

中海地产 (688 HK)

投资物业将是新的增长引擎

❖ **核心利润较我们预期低 8.0%**。2018 年，中海收入和净利润分别增长 3.3% 至 1,715 亿港元（下同）和 10.1% 至 449 亿；核心利润 371 亿，比我们的预测低 8.0%。我们认为差异主要来自房屋交付速度放缓，导致收入结转减少。房地产开发收入在 2018 年略微增长 3.0% 至 1,670 亿，但比我们的预测低 11.9%。虽然 2018 年的毛利率高于我们的预期（实际：37.8%；预期：32.7%），但其他收入减少（FY18：28.6 亿外汇亏损；FY17：21.4 亿外汇收益）和有效税率上升（上升 2.1ppt）拖累了利润增长。公司拟每股派 0.5 港币作为末期股息，因此 2018 年总股息（包括 0.4 港元中期股息）达 0.9 港元，同比增长 12.5%。

❖ **2019 年销售目标 3,500 亿港元**。2018 年，公司合约销售额增长 29.8% 至 3,012 亿。2019 年可售资源为 7,000 亿，今年的销售目标将是 3,500 亿。公司还透露 2020 年的销售目标将达 4,000 亿。截至 2018 年 12 月，已售未结转金额（不包括中海宏洋（81 HK））为 176 亿（同比增长 22.7%），面积达 824 万平。

❖ **总土储 7,010 万平**。2018 年，公司竣工了约 1,364 万平的物业，并同时补充了 63 块土地，新增建面 1,764 万平，新增货值 1,443 亿。截至 2018 年底，公司总土储（不包括中海宏洋）为 7,010 万平（权益占比 81.3%）。2019 年，公司计划新开工 2,585 万平方米（不包括中海宏洋），同比增长 8.8%。

❖ **目标在 2023 年实现 100 亿的租金收入**。2018 年，公司租金收入激增 38.1% 至 40.6 亿，贡献主要来自 68 家已开业的商业物业，共 409 万平。公司目标在 2020 年实现租金收入 50 亿，到 2023 年达 100 亿。这其中包括了目前 30 个在建项目，共 187 万平，和 40 个未开发项目，共 360 万平的潜在贡献。租金收入将成为未来增长火车头。

❖ **舒适的杠杆率**。截至 2018 年底，公司净负债比率为 33.7%，处在安全范围，并且远低于同业平均水平。截至 2018 年底，公司在手现金达到 1,006 亿，可完全覆盖 319 亿的短期贷款。

❖ **股价已充分反映预期**。我们将 2019 年及 2020 年盈利预测下调 3.5% 至 448 亿及 9.2% 至 495 亿。我们引进 2019 年底预测每股资产净值为 45.89 港元。因此，目标价由 29.08 港元上调至 32.13 港元。公司股价年初至今已上涨了 11.3%。我们认为目前估值已充分反映增长预期。下调至持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万港元)	166,045	171,461	201,053	237,264	270,828
净利润(百万港元)	40,767	44,877	44,847	49,548	56,899
EPS(港元)	3.72	4.10	4.09	4.52	5.19
EPS 变动(%)	2.4	10.1	(0.1)	10.5	14.8
市盈率(x)	8.0	7.3	7.3	6.6	5.8
市帐率(x)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.7	3.0	3.8	4.2	4.8
权益收益率(%)	15.3	15.8	14.2	14.1	14.5
净财务杠杆率(%)	27.1	32.5	32.3	37.1	38.7

资料来源：公司及招银国际研究

持有（下调）

目标价	HK\$32.13
(过去目标价)	HK\$29.08
潜在升幅	+7.3%
当前股价	HK\$24.45

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	328,138
3 月平均流通量(百万港元)	463
52 周内股价高/低(港元)	32.2/22.5
总股本(百万)	10,956

资料来源：彭博

股东结构

中国建筑	55.1%
中信	10.0%
自由流通	34.9%

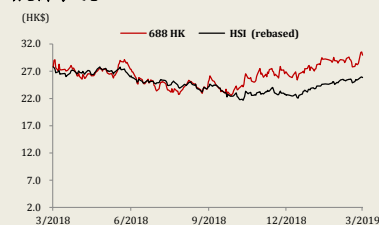
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.2%	2.7%
3-月	13.8%	-0.1%
6-月	22.0%	13.4%

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.coli.com.hk

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	166,045	171,461	201,053	237,264	270,828
物业发展	162,140	167,037	195,433	230,611	262,896
物业投资	2,450	3,534	4,240	5,003	5,904
其他	1,455	891	1,380	1,650	2,028
销售成本	(111,345)	(106,658)	(132,915)	(160,319)	(182,937)
毛利	54,700	64,803	68,138	76,945	87,892
销售费用	(2,950)	(2,622)	(3,016)	(3,440)	(3,927)
行政费用	(2,849)	(2,967)	(3,317)	(3,678)	(3,792)
其他收益	8,027	1,081	3,447	4,200	4,815
息税前收益	56,928	60,296	65,252	74,027	84,988
融资成本	(1,394)	(1,586)	(1,728)	(1,943)	(2,171)
联营公司	1,938	3,422	3,503	3,998	4,478
特殊收入	5,946	10,413	-	-	-
税前利润	63,419	72,545	67,027	76,083	87,295
所得税	(21,277)	(25,866)	(20,552)	(24,833)	(28,416)
非控制股东权益	(1,375)	(1,802)	(1,628)	(1,702)	(1,980)
净利润	40,767	44,877	44,847	49,548	56,899
核心净利润	36,397	40,827	44,847	49,548	56,899

