

SOHO 中国 (410 HK, HK\$5.71, 目标价: HK\$7.82, 买入) — 转型未知能否成功

❖ **中期盈利下跌 65%。**SOHO 中国昨天公布中期业绩。收入在 2012 上半年下降 53.8% 至 12.2 亿元(人民币·下同), 同期净利润下跌 65.0% 至 6.13 亿元。公司归咎于缺乏新项目竣工和投资物业重估收益下降。因此, 2012 上半年来自物业销售收入同比下降 56.1% 至 11.5 亿元, 但租金收入在期内上升 1.2 倍至 7600 万元。012 上半年毛利率从一年前的 57.3% 收窄至 47.7%。撇除重估收益, 基础盈利为 2.33 亿元。公司宣布派发中期股息每股 0.12 元。

❖ **银河 SOHO 将在下半年下账。**银河 SOHO 将在 2012 下半年交付, 约 90% 银河 SOHO 的单位(金额为 169 亿元)已经预售, 因此约 81.6% 的 2012 年我们预计收入已经锁定。年初至今, 望京 SOHO 和 SOHO 中山广场共贡献约 60 亿元的物业销售金额。管理层决定削减 2012 年销售目标, 从 230 亿元下调至 120 亿元, 以反映低迷的销售业绩和商业模式的改变。

❖ **外滩 8-1 项目和经营模式转型的不确定。**SOHO 中国就在外滩 8-1 项目过分乐观与复星 (656 HK) 的关系, 复星集团声称, SOHO 中国收购外滩 8-1 项目构成违反其优先购买权, 并开始对 SOHO 中国的法律诉讼, 两家公司正在等待法院审判的结果。其次, SOHO 中国希望改变其业务模式, 成为一家持有投资物业的公司。在 2015 年, 公司将在北京和上海拥有的 150 万平方米的投资物业。不过, 我们怀疑转型会否成功。

❖ **2 亿美元回购股份提供保护。**由于 SOHO 中国资产负债表健康, 并认为其股价被低估, 公司在六月提出了 2 亿美元股份回购计划, 我们相信这项建议能在股价下跌时提供保护。

❖ **由于转型, 下调我们的预测。**因为商业模式的变化, 我们下降在 2013 年和 2014 年的预测, 我们分别调整 2012-14 年净利润预测 14.6%/-21.7%/-47.7% 至 50.2 亿元、42.9 亿元和 13.5 亿元。我们将至 2012 年底每股资产净值预测由 13.56 港元下降至 13.03 港元, 主要因为负债增加。因此, 目标价从 8.14 港元下降至 7.82 港元, 为资产净值折让 40%。升值潜力为 36.9%。买入评级。

SOHO 中国 (410 HK)

评级	买入
收市价	HK\$5.71
目标价	HK\$7.82
市值 (港币百万)	29,628
过去 3 月平均交易 (港币百万)	47
52 周高/低 (港币)	6.98/4.56
发行股数 (百万)	5,189
主要股东	张欣(64%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.3%	-7.8%
3 月	6.9%	2.4%
6 月	11.1%	18.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万人民币)	18,215	5,685	22,207	18,105	2,484
净利润 (百万人民币)	3,636	3,892	5,021	4,288	1,346
每股收益 (人民币)	0.701	0.751	0.968	0.826	0.259
每股收益变动 (%)	10	7	29	(15)	(69)
市盈率 (x)	6.5	6.1	4.7	5.5	17.6
市帐率 (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
股息率 (%)	5.7	5.5	6.1	6.1	5.9
权益收益率 (%)	18.9	17.9	19.2	14.4	4.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	12.1	14.0	20.1

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	18,215	5,685	22,207	18,105	2,484
物业发展	18,105	5,594	22,038	17,680	-
物业投资	110	91	168	425	2,484
其他	-	-	-	-	-
销售成本	(8,958)	(2,954)	(10,139)	(6,843)	(248)
毛利	9,257	2,731	12,068	11,263	2,236
其他收益	252	477	210	225	250
销售费用	(547)	(238)	(155)	(308)	(99)
行政费用	(205)	(211)	(266)	(362)	(248)
其他费用	(153)	(134)	(167)	(136)	(75)
息税前收益	8,603	2,626	11,689	10,682	2,063
融资成本	(68)	209	(206)	(250)	(269)
联营公司	-	-	77	-	-
特殊收入	165	4,027	423	-	-
税前利润	8,700	6,862	11,983	10,432	1,794
所得税	(4,928)	(2,375)	(6,963)	(6,144)	(449)
非控制股东权益	(135)	(594)	-	-	-
净利润	3,636	3,892	5,021	4,288	1,346
核心净利润	3,512	1,422	4,626	4,288	1,346

