

中国房地产	收盘价 港元 8.98	目标价 港元 10.80	潜在涨幅 +20.3%
-------	----------------	-----------------	----------------

2023年8月22日

中海物业 (2669 HK)

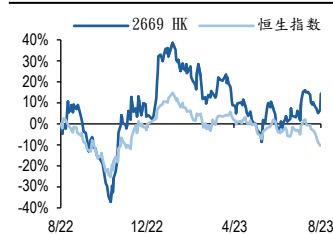
外拓增长强劲，不确定性下上半年业绩达标；维持买入

- 2023年上半年业绩符合预期，维持复合增长30%的目标不变：收入同比增长23.2%至71.63亿港元，四个业务分部当中三个录得同比正增长，其中住户增值服务收入增速最快。由于公司主要业务以人民币结算，剔除汇率影响，收入实质同比上升30.7%。毛利率回升0.9个百分点至16.0%，降本增效进展显著，净利润同比增长39.2%至7.26亿港元，与我们和市场的预测基本一致，净利润率上升1.2个百分点至10.2%。尽管房地产市场环境不确定，公司仍维持2021-25年收入、净利润和在管面积复合年增长率30%的目标。上半年每股派息0.055港元（同比+37.5%）。
- 物业管理外拓进展亮眼：上半年在管面积同比增长26.5%至3.63亿平方米，其中非住宅项目的面积占比由去年底23.8%提升至28.2%。凭借强大的外拓能力（外拓合约面积同比增58%至43.0百万平方米），第三方项目的面积占比由去年的31.1%提升至37.8%，向公司内生外拓1:1的目标更进一步。随着在管面积的快速扩张，基础物管收入及毛利分别同比增长17.7%/31.6%至51.6/7.59亿港元。
- 增值服务稳步增长：在房地产市场整体下行的情况下，公司非住户增值服务收入仍同比快速增长39.3%至12.1亿港元，主要受工程服务（同比增长49.9%至6.72亿港元）推动。住户增值服务收入同比增长56.9%至7.1亿港元，毛利同比上升52.2%至2.1亿港元，主要受惠于收入结构变化和人力整合。唯一收入下跌的业务为车位买卖，同比下跌22.8%至0.83亿港元，车位售出数量同比下跌6.0%至898个。
- 维持买入评级，目标价10.80港元。我们认为公司在逆周期下仍能持续兑现业绩承诺实属不易，基于公司强大的外拓能力以及国企关联方能够提供稳定交付，我们维持买入评级。基于21倍2023年市盈率（不变），我们维持目标价10.80港元。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	10.92
52周低位 (港元)	4.94
市值 (百万港元)	29,516.00
日均成交量 (百万)	15.43
年初至今变化 (%)	10.46
200天平均价 (港元)	8.69

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万港元)	9,442	12,689	16,529	21,062	26,609
同比增长 (%)	44.3	34.4	30.3	27.4	26.3
核心利润 (百万港元)	984	1,273	1,687	2,152	2,777
核心每股盈利 (港元)	0.30	0.39	0.51	0.65	0.84
同比增长 (%)	40.6	29.4	32.5	27.6	29.0
市盈率 (倍)	30.0	23.2	17.5	13.7	10.6
每股账面净值 (港元)	0.91	1.10	1.46	1.92	2.51
市账率 (倍)	9.84	8.17	6.16	4.69	3.58
股息率 (%)	1.0	1.3	1.7	2.2	2.8

