

股份評論 — 中國海外發展(00688) 2022年04月28日

表現持續穩健 受惠政策調整及併購

行業：房地產

評級：買入

00688.HK, 688 HK

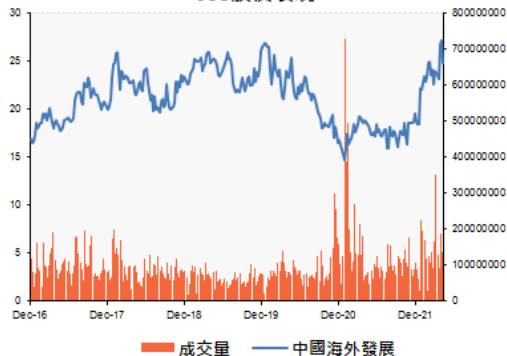
股價：HKD 24.10

目標價：HKD 30.00

潛在升幅：24.5%

股價表現 (HKD)			
價格	24.10	1個月相對表現	1.5%
52週最高	27.35	6個月相對表現	39.0%
52週最低	15.42	52周相對表現	31.7%
52週Beta	0.75	年至今相對表現	30.6%

688股價表現



688相對恆指表現



資料來源：彭博 28/04/2021

公司簡介：

集團主要於從事物業發展及投資、酒店運營、物業管理服務等服務。

基礎分析：

■ 業績及財務狀況穩健具防守性

中國內地樓市正值大規模整合期，中國海外的穩健業績及健康的財政狀況令股份具有防守性，吸引行業資金流入，而且更受惠併購。集團首季收入人民幣 288.3 億元，按年增長 5.7%；經營溢利人民幣 71.6 億元，增 15.8%；經營溢利率 24.8%，按年升約 2.2 個百分點。截至 3 月底止，集團手頭現金約人民幣 1,147 億元，淨負債比率僅約 43.1%，遠低於中央設下「三道紅線」中淨負債比率 100% 的界線。

■ 受惠潛在政策放寬及併購

中國內地房地產行業去槓桿已持續一段時間，在堅持「房住不炒」的大方向下，去年底起逐步出現政策微調，包括不同城市放寬限購規定、下調按揭利率，以及暫時不擴大房產稅試點等。

國務院總理李克強於 3 月初的兩會發表政府工作報告時提出，要因城施策促進房地產業良性循環和健康發展。預料，疫情反覆及穩經濟的需要下，未來各地或有更多微調，加上中國內地有機會再降低利率，有助促進樓市回暖。早前，消息指銀行通知房企，對陷債務危機企業項目以承債式收購，相關併購貸款不再計入「三道紅綫」指標，有利穩健的房企低價進行併購。消息指，央企及國企已四出洽購核心城市的優質項目。年初，中國海外便出手收購雅居樂集團(03383)及世茂集團(00813)所持的廣州亞運城項目股權。預料，集中一二線城市的優質項目併購或陸續有來，成為中海外的正面催化劑。

買賣策略：

■ 估值近歷史低位

集團現時估值處於歷史低位附近，股價對資產淨值的折讓高達近 50%，接近 10 年平均值的負 2 個標準差，加上現價股息率逾 5%，對股價帶來支持。集團的業績及財政狀況穩健，將成為政策及樓市回暖的主要受惠者，亦是投資者投資內房的首選。技術走勢上，投資者可以考慮待股價稍作調整伺機於 3 月下旬的整固區域約 \$23 進場，上望月線圖約 \$30 元的阻力，以 3 月中低位 \$19.18 作止蝕參考。

風險提示：更多政策調控、房地產行業風險加劇

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

業績 (截至 2021 年 09 月 30 日止季度業績):

截至 2022 年 03 月 31 日止第一季業績，集團收入人民幣 288.3 億元，按年增長 5.7%；經營溢利人民幣 71.6 億元，增 15.8%。

財務數字 貨幣: CNY 週期: Calendar Quarterly (CQ) 年份選取: 3

損益表摘要	2CQ	1CQ	T12M	CQ1 2022	CQ4 2021	CQ3 2021
收入	-	28,830	242,241	-	-	-
經營溢利	-	7,160	60,810	-	-	-
稅前淨利	-	-	63,130	-	-	-
非常項目前收入	-	-	43,062	-	-	-
淨利潤	-	-	40,155	-	-	-
非常項目前每股收益	-	-	3.29	-	-	-
每股收益	-	-	3.67	-	-	-
非常項前稀釋每股收益	-	-	3.29	-	-	-
稀釋每股收益	-	-	3.67	-	-	-
每股股利	-	-	0.93	-	-	-
EBITDA	-	-	59,202	-	-	-
股本回報率	-	-	-	-	-	-

(人民幣百萬元計；資料來源：彭博 28/04/2021)

