

SOHO 中国 (410 HK, HK\$6.42, 目标价: HK\$8.89, 买入) — 基本盈利上升过倍

- ❖ **核心盈利上升 131%**。2013 上半年收入上升 103% 至 24.8 亿元(人民币·下同)，受惠于交付面积增加及投资物业重估收益，纯利增长 242% 至 20.9 亿元。主要来自银河 SOHO 和 SOHO 中山广场，交付楼面建筑面积由 2012 上半年的 23,179 平方米增加至期内的 40,835 平方米，确认平均售价为每平方米 60,749 元，总体毛利率从 2012 上半年的 47.6% 拓阔至期内的 54.1%。扣除投资物业重估收益，基本盈利上升 130% 至 5.37 亿元。公司宣布派发中期息每股 0.12 元。
- ❖ **销售因业务转型而减慢**。SOHO 中国在 2013 上半年达成的销售额为 30 亿元，主要来自银峰 SOHO 及 SOHO 中山广场，贡献的金额分别为 20.8 亿元及 7.7 亿元。约 98% 的银峰 SOHO 已被预售，销售总额为 148 亿元。该项目将在 2013 年下半年交付，大部分销售额会在当时入账。因此，我们预计 SOHO 中国 2013 年下半年的盈利将会爆升。
- ❖ **租赁工作出现改善**。2013 上半年租金收入同比增长 13.1% 至 8600 万元。业务转型后，租金收入将成为主要收入来源。在上海的 SOHO 世纪广场已全部租出，可出租面积为 42,954 平方米；在北京银河 SOHO 的租赁工作正在进行中，每月租出 19,000 平方米，预计银河 SOHO 在 2013 年底将完全租出。
- ❖ **回购 2.94 亿股**。SOHO 中国在 2013 年斥资 13.7 亿港元回购了 2.94 亿股。此外，公司也在期内购回 4.43 亿港元的可换股债券。以上回购行动可加强股东价值。
- ❖ **审慎的土地收购**。年初至今，SOHO 中国只在上海购买了一块土地，总建筑面积 15 万平方米，作价 31.9 亿元。目前的土地收购行动远远落后于 100 亿元计划。管理层认为目前不是购买土地的正确时机。
- ❖ **2014 年盈利会出现缺口**。因为 21.4 亿元投资物业重估、8500 万元的外汇收益及更高的利息资本化比率，我们上调 2013 年盈利预测 59.2% 至 51.7 亿元。但因为缺乏供出售物业的竣工，2014 年的盈利将出现缺口。此外，外滩 8-1 地块的法律诉讼前景不明，正等待上诉结果。我们将 2013 年底每股资产净值预测由 14.02 港元调高至 14.82 港元，因此目标价从 8.41 港元调高至 8.89 港元，相等于较资产净值折让 40%，潜在上升空间 38.5%。维持买入评级。

SOHO 中国 (410 HK)

评级	买入
收市价	HK\$6.42
目标价	HK\$8.89
市值(港币百万)	30,985
过去 3 月平均交易(港币百万)	60
52 周高/低(港币)	7.1/4.65
发行股数(百万)	4,826
主要股东	张欣 (64.1%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.2%	-4.8%
3 月	-4.6%	-0.8%
6 月	3.1%	7.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万人民币)	5,685	15,305	15,745	2,717	5,291
净利润(百万人民币)	3,892	10,585	5,167	1,246	1,898
每股收益(人民币)	0.751	2.051	1.051	0.258	0.393
每股收益变动(%)	7	173	(49)	(75)	52
市盈率(x)	6.8	2.5	4.9	19.9	13.1
市帐率(x)	1.2	0.9	0.7	0.7	0.7
股息率(%)	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
权益收益率(%)	17.9	34.5	15.2	3.6	5.2
净财务杠杆率(%)	净现金	2.6	9.3	6.5	33.8

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	5,685	15,305	15,745	2,717	5,291
物业发展	5,594	15,157	15,339	1,704	3,428
物业投资	91	148	405	1,013	1,862
其他	-	-	-	-	-
销售成本	(2,954)	(6,298)	(6,667)	(741)	(1,828)
毛利	2,731	9,007	9,077	1,976	3,462
其他收益	477	442	225	250	280
销售费用	(238)	(327)	(252)	(54)	(106)
行政费用	(211)	(254)	(315)	(190)	(370)
其他费用	(134)	(152)	(157)	(82)	(159)
息税前收益	2,626	8,716	8,578	1,900	3,107
融资成本	209	(126)	351	224	142
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	4,027	9,605	2,136	-	-
税前利润	6,862	18,195	11,065	2,124	3,249
所得税	(2,375)	(7,548)	(5,834)	(872)	(1,326)
非控制股东权益	(594)	(62)	(64)	(7)	(25)
净利润	3,892	10,585	5,167	1,246	1,898
核心净利润	1,422	3,335	3,610	1,246	1,898