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	9,711	16,147	37,341	40,391	42,421
物业、厂房及设备	554	688	700	750	780
投资物业	3,085	13,335	29,875	31,175	32,175
联营公司	1,212	-	4,300	6,000	7,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	4,860	2,124	2,466	2,466	2,466
流动资产	38,219	43,533	22,373	22,818	24,061
现金及现金等价物	17,725	14,489	8,373	7,318	5,861
应收贸易款项	1,797	5,615	4,000	3,500	3,200
存货	18,697	23,429	10,000	12,000	15,000
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
流动负债	18,854	23,044	20,500	20,500	22,700
借债	2,581	2,215	3,000	3,500	4,000
应付贸易账款	9,306	15,148	13,200	10,500	12,200
应付税项	6,967	5,682	4,300	6,500	6,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	9,097	13,418	12,073	11,723	11,873
借债	8,037	11,410	10,050	9,500	9,500
递延税项	786	1,731	1,800	2,000	2,150
其他	274	277	223	223	223
少数股东权益	737	1,495	1,020	1,200	1,400
净资产总值	19,243	21,723	26,121	29,786	30,509
股东权益	19,243	21,723	26,121	29,786	30,509

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	8,603	2,626	11,689	10,682	2,063
折旧和摊销	18	19	21	21	23
营运资金变动	5,071	(6,155)	16,295	(1,700)	(2,500)
税务开支	(1,928)	(2,990)	(1,313)	2,400	150
其他	1,025	2,271	(9,858)	(7,934)	1,762
经营活动所得现金净额	12,790	(4,230)	16,834	3,469	1,498
购置固定资产	(1,581)	(2,109)	(16,573)	(1,371)	(1,053)
联营公司	(962)	-	(4,300)	(1,700)	(1,000)
其他	(4,135)	3,087	(294)	-	-
投资活动所得现金净额	(6,677)	978	(21,167)	(3,071)	(2,053)
股份发行	-	(13)	-	-	-
净银行借贷	2,313	1,975	(574)	(50)	500
股息	(1,660)	(1,452)	(1,297)	(1,453)	(1,453)
其他	33	(26)	-	-	-
融资活动所得现金净额	687	484	(1,871)	(1,503)	(953)
现金增加净额	6,799	(2,767)	(6,205)	(1,105)	(1,507)
年初现金及现金等价物	7,123	14,034	11,202	5,048	3,993
汇兑	112	(65)	50	50	50
年末现金及现金等价物	14,034	11,202	5,048	3,993	2,536
受限制现金	3,690	3,287	3,325	3,325	3,325
资产负债表的现金	17,725	14,489	8,373	7,318	5,861

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合(%)					
物业发展	99.4	98.4	99.2	97.7	-
物业投资	0.6	1.6	0.8	2.3	100.0
其他	-	-	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	50.8	48.0	54.3	62.2	90.0
税前利率	47.8	120.7	54.0	57.6	72.2
净利润率	20.0	68.5	22.6	23.7	54.2
核心净利润率	19.3	25.0	20.8	23.7	54.2
有效税率	56.6	34.6	58.1	58.9	25.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.0	1.9	1.1	1.1	1.1
速动比率 (x)	1.0	0.9	0.6	0.5	0.4
平均应收账款周转天数	18.0	180.3	32.9	35.3	235.1
平均应付帐款周转天数	346.6	1,510.7	510.3	632.1	16,677.2
平均存货周转天数	819.3	2,602.4	601.7	586.8	19,836.3
总负债/ 权益比率 (%)	55.2	62.7	50.0	43.6	44.2
净负债/ 权益比率 (%)	净现金	净现金	12.1	14.0	20.1
回报率 (%)					
资本回报率	18.9	17.9	19.2	14.4	4.4
资产回报率	7.6	6.5	8.4	6.8	2.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.701	0.751	0.968	0.826	0.259
每股股息(人民币)	0.260	0.250	0.280	0.280	0.270
每股账面值(人民币)	3.71	4.19	5.03	5.74	5.88

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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，并可能会受标的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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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。