

买入

2015年4月24日

业绩表现优秀，地产东风已来

- 业绩表现优秀：**中海外 2014 年全年营业额 1200 亿港元（下同），同比增 45.5%，股东应占溢利 276.8 亿元，同比增 20.1%，核心净利为 238.3 亿元，同比增 25.6%，业绩好于市场预期。公司的毛利率和净利率分别为 32.7% 和 23.1%，均高于行业平均水平。末期派发股息 35 港仙，加上中期的 20 港仙，全年派息达到 55 港仙，同比增加 17%。在 2014 年整体房地产市场低迷的情况下中海外表现非常稳定。公司 2014 年全年的合约销售额为 1408 亿元，2015 年销售目标为 1680 亿元，同比有 20% 的增长。随着市场回暖以及各种房地产政策的放松，公司将继续保持行业龙头的地位。
- 注入母公司资产：**完成整合母公司资产中建地产，总计土地储备 1091.7 万平米，主要位于一、二线城市。公司以每股 25.38 港元向母公司增发 16.86 亿股（相当于当前发行股数的 20%）给母公司作为收购代价，总计 428 亿港元。该发行价较业绩公布前一天股价的溢价 10.8%，显示了母公司对公司的支持和信心。完成资产注入后，公司总的土地储备将增加 29.1% 至 4830 万平米，提升了公司的整体实力和行业竞争力。为公司业绩持续增长打下了基础。
- 财务状况稳健：**截止 2014 年底，公司持有现金 512.8 亿港元，同比增加 23.6%，一年内到期贷款 225.4 亿元，仅占总借贷额的 23.8%。净负债比例为 32.4%，比去年略有提升，但仍然维持在行业较低水平。平均融资成本为 4.3%，较同行业有较大优势。公司的财务状况稳健。
- 目标价为 38 港元，维持买入评级：**根据最新盈利预算，我们给予公司 12 个月 38 港元的目标价，随着整体房地产行业回暖，公司的估值水平也将得到提升，该目标价与其 15 年 34 港元的每股 NAV 相比有 12% 的溢价，相当于 15 年 10.6 倍的市盈率，上升潜力为 25%，维持为买入评级。

郑嘉梁

+852 2532 1599

Jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

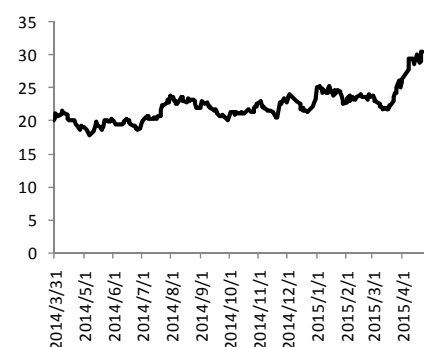
行业	房地产
股价	30.40 港元
目标价	38.00 港元 (+25%)
股票代码	0688
已发行股本	81.74 亿股
市值	2484.89 亿港元
52 周高/低	32.85/17.66 港元
每股资产净值	34.0 港元
主要股东	中建总 (53.18%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万港元)	82,469	119,997	136,236	151,006	165,911
变动(%)	27.7%	45.5%	13.5%	10.8%	9.9%
净利润(百万港元)	23,044	27,680	29,482	32,334	35,398
核心净利润(百万港元)	20,293	23,545	25,347	28,198	31,263
变动(%)	28.4%	16.0%	7.7%	11.3%	10.9%
每股收益(港元)	2.82	3.39	3.60	3.95	4.32
每股核心收益(港元)	2.48	2.88	3.09	3.44	3.82
变动(%)	28.4%	16.0%	7.4%	11.3%	10.9%
市盈率@30.4(倍)	10.8	9.0	8.4	7.7	7.0
每股股息(港元)	0.420	0.490	0.540	0.592	0.648
息率(%)	1.4%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%