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	16,147	45,205	48,894	53,894	63,680
物业、厂房及设备	688	682	680	680	680
投资物业	13,335	38,310	42,000	47,000	54,000
联营公司	-	4,066	4,066	4,066	7,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,124	2,147	2,148	2,148	2,000
流动资产	43,533	35,373	21,972	22,420	13,272
现金及现金等价物	14,489	22,062	15,872	17,370	9,772
应收贸易款项	5,615	3,262	3,500	3,200	3,500
存货	23,429	10,048	2,600	1,850	-
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
流动负债	23,044	25,047	15,500	19,900	17,000
借债	2,215	3,922	3,500	4,000	4,000
应付贸易账款	15,148	11,553	4,500	6,200	3,200
应付税项	5,682	9,571	7,500	9,700	9,800
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	13,418	23,821	20,384	20,500	22,700
借债	11,410	19,082	15,684	15,800	18,000
递延税项	1,731	4,078	4,200	4,200	4,200
其他	277	660	500	500	500
少数股东权益	1,495	1,011	1,040	1,060	1,080
净资产总值	21,723	30,700	33,941	34,854	36,172
股东权益	21,723	30,700	33,941	34,853	36,172

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	2,626	8,716	8,578	1,900	3,107
折旧和摊销	19	23	20	20	20
营运资金变动	(6,559)	2,420	7,553	1,250	1,550
税务开支	(2,990)	(2,356)	(2,004)	2,193	75
其他	2,674	(3,740)	(10,243)	1,718	(3,588)
经营活动所得现金净额	(4,230)	5,062	3,905	7,082	1,165
购置固定资产	(2,109)	(2,745)	(3,708)	(5,020)	(7,020)
联营公司	-	(2,966)	-	-	(2,934)
其他	3,087	301	(10)	-	148
投资活动所得现金净额	978	(5,410)	(3,719)	(5,020)	(9,807)
股份发行	(13)	(401)	(1,331)	-	-
净银行借贷	1,975	9,238	(3,820)	616	2,200
股息	(1,452)	(1,189)	(1,275)	(1,229)	(1,207)
其他	(26)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	484	7,648	(6,427)	(614)	993
现金增加净额	(2,767)	7,300	(6,240)	1,448	(7,648)
年初现金及现金等价物	14,034	11,202	18,492	12,302	13,800
汇兑	(65)	(10)	50	50	50
年末现金及现金等价物	11,202	18,492	12,302	13,800	6,202
受限制现金	3,287	3,570	3,570	3,570	3,570
资产负债表的现金	14,489	22,062	15,872	17,370	9,772

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合(%)					
物业发展	98.4	99.0	97.4	62.7	64.8
物业投资	1.6	1.0	2.6	37.3	35.2
其他	-	-	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.0	58.8	57.7	72.7	65.4
税前利率	120.7	118.9	70.3	78.2	61.4
净利润率	68.5	69.2	32.8	45.8	35.9
核心净利润率	25.0	21.8	22.9	45.8	35.9
有效税率	34.6	41.5	52.7	41.0	40.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.4	1.4	1.1	0.8
速动比率 (x)	0.9	1.0	1.2	1.0	0.8
平均应收账款周转天数	180.3	38.9	40.6	214.9	120.7
平均应付账款周转天数	1,510.7	773.7	439.4	2,636.0	938.3
平均存货周转天数	2,602.4	970.0	346.2	1,096.3	184.7
总负债/ 权益比率 (%)	62.7	74.9	56.5	56.8	60.8
净负债/ 权益比率 (%)	净现金	2.6	9.3	6.5	33.8
回报率 (%)					
资本回报率	17.9	34.5	15.2	3.6	5.2
资产回报率	6.5	13.1	7.3	1.6	2.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.751	2.051	1.051	0.258	0.393
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)	4.19	5.92	7.03	7.22	7.49

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-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責任。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。