

SOHO 中国 (410 HK, HK\$5.36, 目标价: HK\$7.45, 买入) — 盈利下跌但可理解

- ❖ **基础盈利下跌 60%。**SOHO 中国在上周五宣布 2014 年业绩。2014 年的营业额及纯利分别下跌 58.3%至 61.0 亿元(人民币·下同)及 44.8%至 40.8 亿元, 欠佳的业绩因为公司业务转型「由售改为持有」而令交付的物业减少。扣除投资物业价值重估, 2014 年基础盈利下跌 60%至 17.8 亿元。实际的基础盈利较我们的预期少 37.1%, 差异主要因部份物业延期交付及销售较慢。
- ❖ **强劲的租金增长。**2014 年的租金收益受惠于平均租金上升及新投资物业的贡献而增加 51.7%至 4.24 亿元。期内有 4 个投资物业竣工, 新投资物业提供 8,100 万元的租金收益, 或相等于总租金收益的 19.1%。截至 2014 年底, 已落成的投资物业总面积达 84 万平方米, 当所有投资物业在 2018 年如期竣工, 投资物业总面积将增至 180 万平方米。此外, SOHO 中国使用一个公开透明和标准化的网上租赁平台(www.sohochinaleasing.com)来吸引租户, 以提高效率及减省成本。
- ❖ **推出 SOHO 3Q。**SOHO 中国推出一个新的服务式办公室业务, 名为 SOHO 3Q。租户以平均每人每周的 1,000 元租金来租取位置。在 SOHO 3Q, 租户可免费享受 WiFi、咖啡、会议室的设施。目前, 于望京 SOHO 及 SOHO 复兴广场分别提供 659 及 850 个位置, 估计至 2015 年底, 大约 7,994 个位置会在北京及上海 10 个地点提供。管理层预期 SOHO 3Q 每年的收入可高达 8,000 万美元。
- ❖ **安全的资产负债表可派发高息。**在 2014 年底, 净负债与总权益比率为 19.2%, 低负债可使公司派发高息。行政总裁张欣承诺未来会维持派发每年每股股息 0.25 元。
- ❖ **在使用 2015 年的资产净值预测后下调目标价。**我们预测 2015 年至 2017 年盈利分别为 11.7 亿元、12.2 亿元及 13.6 亿元。此外, 我们引入 2015 年每股资产净值预测为 12.41 港元, 因此目标价由 8.07 港元下调至 7.45 港元, 相等于与每股资产净值折让 40%。上升空间 38.9%, 评级维持为买入

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额 (百万元人民币)	14,621	6,098	1,933	1,824	2,075
净利润 (百万元人民币)	7,388	4,080	1,165	1,219	1,358
每股收益 (人民币)	1.492	0.781	0.224	0.234	0.261
每股收益变动 (%)	(27)	(48)	(71)	5	11
市盈率(x)	2.9	5.5	19.1	18.3	16.4
市帐率(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
权益收益率 (%)	19.7	10.4	2.7	2.6	2.8
净财务杠杆率 (%)	16.7	19.2	8.6	11.6	9.6

来源: 公司及招银国际研究部

SOHO 中国 (410 HK)

评级	买入
收市价(港币)	5.36
目标价(港币)	7.45
市值(港币百万)	27,869
过去 3 月平均交易(港币百万)	22.2
52 周高/低(港币)	6.8/5.25
发行股数(百万)	5,200
主要股东	张欣(62.9%)

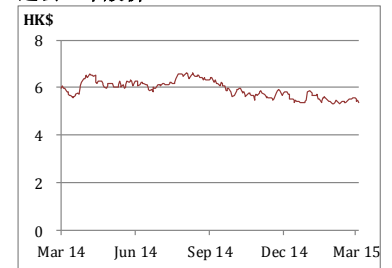
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.8%	4.4%
3 月	-6.4%	-7.1%
6 月	-14.8%	-11.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	14,621	6,098	1,933	1,824	2,075
物业发展	14,342	5,674	686	-	-
物业投资	279	424	1,247	1,824	2,075
其他	-	-	-	-	-
销售成本	(6,508)	(3,020)	(430)	(182)	(207)
毛利	8,114	3,078	1,504	1,642	1,867
其他收益	302	860	527	350	380
销售费用	(373)	(200)	(87)	(91)	(100)
行政费用	(348)	(278)	(290)	(319)	(353)
其他费用	(127)	(274)	(97)	(100)	(104)
息税前收益	7,568	3,186	1,557	1,481	1,691
融资成本	682	378	133	175	165
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	4,220	3,125	-	-	-
税前利润	12,470	6,689	1,690	1,656	1,857
所得税	(5,034)	(2,538)	(525)	(414)	(464)
非控制股东权益	(48)	(72)	-	(23)	(35)
净利润	7,388	4,080	1,165	1,219	1,358
核心净利润	4,440	1,778	1,165	1,219	1,358

