

中海地产 (688 HK)

储备充足

- ❖ **上半年核心利润基本持平。** 18年上半年,公司收入增长1.9%至874亿港元(下同),净利润增长7.2%至232亿元。上半年毛利率较去年同期提升5.2个百分点至36.3%。由于中海外在今年上半年缺乏收购合营公司重估收益(17上半年获利21.4亿元),引至其他营业收入下跌64.9%至14.2亿元。此外,SG&A费用对收入的比从去年同期的2.7%上升至今年上半年的3.2%,进一步削弱了利润率。撇除投资物业的重估收益,核心盈利增加1.3%至192亿元。
- ❖ **2018年销售目标2,900亿元。** 今年上半年,公司合约销售额增长18.5%至1,509亿港元,销售面积增长8.6%至847万平。受限购和限签影响,合同销售速度略有放慢。公司将于下半年加快推盘节奏,以完成全年2,900亿元的销售目标,相当于增长25%。截至2018年6月,已售未结转金额达1,788亿元,增长24.3%;相当于873万平的待结转面积,增长19.8%。
- ❖ **权益土储5,843万平方米。** 今年上半年,公司共收购了26块土地,权益建面664万平,权益总地价为460亿元。公司期待下半年将出现更好的机会来补充土地。截至2018年6月,公司总土储(除去中海宏洋)达6,940万平,权益土储5,843万平方米。截至2018年6月,中海宏洋(公司持有38.3%权益)拥有权益土储1,840万平。
- ❖ **租金收入增长46%。** 目前,公司在运营的投资物业共63个,总租赁面积为259万平。经常性收入(租金+酒店)增长46.0%至20.3亿元。公司目前是中国最大的单一办公楼开发商之一,拥有38栋写字楼和223万平的可出租面积。另外有17个办公楼(147万平)在建、15个办公楼(210万平)正在规划。此外,公司还拥有“Officezip”品牌的共享办公室,遍布北京、上海、成都、济南和武汉。
- ❖ **安全的杠杆水平。** 截至2018年6月,公司净负债比率为28.1%,现金余额及债务总额分别为1,279亿元和2,055亿元。其中53.7亿元的银行借款和170.2亿元的应付票据将于未来6个月到期偿还。公司可以适当增加杠杆以确保未来增长动力。
- ❖ **上调评级至买入。** 公司管理层透露,18年底将有6,000亿的可售货值,未来增长可期。我们上调2018年盈利预测14.3%至443亿、2019年盈利预测3.2%至465亿。此外,我们上调2018年底每股净资产净值预测由41.08港元至45.05港元。因此目标价由26.07港元上升至29.08港元,相当于30%的折让。潜在升幅为19.8%,因此上调评级至买入。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	164,069	166,045	194,976	224,352	264,473
净利润(百万港元)	37,021	40,767	44,346	46,466	54,559
EPS(港元)	3.64	3.72	4.05	4.24	4.98
EPS变动(%)	(3.2)	2.4	8.8	4.8	17.4
市盈率(x)	6.7	6.6	6.0	5.8	4.9
市帐率(x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	3.1	3.3	3.9	4.5	5.1
权益收益率(%)	16.7	15.3	14.8	13.9	14.6
净财务杠杆率(%)	7.3	27.1	22.1	23.0	23.9

资料来源:公司及招银国际研究

买入(上升)

目标价	HK\$29.08
(过去目标价)	HK\$26.07
潜在升幅	+19.8%
当前股价	HK\$24.45

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	267,879
3月平均流通量(百万港元)	463
5周内股价高/低(港元)	32.2/22.5
总股本(百万)	10,956

资料来源:彭博

股东结构

中国建筑	55.1%
中信	10.0%
自由流通	34.9%

资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.0%	4.7%
3-月	-9.6%	-0.1%
6-月	-14.8%	-5.3%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: PwC

公司网站: www.coli.com.hk

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	164,069	166,045	194,976	224,352	264,473
物业发展	159,891	162,140	189,704	218,159	257,428
物业投资	2,137	2,450	3,553	4,263	5,030
其他	2,040	1,455	1,720	1,930	2,015
销售成本	(118,425)	(111,345)	(131,200)	(151,951)	(179,047)
毛利	45,643	54,700	63,776	72,402	85,426
销售费用	(3,372)	(2,950)	(3,022)	(3,365)	(3,835)
行政费用	(3,180)	(2,849)	(3,412)	(3,590)	(4,099)
其他收益	11,091	8,027	4,276	5,107	5,175
息税前收益	50,183	56,928	61,618	70,554	82,667
融资成本	(2,056)	(1,394)	(1,622)	(1,842)	(2,006)
联营公司	1,252	1,938	2,243	2,783	3,098
特殊收入	7,723	5,946	5,408	-	-
税前利润	57,102	63,419	67,646	71,495	83,760
所得税	(18,711)	(21,277)	(21,769)	(23,401)	(27,499)
非控制股东权益	(1,370)	(1,375)	(1,532)	(1,628)	(1,702)
净利润	37,021	40,767	44,346	46,466	54,559
核心净利润	31,371	36,397	40,296	46,466	54,559

