

中国海外(688 HK, HK\$31.45, 目标价: HK\$30.64, 持有) — 并购支撑增长

- ❖ **2015年第1季增长放慢。**2015年第1季营业额及经营纯利分别增加4.9%至213亿港元及4.5%至63.2亿港元。同期的物业销售金额却下跌7.0%至327亿港元。不过我们相信在资产注入完成后,中海的增长动力可以恢复。事实上,在收购的1,092万平方米的物业中有113万平方米为已竣工待售的物业,公司在今年能出售后便可在同年入账。
- ❖ **资产注入可加强资产净值。**以13.2%的加权平均资金成本(WACC)及3-4%的租务回报计算,我们估计收购的目标集团的资产净值为577亿港元。因为收购代价为428亿港元,以我们估值计算,中海是次收购折让为25.8%。收购的代价以发行新股支付,发行价较我们之前的2015年末的每股资产净值预测少3.1%,所以收购可加强每股资产净值,我们将2015年末的每股资产净值预测由26.19港元上升至27.85港元。
- ❖ **长远目标希望租金收入贡献盈利20%。**目标集团有5项投资物业,2个在北京、3个在伦敦。除了1个在伦敦的投资物业要重新发展,其余4个投资物业能每年贡献的租金收入达4亿港元,将可支撑2015年租金收入达至16亿港元。济南及沈阳的Unipark环宇城购物中心分别在2013及2014年开业,未来数年,在南京、佛山及珠海的Unipark环宇城购物中心会陆续开始营运。中海希望的长线目标为租金收入占盈利20%以上。
- ❖ **改善负债情况。**中国海外在2015年第1季支付了大量的土地金及建筑开支,手持现金由2014年末减少99.1亿港元至2015年第1季的413.7亿港元,因此净负债比率上升至39%。随着新股发行及物业销售,我们估计2015年末的净负债与总权益比率下跌至21.5%
- ❖ **目标价较每股资产净值溢价10%。**我们分别上调2015至2017年盈利预测8.2%至302亿港元、7.6%至348亿港元及7.6%至399亿港元。不过,2015至2017年每股盈利受摊薄影响而分别下调3.6%、10.8%及10.8%。我们将目标价由30.12港元上升至30.64港元,即较2015年底的资产净值出现10%溢价。评级下调为「持有」。

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17
营业额(百万港元)	82,469	119,997	147,386	169,877	196,785
净利润(百万港元)	23,044	27,680	30,208	34,760	39,934
每股收益(港元)	2.82	3.39	3.30	3.53	4.05
每股收益变动(%)	23.1	20.1	(2.6)	6.9	14.9
市盈率(x)	11.2	9.3	9.5	8.9	7.8
市帐率(x)	2.3	1.9	1.5	1.4	1.2
股息率(%)	1.5	1.7	2.0	2.2	2.5
权益收益率(%)	21.0	20.8	15.1	15.2	15.3
净财务杠杆率(%)	28.2	31.7	21.5	22.1	20.7

来源:公司及招银国际研究部

中国海外(688 HK)

评级	持有
收市价	HK\$31.45
目标价	HK\$30.64
市值(港币百万)	257,072
过去3月平均交易(港币百万)	729
52周高/低(港币)	32.85/17.66
发行股数(百万)	8,174
主要股东	中建总(53.2%)

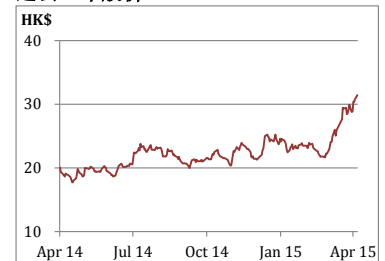
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	23.2%	7.5%
3月	26.5%	12.3%
6月	44.0%	19.6%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	82,469	119,997	147,386	169,877	196,785
物業發展	78,615	116,254	142,992	164,441	190,751
物業投資	858	1,185	1,594	2,436	2,783
其他	2,997	2,558	2,800	3,000	3,250
銷售成本	(55,647)	(80,759)	(100,799)	(115,095)	(133,281)
毛利	26,822	39,238	46,587	54,782	63,504
銷售費用	(1,247)	(1,676)	(2,211)	(2,548)	(2,952)
行政費用	(1,570)	(1,894)	(2,506)	(3,058)	(3,542)
其他收益	904	1,578	717	706	702
息稅前收益	24,909	37,245	42,588	49,882	57,712
融資成本	(290)	(346)	(437)	(463)	(487)
聯營公司	3,773	1,599	1,630	2,015	2,015
特殊收入	4,896	5,169	-	-	-
稅前利潤	33,289	43,667	43,781	51,433	59,239
所得稅	(10,110)	(15,462)	(13,323)	(16,350)	(18,886)
非控制股東權益	(135)	(525)	(250)	(323)	(420)
淨利潤	23,044	27,680	30,208	34,760	39,934
核心淨利潤	20,424	23,830	30,208	34,760	39,934