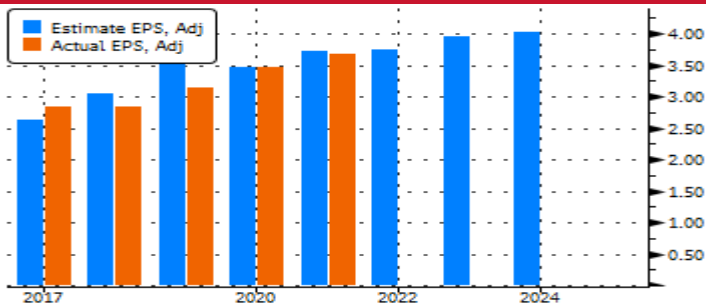
估值比率	Fiscal Year						
	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
市盈率	6.7x	5.7x	5.9x	5.5x	5.4x	5.1x	5.0x
EV/EBIT	6.0x	6.7x	4.6x	5.2x	6.1x	5.7x	5.6x
EV/EBITDA	6.0x	6.6x	4.5x	-	6.2x	5.8x	5.5x
P/S	1.8x	1.8x	0.8x	0.7x	0.9x	0.8x	0.7x
P/B	1.0x	1.1x	0.5x	0.5x	0.6x	0.6x	0.5x
股利率	3.8%	3.8%	7.4%	6.7%	5.8%	6.1%	6.6%

獲利比率 %	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
毛利率	37.8	33.7	30.0	23.5	25.0	24.5	23.3
EBITDA 獲利率	41.3	37.2	32.7	-	21.4	21.2	20.6
營業率	41.2	37.0	32.5	23.1	21.9	21.7	20.3
獲利率	26.2	25.4	23.6	16.6	15.3	15.2	14.6
資產報酬率	6.4	6.1	5.7	4.7	4.4	4.4	4.2
股本回報率	16.1	15.8	14.8	12.2	11.1	11.5	10.4

槓桿和覆蓋率	12/18	12/19	12/20	12/21
流動比率	2.3	2.2	2.1	2.2
速動比率	0.4	0.4	0.4	0.5
EBIT/利息	7.6	6.8	7.1	6.6
總債務/資本	0.4	0.4	0.4	0.4
總債務/權益	0.7	0.7	0.7	0.7
有效稅率 %	35.6	34.2	31.1	31.8

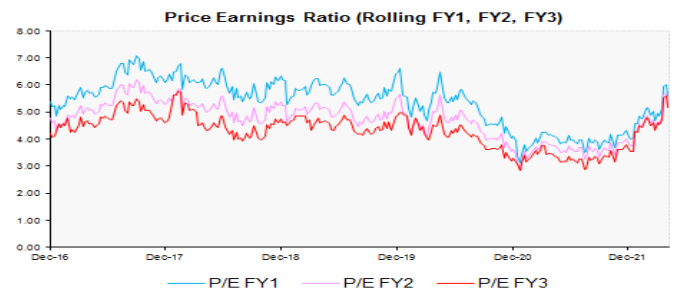
資料來源：彭博 28/04/2021

預測盈利：



資料來源：彭博 28/04/2021

預測市盈率：



資料來源：彭博 28/04/2021

同業市盈率比較：

				定價		表現		評價比率		Price Earnings				
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化						
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	122,224	-4.2%	-28.6%	2.8x	2.4x	3.0x	3.6x	3.7x	3.6x	3.3x
				最大	248,513	-0.6%	11.5%	14.7x	12.2x	10.1x	8.5x	7.7x	7.1x	6.3x
				平均	201,146	-2.5%	-5.1%	9.3x	7.2x	7.3x	6.2x	6.1x	5.7x	5.1x
688	中國海外發展	Real Estate Development	HKD	263,770	263,770	1.5%	39.0%	7.2x	6.5x	5.8x	5.5x	5.4x	5.1x	5.0x
1109	華潤置地	Real Estate Development	HKD	248,513	248,513	-2.7%	11.5%	10.5x	7.1x	8.7x	6.5x	7.0x	6.3x	5.7x
2007	碧桂園	Real Estate Development	HKD	122,224	122,224	-4.2%	-28.6%	2.8x	2.4x	3.0x	3.6x	3.7x	3.6x	3.3x
960	龍湖集團	Real Estate Development	HKD	232,700	232,700	-0.6%	1.8%	14.7x	12.2x	10.1x	8.5x	7.7x	7.1x	6.3x

資料來源：彭博 28/04/2021

同業股本回報率比較：

				定價		表現		評價比率		Return on Equity %				
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化						
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	122,224	-4.2%	-28.6%	18.8%	18.8%	16.4%	14.3%	12.9%	12.1%	12.4%
				最大	248,513	-0.6%	11.5%	32.2%	28.9%	21.4%	14.3%	12.9%	13.1%	13.4%
				平均	201,146	-2.5%	-5.1%	24.1%	22.9%	19.2%	16.7%	14.7%	14.2%	14.3%
688	中國海外發展	Real Estate Development	HKD	263,770	263,770	1.5%	39.0%	16.1%	15.8%	14.8%	12.2%	11.1%	11.5%	10.4%
1109	華潤置地	Real Estate Development	HKD	248,513	248,513	-2.7%	11.5%	18.8%	18.8%	16.4%	15.3%	12.9%	13.1%	13.4%
2007	碧桂園	Real Estate Development	HKD	122,224	122,224	-4.2%	-28.6%	32.2%	28.9%	21.4%	14.3%	13.5%	12.1%	12.4%
960	龍湖集團	Real Estate Development	HKD	232,700	232,700	-0.6%	1.8%	21.3%	20.9%	19.8%	20.4%	17.9%	17.5%	17.2%