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	96,376	143,614	154,465	163,790	180,065
物业、厂房及设备	4,454	4,473	4,500	4,800	5,000
投资物业	67,093	97,377	107,000	112,000	125,000
联营公司	20,849	36,224	38,000	42,000	45,000
可供出售投资	147	116	-	-	-
无形资产	65	65	65	65	65
已抵押银行存款	-	-	-	-	-
其他	3,768	5,359	4,900	4,925	5,000
流动资产	474,913	501,791	583,216	650,556	711,745
现金及现金等价物	157,162	104,051	139,416	151,056	154,545
应收贸易款项	23,405	23,927	29,000	32,000	38,000
关连款项	19,186	9,777	10,300	11,500	12,400
存货	269,428	359,947	398,000	450,000	500,000
其他	5,732	4,089	6,500	6,000	6,800
流动负债	199,604	206,543	227,500	248,700	269,400
借债	40,286	30,424	28,000	30,500	32,000
应付贸易账款	129,958	133,112	154,000	172,000	190,000
应付税项	21,888	29,742	27,500	26,200	25,000
关连款项	7,206	13,265	18,000	20,000	22,400
其他	266	-	-	-	-
非流动负债	144,261	165,319	199,600	220,300	235,700
借债	133,534	147,815	180,000	200,000	215,000
递延税项	9,857	13,704	16,000	16,800	17,300
其他	870	3,800	3,600	3,500	3,400
少数股东权益	5,175	7,849	10,950	11,300	11,800
净资产总值	222,248	265,694	299,631	334,046	374,910
股东权益	222,248	265,694	299,631	334,046	374,910

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	50,183	56,928	61,618	70,554	82,667
折旧和摊销	357	445	447	450	480
营运资金变动	35,087	(77,569)	(44,382)	(52,000)	(53,000)
税务开支	(15,038)	(12,617)	(21,715)	(23,901)	(28,199)
其他	(10,049)	(9,225)	19,768	12,141	2,902
经营活动所得现金净额	60,540	(42,037)	15,737	7,243	4,851
购置固定资产	3,043	(7,636)	421	150	280
联营公司	1,762	(2,714)	(912)	(3,072)	(1,967)
其他	10,308	2,270	459	(25)	(75)
投资活动所得现金净额	15,114	(8,079)	(33)	(2,947)	(1,762)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(15,023)	(4,514)	29,762	22,500	16,500
股息	(8,193)	(9,154)	(9,313)	(10,956)	(12,600)
其他	(9,179)	527	4,213	800	1,500
融资活动所得现金净额	(32,394)	(13,141)	24,661	12,344	5,400
现金增加净额	43,259	(63,258)	40,365	16,640	8,489
年初现金及现金等价物	120,048	154,983	99,460	134,825	146,465
汇兑	(8,324)	7,734	(5,000)	(5,000)	(5,000)
年末现金及现金等价物	154,983	99,460	134,825	146,465	149,954
抵押现金	(2,178)	(4,591)	(4,591)	(4,591)	(4,591)
年末资产负债表现金及现金等价物	157,162	104,051	139,416	151,056	154,545

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	97.5	97.6	97.3	97.2	97.3
物业投资	1.3	1.5	1.8	1.9	1.9
其他	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	27.8	32.9	32.7	32.3	32.3
税前利率	34.8	38.2	34.7	31.9	31.7
息税前收益	22.6	24.6	22.7	20.7	20.6
核心净利润率	19.1	21.9	20.7	20.7	20.6
有效税率	32.8	33.6	32.2	32.7	32.8

增长 (%)

收入	(3.2)	1.2	17.4	15.1	17.9
毛利	(1.0)	19.8	16.6	13.5	18.0
净利润率	10.2	13.4	8.2	14.5	17.2
净利润	6.9	10.1	8.8	4.8	17.4
核心净利润	8.6	16.0	10.7	15.3	17.4

资产负债比率

流动比率 (x)	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6
平均应收账款周转天数	52.1	52.6	54.3	52.1	52.4
平均应付帐款周转天数	400.5	436.4	428.4	413.2	387.3
平均存货周转天数	830.4	1,179.9	1,107.2	1,080.9	1,019.3
净负债/总权益比率 (%)	7.3	27.1	22.1	23.0	23.9

回报率 (%)

资本回报率	16.7	15.3	14.8	13.9	14.6
资产回报率	6.5	6.3	6.0	5.7	6.1

每股数据

每股盈利(港元)	3.64	3.72	4.05	4.24	4.98
每股股息(港元)	0.77	0.80	0.95	1.10	1.25
每股账面值(港元)	20.3	24.3	27.3	30.5	34.2

来源：公司及招银国际研究部预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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上责任。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士。