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	143,614	158,309	163,490	179,865	192,965
物业、厂房及设备	4,473	4,198	4,500	4,800	5,000
投资物业	97,377	111,574	112,000	125,000	135,000
联营公司	36,224	36,195	42,000	45,000	47,500
可供出售投资	116	-	-	-	-
无形资产	65	65	65	65	65
其他	5,359	6,277	4,925	5,000	5,400
流动资产	501,791	567,032	619,338	689,565	755,227
现金及现金等价物	104,051	100,555	109,838	112,365	113,227
应收贸易款项	23,927	22,114	32,000	38,000	42,000
关连款项	9,777	16,920	11,500	12,400	13,000
存货	359,947	422,006	460,000	520,000	580,000
其他	4,089	5,436	6,000	6,800	7,000
流动负债	206,543	249,136	251,500	270,900	287,400
借债	30,424	30,904	30,500	32,000	35,000
应付贸易账款	133,112	156,424	165,000	178,000	190,000
应付税项	29,742	34,881	36,000	38,500	40,000
关连款项	13,265	26,927	20,000	22,400	22,400
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	165,319	182,598	204,300	235,150	256,200
借债	147,815	165,045	185,000	215,000	235,000
递延税项	13,704	15,541	16,800	17,300	17,800
其他	3,800	2,013	2,500	2,850	3,400
少数股东权益	7,849	10,125	11,300	11,800	12,000
净资产总值	265,694	283,481	315,728	351,580	392,592
股东权益	265,694	283,481	315,728	351,580	392,592

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	56,928	60,296	65,252	74,027	84,988
折旧和摊销	445	447	420	450	480
营运资金变动	(77,569)	(52,062)	(54,320)	(63,000)	(64,000)
税务开支	(12,617)	(18,891)	(18,174)	(21,833)	(26,416)
其他	(9,225)	(4,294)	16,636	(377)	3,781
经营活动所得现金净额	(42,037)	(14,503)	9,814	(10,733)	(1,168)
购置固定资产	(7,636)	723	118	150	280
联营公司	(2,714)	1,286	(4,637)	(1,667)	(1,007)
其他	2,270	(918)	1,352	(75)	(400)
投资活动所得现金净额	(8,079)	1,091	(3,168)	(1,592)	(1,127)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(4,514)	17,711	19,551	31,500	23,000
股息	(9,154)	(9,313)	(10,408)	(13,147)	(14,243)
其他	527	6,519	(1,506)	1,500	(600)
融资活动所得现金净额	(13,141)	14,917	7,636	19,853	8,157
现金增加净额	(63,258)	1,505	14,283	7,527	5,862
年初现金及现金等价物	154,983	99,460	95,965	105,247	107,774
汇兑	7,734	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
年末现金及现金等价物	99,460	95,965	105,247	107,774	108,636
抵押现金	(4,591)	(4,591)	(4,591)	(4,591)	(4,591)
年末资产负债表现金及现金等价物	104,051	100,555	109,838	112,365	113,227

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	97.6	97.4	97.2	97.2	97.1
物业投资	1.5	2.1	2.1	2.1	2.2
其他	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.9	37.8	33.9	32.4	32.5
税前利率	38.2	42.3	33.3	32.1	32.2
息税前收益	24.6	26.2	22.3	20.9	21.0
核心净利润率	21.9	23.8	22.3	20.9	21.0
有效税率	33.6	35.7	30.7	32.6	32.6
增长 (%)					
收入	1.2	3.3	17.3	18.0	14.1
毛利	19.8	18.5	5.1	12.9	14.2
净利润率	13.4	5.9	8.2	13.4	14.8
净利润	10.1	10.1	(0.1)	10.5	14.8
核心净利润	16.0	12.2	9.8	10.5	14.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.4	2.3	2.5	2.5	2.6
平均应收账款周转天数	52.6	47.1	58.1	58.5	56.6
平均应付账款周转天数	436.4	535.3	453.1	405.3	379.1
平均存货周转天数	1,179.9	1,444.2	1,263.2	1,183.9	1,157.2
净负债/总权益比率 (%)	27.1	32.5	32.3	37.1	38.7
回报率 (%)					
资本回报率	15.3	15.8	14.2	14.1	14.5
资产回报率	6.3	6.2	5.7	5.7	6.0
每股数据					
每股盈利(港元)	3.72	4.10	4.09	4.52	5.19
每股股息(港元)	0.80	0.90	1.15	1.25	1.45
每股账面值(港元)	24.3	25.9	28.8	32.1	35.8

来源：公司及招银国际研究部预测

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。