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	55,307	66,916	74,938	80,823	89,373
物業、厂房及設備	1,528	1,502	1,580	1,600	1,650
投資物業	32,532	44,755	50,800	56,000	63,000
聯營公司	18,774	17,623	20,000	20,500	22,000
可供出售投資	19	21	19	19	19
無形資產	109	109	109	109	109
已抵押銀行存款	68	67	80	95	95
其他	2,277	2,839	2,350	2,500	2,500
流動資產	241,216	284,021	351,971	381,364	422,287
現金及現金等价物	41,411	51,215	49,221	48,764	48,287
应收貿易款項	7,953	13,252	13,500	13,000	14,000
關連款項	5,728	5,949	7,200	7,500	7,800
存貨	184,234	211,581	280,000	310,000	350,000
其他	1,890	2,024	2,050	2,100	2,200
流動負債	110,928	135,910	131,900	128,900	142,800
借債	3,303	22,542	8,000	5,000	5,000
应付貿易賬款	84,140	83,680	95,500	98,500	112,000
应付稅項	16,357	20,418	20,000	16,400	16,800
關連款項	7,128	9,270	8,400	9,000	9,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	74,544	78,219	91,080	101,300	104,450
借債	69,397	71,990	85,000	95,000	98,000
遞延稅項	4,566	5,490	5,400	5,700	5,850
其他	582	739	680	600	600
少數股東權益	1,080	3,474	3,800	4,000	4,180
淨資產總值	109,971	133,334	200,129	227,987	260,230
股東權益	109,971	133,334	200,129	227,987	260,230

來源: 公司及招銀國際研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	24,909	37,245	42,588	49,882	57,712
折旧和摊销	109	115	150	158	160
营运资金变动	(25,202)	(35,181)	(73,499)	(33,000)	(37,500)
税务开支	(9,741)	(11,124)	(13,831)	(19,650)	(18,336)
其他	(162)	4,381	51,970	(78)	1,804
经营活动所得现金净额	(10,086)	(4,563)	7,378	(2,688)	3,840
购置固定资产	(5,381)	(5,342)	73	138	110
联营公司	3,677	2,439	(1,832)	172	(828)
其他	643	496	489	(150)	-
投资活动所得现金净额	(1,061)	(2,407)	(1,271)	160	(718)
股份发行	0	2	-	-	-
净银行借贷	13,636	21,819	(1,532)	7,000	3,000
股息	(3,567)	(4,048)	(4,967)	(6,128)	(7,198)
其他	1,089	(1,351)	(2,122)	300	(300)
融资活动所得现金净额	11,158	16,421	(8,621)	1,172	(4,498)
现金增加净额	11	9,450	(2,514)	(1,357)	(1,377)
年初现金及现金等价物	39,880	40,876	50,238	48,624	48,167
汇兑	985	(88)	900	900	900
年末现金及现金等价物	40,876	50,238	48,624	48,167	47,690
抵押现金	(535)	(977)	(596)	(596)	(596)
年末资产负债表现金及现金等价物	41,411	51,215	49,221	48,763	48,286

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
销售组合 (%)					
物业发展	95.3	96.9	97.0	96.8	96.9
物业投资	1.0	1.0	1.1	1.4	1.4
其他	3.6	2.1	1.9	1.8	1.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	32.5	32.7	31.6	32.2	32.3
税前利率	40.4	36.4	29.7	30.3	30.1
息税前收益	27.9	23.1	20.5	20.5	20.3
核心净利润率	24.8	19.9	20.5	20.5	20.3
有效税率	30.4	35.4	30.4	31.8	31.9

增长 (%)

收入	27.7	45.5	22.8	15.3	15.8
毛利	8.5	46.3	18.7	17.6	15.9
净利润率	6.4	49.5	14.3	17.1	15.7
净利润	23.1	20.1	9.1	15.1	14.9
核心净利润	29.2	16.7	26.8	15.1	14.9

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	2.1	2.7	3.0	3.0
平均应收账款周转天数	35.2	40.3	33.4	27.9	26.0
平均应付账款周转天数	551.9	378.2	345.8	312.4	306.7
平均存货周转天数	1,208.4	956.3	1,013.9	983.1	958.5
净负债/ 总权益比率 (%)	28.2	31.7	21.5	22.1	20.7

回报率 (%)

资本回报率	21.0	20.8	15.1	15.2	15.3
资产回报率	7.8	7.9	7.1	7.5	7.8

每股数据

每股盈利 (港元)	2.82	3.39	3.30	3.53	4.05
每股股息 (港元)	0.47	0.55	0.63	0.70	0.78
每股账面值 (港元)	13.5	16.3	20.3	23.1	26.4

来源: 公司及招銀国际研究部

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个人。