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	55,811	59,063	60,790	65,540	68,780
物业、厂房及设备	673	651	690	740	780
投资物业	48,728	52,875	54,000	56,000	58,000
联营公司	4,088	4,057	4,500	7,000	8,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,322	1,481	1,600	1,800	2,000
流动资产	22,012	17,731	16,992	17,657	16,500
现金及现金等价物	10,525	12,439	13,692	14,357	13,700
应收贸易款项	2,901	1,309	1,800	2,000	1,800
存货	8,587	3,983	1,500	1,300	1,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
流动负债	19,251	11,517	11,300	12,000	12,600
借债	2,760	1,353	1,500	1,800	2,000
应付贸易账款	6,698	4,958	3,500	3,200	2,800
应付税项	9,793	5,206	6,300	7,000	7,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	20,086	24,842	22,000	24,100	22,800
借债	14,310	18,909	16,000	18,000	16,500
递延税项	5,300	5,751	5,500	5,600	5,800
其他	476	183	500	500	500
少数股东权益	1,025	1,097	1,080	1,100	1,150
净资产总值	37,461	39,338	43,402	45,997	48,730
股东权益	37,461	39,363	43,402	45,997	48,730

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	7,568	3,186	1,557	1,481	1,691
折旧和摊销	29	32	23	24	26
营运资金变动	3,766	7,230	872	(300)	100
税务开支	(3,496)	(3,452)	685	577	765
其他	(6,044)	(1,935)	3,721	2,407	2,377
经营活动所得现金净额	1,825	5,061	6,857	4,189	4,959
购置固定资产	(6,472)	(4,157)	(1,187)	(2,074)	(2,066)
联营公司	(23)	31	(443)	(2,500)	(1,000)
其他	2,028	85	39	-	-
投资活动所得现金净额	(4,467)	(4,041)	(1,591)	(4,574)	(3,066)
股份发行	(1,399)	-	-	-	-
净银行借贷	(3,969)	3,192	(2,762)	2,300	(1,300)
股息	(1,258)	(1,270)	(1,301)	(1,300)	(1,300)
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(6,626)	1,922	(4,063)	1,000	(2,600)
现金增加净额	(9,269)	2,942	1,203	615	(707)
年初现金及现金等价物	18,492	9,069	12,062	13,315	13,980
汇兑	(153)	50	50	50	50
年末现金及现金等价物	9,069	12,062	13,315	13,980	13,323
受限制现金	1,455	377	377	377	377
资产负债表的现金	10,525	12,439	13,692	14,357	13,700

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售组合 (%)					
物业发展	98.1	93.1	35.5	-	-
物业投资	1.9	6.9	64.5	100.0	100.0
其他	-	-	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	(9.4)	(58.3)	(68.3)	(5.6)	13.7
毛利	(9.9)	(62.1)	(51.1)	9.2	13.7
净利润	(30.2)	(44.8)	(71.5)	4.6	11.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	55.5	50.5	77.8	90.0	90.0
税前利率	85.3	109.7	87.4	90.8	89.5
净利润率	50.5	66.9	60.2	66.8	65.4
核心净利润率	30.4	29.2	60.2	66.8	65.4
有效税率	40.4	37.9	31.1	25.0	25.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.5	1.5	1.5	1.3
平均应收账款周转天数	72.4	78.4	339.8	400.2	316.7
平均应付帐款周转天数	89.5	276.6	660.8	640.3	492.6
平均存货周转天数	481.6	481.4	1,274.5	2,601.3	1,759.4
净负债/ 总权益比率 (%)	16.7	19.2	8.6	11.6	9.6
回报率 (%)					
资本回报率	19.7	10.4	2.7	2.6	2.8
资产回报率	9.5	5.3	1.5	1.5	1.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.492	0.781	0.224	0.234	0.261
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
每股账面值(人民币)	7.08	7.57	8.35	8.85	9.37

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

本报告期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。