来源：公司资料，第一上海

股价表现



来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表

(百万港元)·财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	82,469	119,997	136,236	151,006	165,911
-物业销售	0	116,254	133,692	148,398	163,238
-投资物业	0	1,185	1,244	1,306	1,372
-其他	0	0	1,300	1,301	1,301
销售成本	-55,647	-80,759	-91,278	-100,721	-109,999
毛利	26,822	39,238	44,958	50,285	55,912
其他收入	904	1,578	1,001	1,002	1,003
行政费用	-2,817	-3,570	-3,950	-4,377	-4,808
经营利润	24,909	37,245	42,009	46,910	52,107
利息支出	-290	-346	-1,829	-2,063	-2,317
联营公司收入	3,773	1,599	1,599	1,599	1,599
特殊项目	3,438	5,169	5,169	5,169	5,169
税前利润	33,289	43,667	46,948	51,616	56,559
税项	-10,110	-15,462	-17,411	-19,227	-21,106
少数股东权益	-135	-525	-55	-55	-55
净利润	23,044	27,680	29,482	32,334	35,398
核心利润	20,293	23,545	25,347	28,198	31,263
每股盈利(港元)	2.819	3.386	3.599	3.947	4.321
每股核心盈利	2.482	2.880	3.094	3.442	3.817
每股派息(港元)	0.420	0.490	0.540	0.592	0.648

资产负债表

(百万港元)·财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	41,411	51,215	56,337	61,971	68,168
应收账款	27,788	28,376	31,214	34,335	37,768
存货	164,399	196,457	216,652	240,414	267,740
其他流动资产	7,618	7,973	7,973	7,973	7,973
无形资产	109	109	109	110	110
其他长期资产	14,365	12,820	11,548	10,405	9,376
联营公司资产	4,496	4,891	5,136	5,392	5,662
固定资产	34,059	46,257	48,570	50,999	53,548
总资产	294,245	348,098	377,538	411,598	450,345
短期贷款	3,303	22,542	24,796	27,276	30,003
应付账款	21,523	35,420	37,191	39,051	41,003
其他流动负债	86,102	77,948	78,412	78,898	79,409
长期贷款	69,397	71,990	80,408	89,969	97,653
递延税项	4,566	5,490	5,490	5,490	5,490
其他固定资产	582	739	740	741	742
总负债	185,472	214,129	227,036	241,424	254,300
股东权益	109,971	133,334	149,867	169,539	195,409
少数股东权益	1,080	3,474	3,474	3,474	3,474
合计	296,522	350,937	380,377	414,437	453,184
净负债率	28	32	33	33	30
每股净资产(元)	13.45	16.31	18.30	20.70	23.86

财务分析

(百万港元)·财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率(%)					
收入	28	46	14	11	10
经营利润	6	50	13	12	11
核心净利润	28	16	8	11	11
每股盈利	23	20	6	10	9
盈利分析(%)					
毛利率	33	33	33	33	34
经营利润	30	31	31	31	31
核心净利润	25	20	19	19	19
其他(%)					
有效税率	30	35	37	37	37
派息比率	15	14	15	15	15
ROE	21	21	20	19	18
ROA	8	8	8	8	8
流动比率(倍)	2.2	2.1	2.2	2.4	2.5
估值					
PE(x)	10.8	9.0	8.4	7.7	7.0
P/B(x)	2.3	1.9	1.7	1.5	1.3
每股现金流(倍)	-25	-54	-317	-176	-136
息率(%)	1.4	1.6	1.8	1.9	2.1

现金流量表

(百万港元)·财务年度截至(十二月)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营利润	24,909	37,245	42,009	46,910	52,107
折旧	471	647	879	923	969
营运资金变动	-55,225	-18,750	-21,262	-25,024	-28,807
税项	-7,236	-10,477	-17,411	-19,227	-21,106
其他	0	0	-5,000	-5,000	-5,000
经营现金流	-10,086	-4,563	-785	-1,418	-1,837
资本开支	-9,735	-12,845	-3,192	-3,351	-3,519
关联公司投资	6,753	2,429	2,310	2,170	2,042
其他	-965	-134	-3	-5	-4
投资现金流	-3,947	-10,550	-885	-1,186	-1,480
公允价值变动	0	0	0	0	0
债务变动	13,911	21,833	10,671	12,040	10,412
派息	-3,270	-3,597	-4,422	-4,850	-5,310
其他	-669	2,552	0	0	0
融资现金流	9,972	20,788	6,249	7,190	5,102
现金变动	-4,062	5,674	4,579	4,587	1,784
汇兑变动	985	-88	-88	-88	-88
初期现金	39,880	40,876	50,238	54,729	59,228
末期现金	40,876	50,238	54,729	59,228	60,924
调整	535	977	1,608	2,743	7,244
现金及现金等价物	41,411	51,215	56,337	61,971	68,168

资料来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。