

中海地產 (688 HK)

大象能飛嗎

- ❖ **2017 年核心淨利潤高于我們預期 2.4%。**2017 年，中海地產實現收入 1,660 億港元(下同)，增長 1.2%；淨利潤 408 億，增長 10.1%。毛利率同比提升 5.1 個百分點至 32.9%。由于公司在 2016 年分別向母公司、中建國際(3311 HK)和中海宏洋(81 HK)出售資產，因此其他收入錄得 100 億收入，所以 2017 年其他收入減少 27.6%。SG&A 費用穩中有降，占收入比收窄 0.5 個百分點至 3.5%。除去投資物業重估的核心淨利潤為 364 億，增長 16.0%，高于我們預期 2.4%。
- ❖ **2018 年銷售目標 2,900 億。**2017 年，公司實現合約銷售 2,321 億，增長 10.2%，銷售面積 1,446 萬平，增長 10.9%。以價值計算，華北和北方區域分別占總銷售的 28.0%和 22.1%。2018 年，公司可售貨值在 5,550 億，而今年的銷售目標暫時設定在 2,900 億，意味著去化率由 2017 年的 65.9%下降至 2018 年預期的 52.7%，這是由于公司對今年的房地產市場保持謹慎的態度。截止到 2017 年底，公司已售未結轉金額為 1,438 億，增長 26.3%，相當于未結轉面積 729 萬平，增長 23.4%。
- ❖ **權益土地儲備達 6,064 萬平方米。**2017 年，中海共獲取 76 個項目(包括合營及聯營項目，但不含中海宏洋)，共建築面積 1,463 萬平方米，權益地價 1,106 億元。截至到 2017 年底，公司總土地儲備(不含中海宏洋)達 6,375 萬平方米，權益儲備為 5,375 萬平方米。中海宏洋(持股 38.3%) 方面，2017 年底權益土儲達 1,791 萬平。公司計劃在 2018 年投資 1,530 億用于土地收購。
- ❖ **淨負債比率上升，但仍然安全。**2017 年底公司淨負債比率為 27.1%較 2016 年底的 7.3%有所上升，但仍然是行業內最低杠杆的公司之一。截止到 2017 年底，公司現金餘額 1,041 億，總負債 1,782 億，其中短期負債 304 億，因此公司財務狀況仍然穩健。
- ❖ **下降評級至持有。**公司管理層似乎處于過渡期。我們也將 2018 年盈利預測下調 0.8%至 388 億，2019 年提高 5.7%至 450 億。此外，我們推出 2018 年底公司每股淨資產 41.08 港元。因此目標價由 28.64 港元上升至 28.75 港元，相當于 30%的折讓。潛在升幅為 6.1%，因此下調評級至持有。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬港元)	164,069	166,045	194,266	223,443	263,400
淨利潤(百萬港元)	37,021	40,767	38,793	45,029	51,349
EPS(港元)	3.64	3.72	3.54	4.11	4.69
EPS 變動(%)	(3.2)	2.4	(4.8)	16.1	14.0
市盈率(x)	7.5	7.3	7.7	6.6	5.8
市帳率(x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.8	3.0	3.1	3.4	3.7
權益收益率(%)	16.7	15.3	13.1	13.6	13.9
淨財務杠杆率(%)	7.3	27.1	25.1	19.5	15.6

資料來源：公司及招銀國際研究

持有(下調)

目標價	HK\$28.75
(過去目標價)	HK\$28.64)
潛在升幅	+6.1%
當前股價	HK\$27.10

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	296,913
3 月平均流通量(百萬港元)	713
5 周內股價高/低(港元)	32.2/21.5
總股本(百萬)	10,956

資料來源：彭博

股東結構

中國建築	55.1%
中信	10.0%
自由流通	34.9%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.5%	0.6%
3-月	13.3%	10.6%
6-月	1.3%	-6.8%

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.coli.com.hk

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	164,069	166,045	194,266	223,443	263,400
物業發展	159,891	162,140	189,704	218,159	257,428
物業投資	2,137	2,450	2,842	3,354	3,957
其他	2,040	1,455	1,720	1,930	2,015
銷售成本	(118,425)	(111,345)	(132,990)	(153,996)	(182,748)
毛利	45,643	54,700	61,275	69,447	80,652
銷售費用	(3,372)	(2,950)	(3,303)	(3,687)	(4,346)
行政費用	(3,180)	(2,849)	(3,108)	(3,352)	(3,951)
其他收益	11,091	8,027	4,115	4,819	4,963
息稅前收益	50,183	56,928	58,979	67,228	77,319
融資成本	(2,056)	(1,394)	(1,505)	(1,550)	(1,613)
聯營公司	1,252	1,938	2,314	3,005	3,125
特殊收入	7,723	5,946	-	-	-
稅前利潤	57,102	63,419	59,789	68,684	78,831
所得稅	(18,711)	(21,277)	(20,276)	(22,867)	(26,562)
非控制股東權益	(1,370)	(1,375)	(720)	(788)	(920)
淨利潤	37,021	40,767	38,793	45,029	51,349
核心淨利潤	31,371	36,397	38,793	45,029	51,349