資料來源：彭博 28/04/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



財務數字摘要：

中國海外發展

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字				
		12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
損益表						資產負債表					
收入	209,062	291,961	311,806	336,057	365,786	流動資產總額	755,809	796,124			
- 銷售成本	146,249	223,231				+ 現金及約當現金項目	127,895	160,654			
毛利	62,813	68,730	78,092	82,401	85,312	+ 短期投資	0	0			
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)	-4,879	1,362				+ 應收帳款及票據	10,967	7,714			
	0	0				+ 存貨	544,165	552,809			
經營溢利	67,854	67,368	68,401	72,903	74,112	+ 其他流動資產	72,783	74,946			
- 利息費用	995	1,044				長期資產總額	222,619	271,056			
- 匯兌損益	-3,502	-2,962				+ 長期投資	0	0			
- 淨營業外損失(收益)	-7,510	-6,801				固定資產總額	175,718				
稅前淨利	77,872	76,087	80,215	83,923	85,649	累計折舊	2,415				
- 所得稅費用	24,187	24,187				+ 固定資產淨額	173,303	210,672			
非常項目前收入	53,685	51,900				+ 其他長期資產	49,315	60,383			
- 非常項目稅後虧損	0	0				流動負債總額	361,079	360,550			
- 少數股東權益	4,281	3,503				+ 應付帳款	76,749	89,480			
非常項前稀釋每股收益	4.49	4.42				+ 短期借款	52,349	55,059			
						+ 其他短期負債	231,981	216,010			
調整後淨利潤*	42,794	48,397	47,680	50,975	53,330	總長期負債	227,301	268,541			
調整後每股收益	3.91	4.42	4.47	4.73	4.81	+ 長期借款	201,474	242,501			
每股股利	1.18	1.21	1.40	1.49	1.61	+ 其他長期借款	25,827	26,040			
股利支付比%	25.2	26.7	0.31	0.31	0.34	總負債	588,379	629,090			
總流通股數	10,953	10,945				+ 長優先股	0	0			
稀釋後在外流通股數	11,014	10,945				+ 少數股權	16,872	16,618			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)	68,272		66,648	71,222	75,228	+ 股本及資本公積	87,945	90,823			
						+ 保留盈利及其他權益	285,232	330,648			
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。						股東權益合計	390,048	438,089			
						總負債及權益	978,428	1,067,179			
						每股帳面價值	34.07	38.51	40.97	42.89	46.14
						每股有形資產帳面價值	34.06	38.50			

	預測數字					預測數字					
	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E	
現金流量						比率分析					
淨利	49,403	48,397	50,380	53,155	60,208	評價比率					
+ 折舊及攤銷	417					市盈率	5.9x	5.5x	5.4x	5.1x	5.0x
+ 其他非現金調整數	-20,758					EV to EBIT	4.6x	5.2x			
+ 非現金資金變動	-23,241					EV to EBITDA	4.5x		6.2x	5.8x	5.5x
營業活動現金流量	5,822					價格/營收	0.8x	0.7x	0.9x	0.8x	0.7x
+ 固定資產處分	92					價格/帳面價值	0.5x	0.5x	0.6x	0.6x	0.5x
+ 資本支出	-13,693		-2,439	-2,759	-5,081	股利率	7.4%	6.7%	5.8%	6.1%	6.6%
+ 投資增加	0					獲利率					
+ 投資減少額	0					毛利率	30.0%	23.5%	25.0%	24.5%	23.3%
+ 其他投資活動	6,629					EBITDA獲利率	32.7%	0.0%	21.4%	21.2%	20.6%
投資活動現金流量	-6,972					營業率	32.5%	23.1%	21.9%	21.7%	20.3%
+ 支付股利	-11,215					獲利率	23.6%	16.6%	15.3%	15.2%	14.6%
+ 短期借款變動	0					資產報酬率	5.7%	4.7%	4.4%	4.4%	4.2%
+ 長期借款增加	72,121					股本回報率	14.8%	12.2%	11.1%	11.5%	10.4%
+ 長期借款減少	-42,251					槓桿及覆蓋率					
+ 股本增加	0					流動比率	2.09	2.21			
+ 股本減少	-58					速動比率	0.38	0.47			
+ 其他融資活動	-828					利息保障率(EBIT/I)	7.06	6.61			
融資活動現金流量	17,770					總債務/資本	0.39	0.40			
現金淨變動	16,620					總負債/股東權益	0.65	0.68			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	-7,871		3,208	18,814	23,846	其他					
公司自由現金流量	-7,186					資產週轉率	0.24	0.29			
權益自由現金流量	22,091					應收帳款週轉率	21.23	31.22			
每股可用現金流量	-0.72					應付帳款週轉率	3.63	2.58			
						存貨週轉率	0.31	0.41			
						有效稅率	31.1%	31.8%			

資料來源：彭博 28/04/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

股份評級準則：

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司