

公司研究報告

2018年3月12日

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

李文傑

研究員

mkli@sinopac.com

伍其峰

研究員

dkfng@sinopac.com

黃景成

研究員

gary.wong@sinopac.com

股票資料

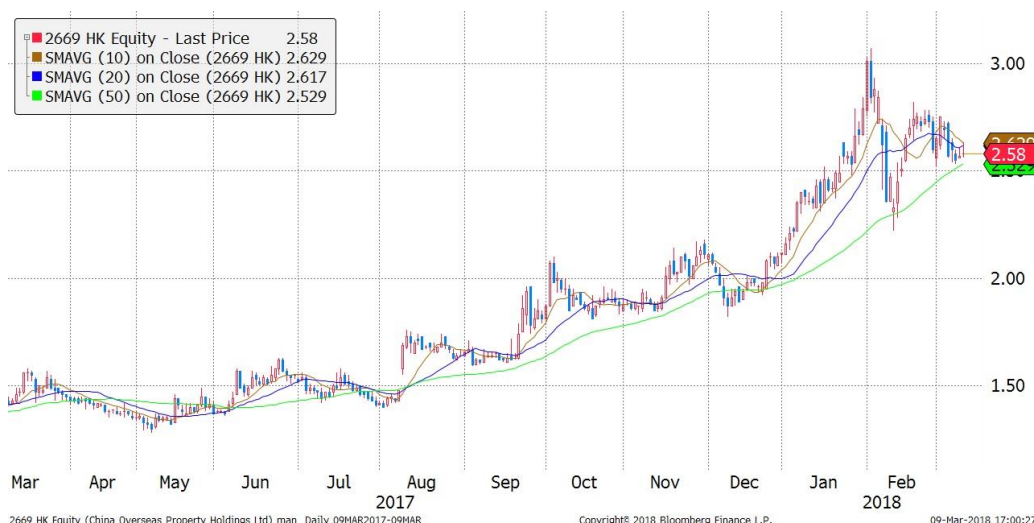
股份編號:	2669.HK
市價:	HKD2.58
市值:	約 HKD84.5 億
52 周低/高位:	HKD1.28-3.07
預期市盈率:	31.7 倍
股息率:	0.9% (2016 年)

中海物業(2669.HK)

公司簡介

- 中海物業為中國海外集團的子公司，是中國領先的物業管理公司之一。截至 2017 年 6 月 30 日止 6 個月，集團的業務範圍包括中國內地、澳門及香港等 52 個城市及地區，為合共 500 個項目提供物業管理服務，管理面積約 98.6 百萬平方米。
- 期內營業額為 13.08 億元（港幣，下同），按年上升 4.1%；毛利為 3.94 億元，按年急增 27.1%；毛利率為 30.1%，按年增加 5.4%。
- 管理的項目包括中、高端住宅及商業樓宇、商業綜合體、酒店及政府物業。業務劃分為物業管理服務及增值服務兩個分部。
- 股份獲深圳證券交易所納入為深港通下的港股通股票名單，2018 年 3 月 5 日開始生效。

圖 1：中海物業股價圖



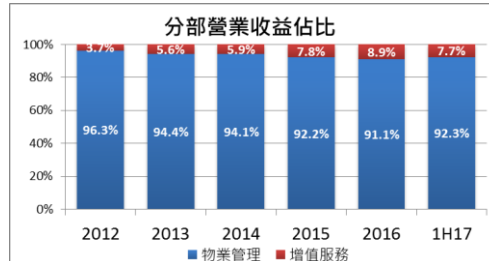
資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

物業管理業務增長穩定，增值服務業務潛在增長空間

- 物業管理服務**主要為中、高端住宅及商業樓宇、商業綜合體、酒店及政府物業提供保安、維修及保養、清潔及綠化等服務。另外為物業發展商提供交付前服務、協助入伙服務、交付查檢服務、工程服務質量監控以及諮詢服務。
- 增值服務**主要包括為物業發展商提供工程諮詢及工程產品銷售服務，以及檢查、維修及保養、設備升級改造服務。此外提供社區租賃、銷售及其他服務，透過 O2O 平台為住戶及租戶提供線上及線下服務。

