

中海物業 (2669 HK)

收購中信物業符合預期

❖ **收購中信物業。**中海物業于10月20日宣布向中海地產(688 HK)收購中信物業，總代價為1.9億元人民幣。中海地產于去年收購中信地產時，同時收購中信物業。我們在之前的報告提出，中信物業將很有可能注入中海物業。在從中海地產重組剝離後，中海物業成為中建集團內唯一專業物業管理公司。中海物業此次收購將有助中海外集團旗下各公司的業務區分，讓各專業公司專注其特色業務發展。

❖ **業務規模將擴大。**根據收購公告，中信物業目前在20個城市管理著120個物業項目。根據中海地產去年公告，中信物業2015年收入達9.2億元人民幣，而中海物業2016年收入為25.7億元人民幣。在收購完成後，我們預計中海物業在17年底在管面積將達1.15億平方米(1H17:0.99億平方米)。中信物業在2015年和2016年淨利潤分別為2,020萬元和680萬元人民幣。

❖ **收購價格不便宜但長遠有助公司拓展業務。**此次收購價格相當于中信物業28倍16財年市盈率，與中海物業16財年市盈率相當。但中信物業在2016淨利潤同比下滑66.3%，且中海地產最初收購中信物業的價格為6,650萬元人民幣，相當于186%的溢價。根據相關公告數據計算，中信物業2015年的淨利潤大約在2.3%，低于中海物業的淨利潤水平，我們對中信物業的盈利能力保持謹慎樂觀。儘管收購很難在短期對公司財務帶來明顯提升，但我們相信此次收購長遠將有助公司拓展業務，在規模競爭中幫助公司迅速增加管理面積。此外，中海物業截止到17年中期擁有現金約21.5億元港幣，收購不會對公司造成現金壓力。

❖ **提高盈利預測及目標價。**由于公司收購中信物業後在管面積增加，我們上調2017-19年盈利預測3.4%、6.2%和9.1%至3.22億、3.90億和4.70億元人民幣。我們維持20倍FY18市盈率，因此目標價由2.24港元提高至2.38港元。維持買入評級

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	2,544	2,563	2,847	4,013	4,411
淨利潤(百萬港元)	117	226	322	390	470
EPS(港仙)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
EPS變動(%)	N.A	93	42	21	21
市盈率(x)	53.4	27.6	19.4	16.0	13.3
市帳率(x)	9.9	8.6	6.6	5.1	4.0
股息率(%)	0.0	1.2	1.6	1.9	2.3
權益收益率(%)	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$2.38
(過去目標價)	HK\$2.24
潛在升幅	+25.3%
當前股價	HK\$1.90

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

房地產服務行業

市值(百萬港元)	6,245
3月平均流通量(百萬港元)	42.0
5周內股價高/低(港元)	2.10/1.23
總股本(百萬)	3,286.9

資料來源：彭博

股東結構

China Overseas Holdings	61.18%
Silver Lot Development	5.16%
自由流通	33.66%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.6%	-4.0%
3-月	29.5%	22.8%
6-月	38.0%	17.7%

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.copl.com.hk

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,544	2,563	2,847	4,013	4,411
物業管理服務	2,347	2,334	2,620	3,775	4,150
增值服務	197	229	227	238	262
銷售成本	(2,020)	(1,927)	(2,000)	(2,901)	(3,139)
毛利	525	636	847	1,112	1,272
其他收入	19	26	37	40	45
行政費用	(385)	(330)	(427)	(602)	(662)
息稅前收益	159	332	457	551	656
淨融資成本	(2)	(7)	(13)	(8)	(1)
聯營公司	0	0	0	0	-
特殊收入	4	1	4	-	-
稅前利潤	161	326	448	543	655
所得稅	(44)	(100)	(126)	(153)	(185)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	117	226	322	390	470
核心利潤	114	226	318	390	470

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	111	99	349	347	345
投資型房地產	71	67	94	94	94
固定資產	33	27	24	22	20
預付土地金	4	3	3	3	3
其他	3	2	28	28	28
流動資產	2,055	2,470	2,689	3,372	3,852
存貨	1	0	0	0	0
貿易及其他應收賬款	267	290	320	451	496
現金及現金等價物	1,741	2,112	2,278	2,793	3,215
其他	47	68	91	128	141
流動負債	1,528	1,521	2,019	2,475	2,629
貿易及其他應付賬款	846	1,030	1,176	1,706	1,847
預收款項	403	413	455	642	705
帶息借款	184	-	310	50	-
其他	95	77	77	77	77
非流動負債	7	320	70	25	25
遞延稅項	7	10	20	25	25
帶息借款	-	310	50	-	-
資產淨額	630	728	950	1,219	1,543
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	630	728	950	1,219	1,543

來源：公司資料，招銀國際則預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	159	332	457	551	656
折舊和攤銷	22	11	8	7	7
營運資金變動	291	251	135	548	146
稅務開支	(21)	(53)	7	5	-
其他	(33)	(102)	(126)	(153)	(185)
經營活動所得現金淨額	418	439	481	958	624
資本性支出	(13)	(7)	(252)	(5)	(5)
聯營公司	(49)	-	-	-	-
其他	434	19	-	-	-
投資活動所得現金淨額	372	12	(252)	(5)	(5)
股份發行	3	-	-	-	-
淨銀行借貸	184	126	50	(310)	(50)
股息	-	(76)	(100)	(121)	(146)
利息	(2)	(7)	(13)	(8)	(1)
其他	(237)	1	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(52)	44	(63)	(439)	(197)
現金增加淨額	738	495	166	514	422
年初現金及現金等價物	1,089	1,741	2,112	2,278	2,793
匯兌	(85)	(124)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215
抵押現金	-	-	-	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215

來源：公司資料，招銀國際則預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業管理服務	92.2	91.1	92.0	94.1	94.1
增值服務	7.8	8.9	8.0	5.9	5.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.6	24.8	29.8	27.7	28.8
息稅前收益率	6.2	13.0	16.0	13.7	14.9
稅前利率	6.3	12.7	15.7	13.5	14.8
息稅前收益	4.6	8.8	11.3	9.7	10.7
核心淨利潤率	4.5	8.8	11.2	9.7	10.7
有效稅率	27.3	30.6	28.2	28.2	28.2
增長 (%)					
收入	17.6	0.7	11.1	41.0	9.9
毛利	27.0	21.3	33.1	31.3	14.4
淨利潤率	24.8	109.4	37.5	20.6	19.0
淨利潤	21.6	93.3	42.1	21.2	20.6
核心淨利潤	n.a.	98.1	41.1	22.4	20.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.6	1.3	1.4	1.5
存貨周轉天數	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
應收賬款周轉天數	38	41	41	41	41
應付賬款周轉天數	153	195	215	215	215
淨負債/總權益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回報率 (%)					
資本回報率	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
資產回報率	5.4	8.8	10.6	10.5	11.2
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
每股股息(人民幣)	-	0.022	0.030	0.037	0.044
每股賬面值(人民幣)	0.192	0.222	0.289	0.371	0.470

來源：公司資料，招銀國際則預測

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）發表于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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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信息，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。接收本報告之行爲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。