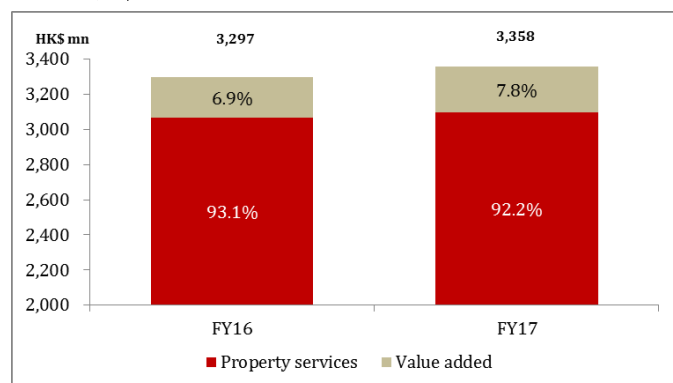
来源: 公司资料, 招银国际则预测

图1：损益表

	FY17	FY16	YoY	FY17 E	Diff
收入	3,358	3,297	1.9%	2,847	17.9%
物业管理服务	3,095	3,068	0.9%	2,620	18.1%
增值服务	263	229	14.9%	227	16.1%
销售成本	(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%
行政费用	(420)	(452)	-7.1%	(427)	-1.7%
联营公司	0	0		0	
净融资成本	(9)	(7)	28.0%	(13)	-33.5%
特殊收入	7	1		4	
税前利润	429	339	26.5%	448	-4.3%
所得税	(122)	(105)	16.2%	(126)	-3.7%
税后利润	307	234	31.1%	322	-4.5%
非控制股东权益	(0)	3		0	
净利润	307	238	29.1%	322	-4.6%