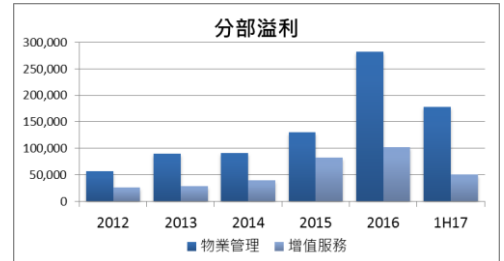
- 2012 全年至 2017 中期，物業管理分部營業額佔總收益逾 9 成，增值服務分部營業額佔比雖然持續上升至 2017 中期的 7.7%，但遠低於同業，增值服務有頗大的增長空間。自 2014 年推出 O2O 平台後，增值服務毛利率由 2014 年少於 4 成，增至 2017 年中期逾 5 成半，此分部有潛力成為集團增長的催化劑。

圖 2：營業收益佔比



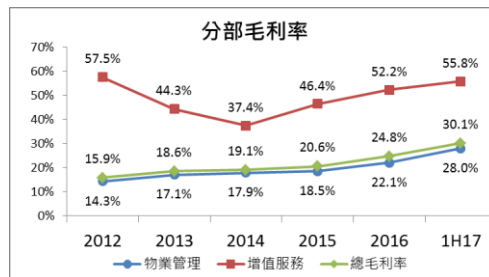
資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 3：分部溢利(港幣千元)



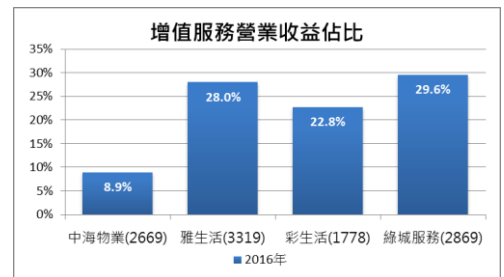
資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 4：分部毛利率



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 5：增值服務營業收益佔比與同業比較

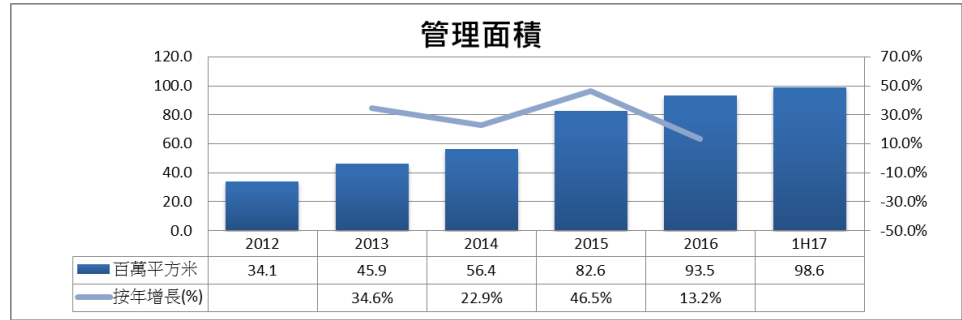


資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

背靠中國海外集團支持

- 根據上市文件，中海物業的物業管理服務合約大部分與控股股東及同系聯營公司如中國海外發展 (688)、中國海外宏洋 (81) 及中國建築國際 (3311) 等發展的物業有關，相關物業佔中海物業管理的總建築面積約 9 成，貢獻集團收益約 9 成。
- 同系公司之中關連交易佔比最大的是中國海外發展。2017 年中國海外發展銷售面積約 1,300 萬平方米，2018 年 1 月至 2 月中國海外發展銷售面積約 283 萬平方米。受惠於同系物業項目相繼落成，中海物業管理面積持續上升，管理費收入增加。
- 2017 年 10 月，中海物業以 1.9 億元人民幣向中國海外發展購入中信物業服務有限公司 (下稱「中信物業」) 全部股權。根據交易文件，中信物業向 20 個城市約 120 個物業項目提供物業管理服務，預期交易使中海物業可以獲得更多管理合約，增加集團的管理面積及管理費收入。