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	96,376	143,614	149,485	156,985	165,485
物業、廠房及設備	4,454	4,473	4,800	5,000	5,300
投資物業	67,093	97,377	102,000	105,000	110,000
聯營公司	20,849	36,224	38,000	42,000	45,000
可供出售投資	147	116	120	120	120
無形資產	65	65	65	65	65
已抵押銀行存款	-	-	-	-	-
其他	3,768	5,359	4,500	4,800	5,000
流動資產	474,913	501,791	515,759	565,758	616,850
現金及現金等價物	157,162	104,051	103,659	122,858	135,650
應收貿易款項	23,405	23,927	29,000	32,000	32,000
關連款項	19,186	9,777	10,300	11,500	12,400
存貨	269,428	359,947	368,000	394,000	430,000
其他	5,732	4,089	4,800	5,400	6,800
流動負債	199,604	206,543	195,500	210,900	224,800
借債	40,286	30,424	28,000	30,500	32,000
應付貿易賬款	129,958	133,112	136,000	147,000	158,000
應付稅項	21,888	29,742	22,500	24,000	25,000
關連款項	7,206	13,265	9,000	9,400	9,800
其他	266	-	-	-	-
非流動負債	144,261	165,319	166,150	172,700	177,400
借債	133,534	147,815	152,000	158,500	163,000
遞延稅項	9,857	13,704	13,200	13,200	13,200
其他	870	3,800	950	1,000	1,200
少數股東權益	5,175	7,849	8,200	8,800	9,400
淨資產總值	222,248	265,694	295,394	330,343	370,735
股東權益	222,248	265,694	295,394	330,343	370,735

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	50,183	56,928	58,979	67,228	77,319
折舊和攤銷	357	445	447	480	500
營運資金變動	35,087	(83,488)	(14,382)	(26,000)	(33,000)
稅務開支	(15,038)	(9,577)	(28,022)	(21,367)	(25,562)
其他	(10,049)	(8,332)	(595)	8,099	5,293
經營活動所得現金淨額	60,540	(44,022)	16,428	28,440	24,549
購置固定資產	3,043	426	121	280	200
聯營公司	1,762	(14,698)	(1,009)	(2,998)	(1,958)
其他	10,308	(1,591)	859	(300)	(200)
投資活動所得現金淨額	15,114	(15,863)	(29)	(3,018)	(1,958)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(15,023)	4,418	1,762	9,000	6,000
股息	(8,193)	(8,112)	(8,765)	(9,422)	(10,299)
其他	(9,179)	15,468	(4,787)	(800)	(500)
融資活動所得現金淨額	(32,394)	11,774	(11,791)	(1,222)	(4,799)
現金增加淨額	43,259	(48,111)	4,608	24,199	17,792
年初現金及現金等價物	69,667	104,602	51,491	51,099	70,298
匯兌	(8,324)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
年末現金及現金等價物	104,603	51,491	51,100	70,298	83,090
抵押現金	(2,178)	(2,178)	(2,178)	(2,178)	(2,178)
年末資產負債表現金及現金等價物	106,781	53,670	53,278	72,477	85,269

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
物業發展	97.5	97.6	97.7	97.6	97.7
物業投資	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
其他	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率（%）

毛利率	27.8	32.9	31.5	31.1	30.6
稅前利率	34.8	38.2	30.8	30.7	29.9
息稅前收益	22.6	24.6	20.0	20.2	19.5
核心淨利潤率	19.1	21.9	20.0	20.2	19.5
有效稅率	32.8	33.6	33.9	33.3	33.7

增長（%）

收入	(3.2)	1.2	17.0	15.0	17.9
毛利	(1.0)	19.8	12.0	13.3	16.1
息稅前收益	10.2	13.4	3.6	14.0	15.0
淨利潤	6.9	10.1	(4.8)	16.1	14.0
核心淨利潤	8.6	16.0	6.6	16.1	14.0

資產負債比率

流動比率（x）	2.4	2.4	2.6	2.7	2.7
平均應收賬款周轉天數	52.1	52.6	54.5	52.3	44.3
平均應付帳款周轉天數	400.5	436.4	373.3	348.4	315.6
平均存貨周轉天數	830.4	1,179.9	1,010.0	933.9	858.8
淨負債／總權益比率（%）	7.3	27.1	25.1	19.5	15.6

回報率（%）

資本回報率	16.7	15.3	13.1	13.6	13.9
資產回報率	6.5	6.3	5.8	6.2	6.6

每股數據

每股盈利（港元）	3.64	3.72	3.54	4.11	4.69
每股股息（港元）	0.77	0.80	0.83	0.92	1.00
每股賬面值（港元）	20.3	24.3	27.0	30.2	33.8

來源：公司及招銀國際研究部預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。