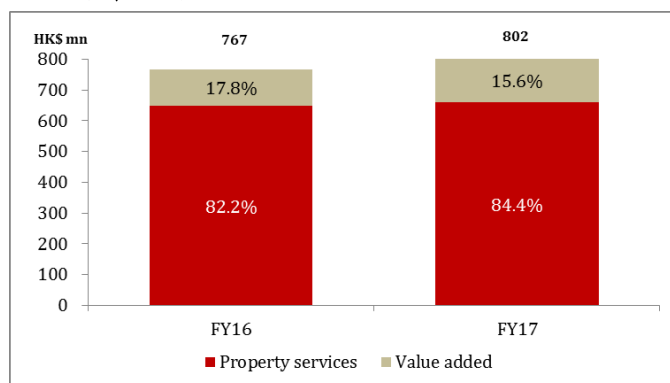
来源：公司

图2：分部收入



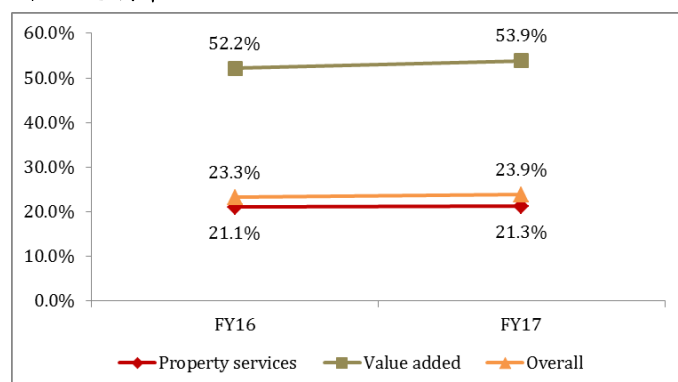
来源：公司

图3：分布毛利



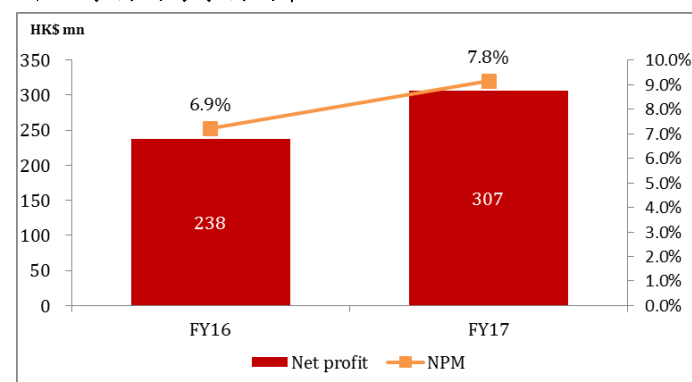
来源：公司

图4：毛利率



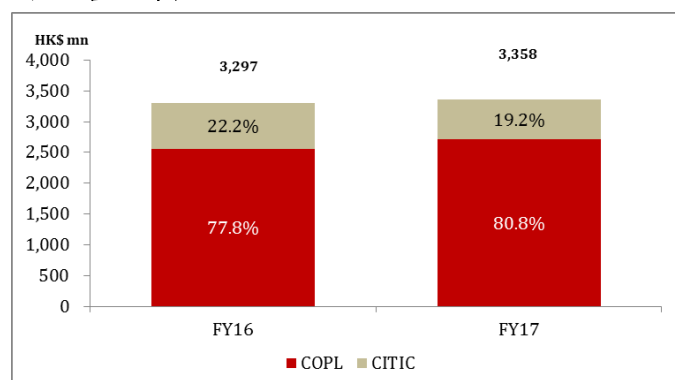
来源：公司

图5：净利润与净利润率



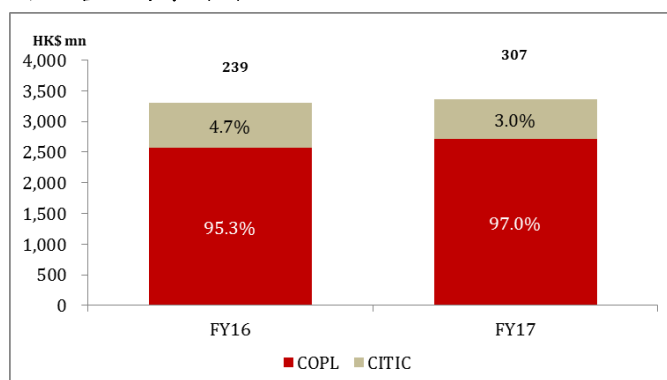
来源：公司

图 6: 各公司收入



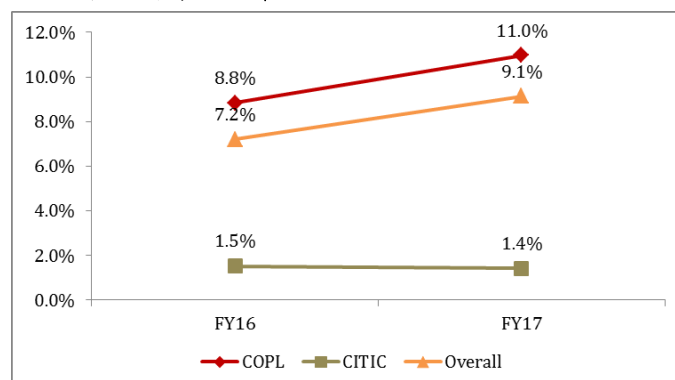
来源: 公司

图 7: 各公司净利润



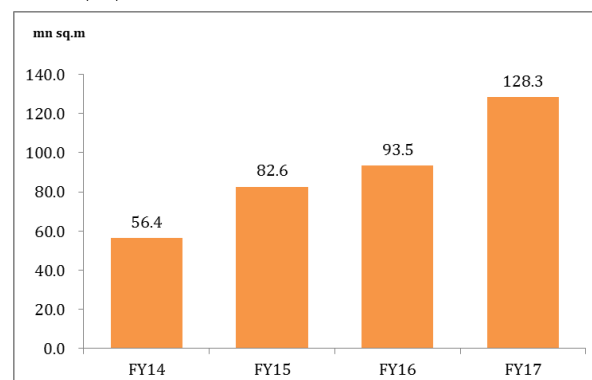
来源: 公司

图 8: 各公司净利润率



来源: 公司

图 9: 在管面积



来源: 公司

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。