圖 6：中海物業管理的建築面積



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

我們的看法

- 中海物業將受惠於同系公司的強勁物業銷售，隨着相關物業陸續入伙，預料集團的管理面積將有不錯的增長，加上高毛利率的增值服務業務增長潛入強，預料業績將會持續改善，可以候低吸納，建議 2.20 元左右，即預期市盈率約 27 倍水平買入。
- 預料未來將有多間內房企業分拆物業管理業務來港上市，例如萬科企業 (2202)、碧桂園 (2007) 及富力 (2777) 等，使更多投資者關注物業管理公司的增長潛力，或會重估相關企業的價值。

風險

- 內地房地產市場可能受到樓市調控政策，以及收緊流動性措施所影響，對中國海外發展的物業銷售表現構成壓力，從而影響中海物業管理項目增長。

表 1：損益表 (港幣千元)

	FY15	FY16	1H16	1H17
收益	2,544,398	2,563,360	1,256,974	1,308,075
分部				
物業管理服務	2,347,182	2,334,400	1,149,686	1,207,410
增值服務	197,216	228,960	107,288	100,665
直接經營成本	(2,019,680)	(1,927,043)	(947,057)	(914,223)
毛利	524,718	636,317	309,917	393,852
其他收入	19,244	26,135	10,530	17,557
投資物業公允價值變動 的收益	4,150	769	313	4,216
行政開支	(385,255)	(330,114)	(155,075)	(194,904)
經營溢利	162,857	333,107	165,685	220,721
應佔聯營公司溢利	157	161	77	77
財務費用	(1,988)	(6,963)	(3,807)	(4,551)
稅前利潤	161,026	326,305	161,955	216,247
所得稅開支	(43,976)	(100,009)	(47,917)	(61,212)
年度利潤	117,050	226,296	114,038	155,035

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 2：盈利與股息 (港幣)

	FY15	FY16
每股盈利(基本)	0.04	0.07
每股盈利(攤薄)	0.04	0.07
每股派息	0.01	0.02
股息率	0.5%	0.9%
派息比率	33.7%	32.0%

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 3：增長

	FY15	FY16
收益增長	17.6%	0.7%
毛利率	20.6%	24.8%
毛利增長	27.0%	21.3%
純利率	4.6%	8.8%

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	FY15	FY16
市盈率(倍)	35.7	31.7
市帳率(倍)	6.6	9.6

資料來源：彭博·永豐金證券(亞洲)

表 5：財務狀況表 (港幣千元)

	1H16	1H17
非流動資產		
投資物業	66,641	93,510
物業、廠房及設備	26,978	24,750
預付土地租金支出	3,206	2,059
聯營公司的權益	191	268
遞延稅項資產	2,032	2,403
	99,048	122,990
流動資產		
貿易及其他應收款項	289,988	468,516
其他	67,764	79,695
銀行結餘及現金	2,112,309	2,148,377
	2,470,061	2,696,588
總資產	2,569,109	2,819,578
流動負債		
貿易及其他應付款	1,030,432	1,044,772
預收款及其他按金	413,360	438,788
其他	7,982	4,709
稅項債務	68,923	71,897
	1,520,697	1,560,166
非流動負債		
銀行借貸	310,000	360,000
遞延稅項負債	10,283	14,656
	320,283	374,656
負債總額	1,840,980	1,934,822
權益		
股本及股份溢價	3,287	3,287
儲備	724,842	881,469
保留盈利	-	-
	728,129	884,756
非控股權益	-	-
權益總額	728,129	884,756
權益及負債總額	2,569,109	2,819,578
資產總額減流動負債	1,048,412	1,259,412
流動資產淨值	949,364	1,136,422

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2018 年 3 月 12 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。