

中海物业 (2669 HK)

收购中信物业符合预期

- ❖ **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外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。
- ❖ **业务规模将扩大。**根据收购公告，中信物业目前在20个城市管理着120个物业项目。根据中海地产去年公告，中信物业2015年收入达9.2亿元人民币，而中海物业2016年收入为25.7亿元人民币。在收购完成后，我们预计中海物业在17年底在管面积将达1.15亿平方米(1H17:0.99亿平方米)。中信物业在2015年和2016年净利润分别为2,020万元和680万元人民币。
- ❖ **收购价格不便宜但长远有助公司拓展业务。**此次收购价格相当于中信物业28倍16财年市盈率，与中海物业16财年市盈率相当。但中信物业在2016净利润同比下滑66.3%，且中海地产最初收购中信物业的价格为6,650万元人民币，相当于186%的溢价。根据相关公告数据计算，中信物业2015年的净利润大约在2.3%，低于中海物业的净利润水平，我们对中信物业的盈利能力保持谨慎乐观。尽管收购很难在短期对公司财务带来明显提升，但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。此外，中海物业截止到17年中期拥有现金约21.5亿元港币，收购不会对公司造成现金压力。
- ❖ **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2017-19年盈利预测3.4%、6.2%和9.1%至3.22亿、3.90亿和4.70亿元人民币。我们维持20倍FY18市盈率，因此目标价由2.24港元提高至2.38港元。维持买入评级

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	2,544	2,563	2,847	4,013	4,411
净利润(百万港元)	117	226	322	390	470
EPS(港仙)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
EPS变动(%)	N.A	93	42	21	21
市盈率(x)	53.4	27.6	19.4	16.0	13.3
市帐率(x)	9.9	8.6	6.6	5.1	4.0
股息率(%)	0.0	1.2	1.6	1.9	2.3
权益收益率(%)	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
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\$2.38
(过去目标价)	HK\$2.24)
潜在升幅	+25.3%
当前股价	HK\$1.90

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)	6,245
3月平均流通量(百万港元)	42.0
5周内股价高/低(港元)	2.10/1.23
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	-2.6%	-4.0%
3-月	29.5%	22.8%
6-月	38.0%	17.7%

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)	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	228	228	228
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
現金及現金等价物	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
貿易及其他應付帳款	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

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	159	332	457	551	656
折旧和摊销	22	11	8	7	7
营运资金变动	291	251	135	548	146
税务开支	(21)	(53)	7	5	-
其他	(33)	(102)	(126)	(153)	(185)
经营活动所得现金净额	418	439	481	958	624
资本性支出	(13)	(7)	(252)	(5)	(5)
联营公司	(49)	-	-	-	-
其他	434	19	-	-	-
投资活动所得现金净额	372	12	(252)	(5)	(5)
股份发行	3	-	-	-	-
净银行借贷	184	126	50	(310)	(50)
股息	-	(76)	(100)	(121)	(146)
利息	(2)	(7)	(13)	(8)	(1)
其他	(237)	1	-	-	-
融资活动所得现金净额	(52)	44	(63)	(439)	(197)
现金增加净额	738	495	166	514	422
年初现金及现金等价物	1,089	1,741	2,112	2,278	2,793
汇兑	(85)	(124)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215
抵押现金	-	-	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	1,742	2,112	2,278	2,793	3,215

来源:公司资料,招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业管理服务	92.2	91.1	92.0	94.1	94.1
增值服务	7.8	8.9	8.0	5.9	5.9
总额	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
息税前收益率	6.2	13.0	16.0	13.7	14.9
税前利率	6.3	12.7	15.7	13.5	14.8
息税前收益	4.6	8.8	11.3	9.7	10.7
核心净利润率	4.5	8.8	11.2	9.7	10.7
有效税率	27.3	30.6	28.2	28.2	28.2
增长 (%)					
收入	17.6	0.7	11.1	41.0	9.9
毛利	27.0	21.3	33.1	31.3	14.4
净利润率	24.8	109.4	37.5	20.6	19.0
净利润	21.6	93.3	42.1	21.2	20.6
核心净利润	n.a.	98.1	41.1	22.4	20.6
资产负债比率					
流动比率(x)	1.3	1.6	1.3	1.4	1.5
存货周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	38	41	41	41	41
应付账款周转天数	153	195	215	215	215
净负债/总权益比率 (%)	Net cash				
回报率 (%)					
资本回报率	18.6	31.1	33.9	32.0	30.5
资产回报率	5.4	8.8	10.6	10.5	11.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.036	0.069	0.098	0.119	0.143
每股股息(人民币)	-	0.022	0.030	0.037	0.044
每股账面值(人民币)	0.192	0.222	0.289	0.371	0.470

来源:公司资料,招银国际预测

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上责任。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。