

## SOHO 中國 (410 HK, HK\$5.36, 目標價: HK\$7.45, 買入) — 盈利下跌但可理解

- ❖ **基礎盈利下跌 60%**。SOHO 中國在上週五宣佈 2014 年業績。2014 年的營業額及純利分別下跌 58.3%至 61.0 億元(人民幣·下同)及 44.8%至 40.8 億元，欠佳的業績因為公司業務轉型「由售改為持有」而令交付的物業減少。扣除投資物業價值重估，2014 年基礎盈利下跌 60%至 17.8 億元。實際的基礎盈利較我們的預期少 37.1%，差異主要因部份物業延期交付及銷售較慢。
- ❖ **強勁的租金增長**。2014 年的租金收益受惠於平均租金上升及新投資物業的貢獻而增加 51.7%至 4.24 億元。期內有 4 個投資物業竣工，新投資物業提供 8,100 萬元的租金收益，或相等於總租金收益的 19.1%。截至 2014 年底，已落成的投資物業總面積達 84 萬平方米，當所有投資物業在 2018 年如期竣工，投資物業總面積將增至 180 萬平方米。此外，SOHO 中國使用一個公開透明和標準化的網上租賃平台([www.sohochinaleasing.com](http://www.sohochinaleasing.com))來吸引租戶，以提高效率及減省成本。
- ❖ **推出 SOHO 3Q**。SOHO 中國推出一個新的服務式辦公室業務，名為 SOHO 3Q。租戶以平均每人每週的 1,000 元租金來租取位置。在 SOHO 3Q，租戶可免費享受 WiFi、咖啡、會議室的設施。目前，於望京 SOHO 及 SOHO 復興廣場分別提供 659 及 850 個位置，估計至 2015 年底，大約 7,994 個位置會在北京及上海 10 個地點提供。管理層預期 SOHO 3Q 每年的收入可高達 8,000 萬美元。
- ❖ **安全的資產負債表可派發高息**。在 2014 年底，淨負債與總權益比率為 19.2%，低負債可使公司派發高息。行政總裁張欣承諾未來會維持派發每年每股股息 0.25 元。
- ❖ **在使用 2015 年的資產淨值預測後下調目標價**。我們預測 2015 年至 2017 年盈利分別為 11.7 億元、12.2 億元及 13.6 億元。此外，我們引入 2015 年每股資產淨值預測為 12.41 港元，因此目標價由 8.07 港元下調至 7.45 港元，相等於與每股資產淨值折讓 40%。上升空間 38.9%，評級維持為買入

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	14,621	6,098	1,933	1,824	2,075
淨利潤 (百萬元人民幣)	7,388	4,080	1,165	1,219	1,358
每股收益 (人民幣)	1.492	0.781	0.224	0.234	0.261
每股收益變動 (%)	(27)	(48)	(71)	5	11
市盈率(x)	2.9	5.5	19.1	18.3	16.4
市帳率(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
權益收益率 (%)	19.7	10.4	2.7	2.6	2.8
淨財務槓桿率 (%)	16.7	19.2	8.6	11.6	9.6

來源: 公司及招銀國際研究部

### SOHO 中國 (410 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	5.36
目標價(港幣)	7.45
市值(港幣百萬)	27,869
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	22.2
52 周高/低(港幣)	6.8/5.25
發行股數(百萬)	5,200
主要股東	張欣(62.9%)

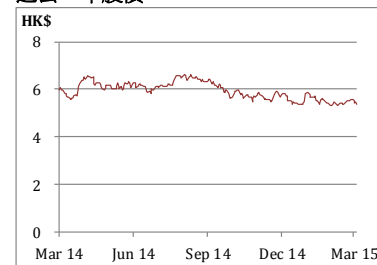
來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	2.8%	4.4%
3 月	-6.4%	-7.1%
6 月	-14.8%	-11.0%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>收入</b>	<b>14,621</b>	<b>6,098</b>	<b>1,933</b>	<b>1,824</b>	<b>2,075</b>
物業發展	14,342	5,674	686	-	-
物業投資	279	424	1,247	1,824	2,075
其他	-	-	-	-	-
銷售成本	(6,508)	(3,020)	(430)	(182)	(207)
<b>毛利</b>	<b>8,114</b>	<b>3,078</b>	<b>1,504</b>	<b>1,642</b>	<b>1,867</b>
其他收益	302	860	527	350	380
銷售費用	(373)	(200)	(87)	(91)	(100)
行政費用	(348)	(278)	(290)	(319)	(353)
其他費用	(127)	(274)	(97)	(100)	(104)
<b>息稅前收益</b>	<b>7,568</b>	<b>3,186</b>	<b>1,557</b>	<b>1,481</b>	<b>1,691</b>
融資成本	682	378	133	175	165
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	4,220	3,125	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>12,470</b>	<b>6,689</b>	<b>1,690</b>	<b>1,656</b>	<b>1,857</b>
所得稅	(5,034)	(2,538)	(525)	(414)	(464)
非控制股東權益	(48)	(72)	-	(23)	(35)
<b>淨利潤</b>	<b>7,388</b>	<b>4,080</b>	<b>1,165</b>	<b>1,219</b>	<b>1,358</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>4,440</b>	<b>1,778</b>	<b>1,165</b>	<b>1,219</b>	<b>1,358</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>非流動資產</b>	<b>55,811</b>	<b>59,063</b>	<b>60,790</b>	<b>65,540</b>	<b>68,780</b>
物業、廠房及設備	673	651	690	740	780
投資物業	48,728	52,875	54,000	56,000	58,000
聯營公司	4,088	4,057	4,500	7,000	8,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2,322	1,481	1,600	1,800	2,000
<b>流動資產</b>	<b>22,012</b>	<b>17,731</b>	<b>16,992</b>	<b>17,657</b>	<b>16,500</b>
現金及現金等價物	10,525	12,439	13,692	14,357	13,700
應收貿易款項	2,901	1,309	1,800	2,000	1,800
存貨	8,587	3,983	1,500	1,300	1,000
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>流動負債</b>	<b>19,251</b>	<b>11,517</b>	<b>11,300</b>	<b>12,000</b>	<b>12,600</b>
借債	2,760	1,353	1,500	1,800	2,000
應付貿易賬款	6,698	4,958	3,500	3,200	2,800
應付稅項	9,793	5,206	6,300	7,000	7,800
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>20,086</b>	<b>24,842</b>	<b>22,000</b>	<b>24,100</b>	<b>22,800</b>
借債	14,310	18,909	16,000	18,000	16,500
遞延稅項	5,300	5,751	5,500	5,600	5,800
其他	476	183	500	500	500
<b>少數股東權益</b>	<b>1,025</b>	<b>1,097</b>	<b>1,080</b>	<b>1,100</b>	<b>1,150</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>37,461</b>	<b>39,338</b>	<b>43,402</b>	<b>45,997</b>	<b>48,730</b>
<b>股東權益</b>	<b>37,461</b>	<b>39,363</b>	<b>43,402</b>	<b>45,997</b>	<b>48,730</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	7,568	3,186	1,557	1,481	1,691
折舊和攤銷	29	32	23	24	26
營運資金變動	3,766	7,230	872	(300)	100
稅務開支	(3,496)	(3,452)	685	577	765
其他	(6,044)	(1,935)	3,721	2,407	2,377
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>1,825</b>	<b>5,061</b>	<b>6,857</b>	<b>4,189</b>	<b>4,959</b>
購置固定資產	(6,472)	(4,157)	(1,187)	(2,074)	(2,066)
聯營公司	(23)	31	(443)	(2,500)	(1,000)
其他	2,028	85	39	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(4,467)</b>	<b>(4,041)</b>	<b>(1,591)</b>	<b>(4,574)</b>	<b>(3,066)</b>
股份發行	(1,399)	-	-	-	-
淨銀行借貸	(3,969)	3,192	(2,762)	2,300	(1,300)
股息	(1,258)	(1,270)	(1,301)	(1,300)	(1,300)
其他	-	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(6,626)</b>	<b>1,922</b>	<b>(4,063)</b>	<b>1,000</b>	<b>(2,600)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(9,269)</b>	<b>2,942</b>	<b>1,203</b>	<b>615</b>	<b>(707)</b>
年初現金及現金等價物	18,492	9,069	12,062	13,315	13,980
匯兌	(153)	50	50	50	50
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>9,069</b>	<b>12,062</b>	<b>13,315</b>	<b>13,980</b>	<b>13,323</b>
受限制現金	1,455	377	377	377	377
<b>資產負債表的現金</b>	<b>10,525</b>	<b>12,439</b>	<b>13,692</b>	<b>14,357</b>	<b>13,700</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	98.1	93.1	35.5	-	-
物業投資	1.9	6.9	64.5	100.0	100.0
其他	-	-	-	-	-
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	(9.4)	(58.3)	(68.3)	(5.6)	13.7
毛利	(9.9)	(62.1)	(51.1)	9.2	13.7
淨利潤	(30.2)	(44.8)	(71.5)	4.6	11.4
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	55.5	50.5	77.8	90.0	90.0
稅前利率	85.3	109.7	87.4	90.8	89.5
淨利潤率	50.5	66.9	60.2	66.8	65.4
核心淨利潤率	30.4	29.2	60.2	66.8	65.4
有效稅率	40.4	37.9	31.1	25.0	25.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.1	1.5	1.5	1.5	1.3
平均應收賬款周轉天數	72.4	78.4	339.8	400.2	316.7
平均應付帳款周轉天數	89.5	276.6	660.8	640.3	492.6
平均存貨周轉天數	481.6	481.4	1,274.5	2,601.3	1,759.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	16.7	19.2	8.6	11.6	9.6
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	19.7	10.4	2.7	2.6	2.8
資產回報率	9.5	5.3	1.5	1.5	1.6
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣)	1.492	0.781	0.224	0.234	0.261
每股股息 (人民幣)	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
每股賬面值 (人民幣)	7.08	7.57	8.35	8.85	9.37

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 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。報告所載資料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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。接收本報告之行為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。