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中海物业 1H23 年全年业绩概览

(百万港元)	1H22	1H23	同比 (%)
收入	5,814	7,163	23.2
物管服务	4,387	5,163	17.7
非住户增值服务	866	1,205	39.3
住户增值服务	453	711	56.9
停车位买卖业务	108	83	-22.8
销售成本	(4,936)	(6,015)	21.9
毛利	877	1,148	30.8
物管服务	577	759	31.6
非住户增值服务	134	163	22.0
住户增值服务	137	209	52.2
停车位买卖业务	30	17	-42.7
销售管理费用	(222)	(205)	-7.7
金融资产减值损失净额	(31)	(41)	30.6
投资物业的公允价值(亏损)/收益	0	(1)	n.a.
其他净收入	82	84	2.5
息税前利润	707	985	39.4
财务费用	(4)	(4)	9.9
应占联管和合管公司利润	3	5	79.7
税前利润	706	986	39.7
所得税	(180)	(255)	41.7
税后利润	526	730	39.0
非控股权益	(4)	(5)	32.7
净利润	522	726	39.0
每股盈利(港元)	0.16	0.22	39.2
每股股息(港元)	0.04	0.06	37.5
派息率(%)	25.2%	24.9%	-0.3ppt
毛利率(%)	15.1%	16.0%	0.9ppt
物管服务	14.9%	13.4%	-1.5ppt
非住户增值服务	15.4%	13.5%	-1.9ppt
住户增值服务	30.3%	29.4%	-0.9ppt
停车位买卖业务	27.9%	20.7%	-7.2ppt
息税前利润率(%)	12.2%	13.8%	1.6ppt
净利润率(%)	9.0%	10.2%	1.2ppt
在管面积(百万平方米)	287	363	26.5
来自独立第三方的面积占比	31.1%	37.8%	6.7ppt
非住宅项目的面积占比	23.8%	28.2%	4.4ppt

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 中海物业 (2669 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
16 HK	新鸿基地产	买入	87.20	127.60	46.3%	2023 年 02 月 23 日	香港房地产
823 HK	领展房托	中性	37.65	52.00	38.1%	2023 年 06 月 01 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	20.80	27.80	33.7%	2023 年 03 月 22 日	香港房地产
123 HK	越秀地产	买入	9.12	11.48	25.8%	2023 年 03 月 15 日	内地房地产
884 HK	旭辉控股集团	买入	0.76	3.30	334.2%	2022 年 08 月 30 日	内地房地产
1109 HK	华润置地	买入	30.95	42.82	38.4%	2022 年 05 月 24 日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	7.27	18.50	154.5%	2023 年 03 月 29 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	8.98	10.80	20.3%	2023 年 03 月 23 日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 8 月 22 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	9,442	12,689	16,529	21,062	26,609
主营业务成本	(7,800)	(10,669)	(13,932)	(17,769)	(22,461)
毛利	1,642	2,020	2,598	3,293	4,148
销售及管理费用	(429)	(466)	(573)	(689)	(817)
其他经营净收入/费用	37	59	118	124	186
经营利润	1,250	1,614	2,142	2,728	3,517
财务成本净额	(3)	(14)	(6)	(7)	(7)
税前利润	1,247	1,600	2,136	2,721	3,510
税费	(331)	(398)	(528)	(673)	(868)
非控股权益	(3)	(8)	(8)	(9)	(8)
净利润	913	1,194	1,599	2,039	2,633
作每股收益计算的净利润	984	1,273	1,687	2,152	2,777

资产负债简表 (百万港元)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4,283	4,691	6,055	7,711	9,853
应收账款及票据	1,387	2,139	2,618	3,336	4,214
存货	935	971	1,265	1,611	2,036
其他流动资产	1,127	1,726	2,018	2,363	2,785
总流动资产	7,733	9,527	11,956	15,021	18,888
投资物业	167	209	209	209	209
物业、厂房及设备	111	114	122	126	127
其他有形资产	59	115	156	200	246
无形资产	81	83	66	54	45
合资企业/联营公司投资	6	10	16	24	35
其他长期资产	162	63	63	63	63
总长期资产	586	594	632	676	725
总资产	8,320	10,121	12,588	15,697	19,613
短期贷款	41	54	54	54	54
应付账款	3,423	4,276	5,573	7,108	8,985
其他短期负债	1,752	2,028	2,008	2,067	2,154
总流动负债	5,216	6,357	7,634	9,229	11,192
其他长期负债	51	102	102	102	102
总长期负债	51	102	102	102	102
总负债	5,267	6,458	7,736	9,330	11,294
股本	3	3	3	3	3
储备及其他资本项目	2,997	3,608	4,789	6,295	8,239
股东权益	3,000	3,611	4,792	6,298	8,242
非控股权益	52	52	60	69	77
总权益	3,053	3,663	4,852	6,367	8,319

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	1,318	1,678	2,224	2,834	3,653
折旧及摊销	24	24	28	32	35
营运资本变动	(250)	124	216	112	141
利息调整	(3)	(14)	(6)	(7)	(7)
税费	(331)	(331)	(463)	(601)	(771)
其他经营活动现金流	769	1,464	1,950	2,295	2,946
经营活动现金流	1,527	2,945	3,949	4,666	5,998
资本开支	(79)	(36)	(36)	(36)	(36)
投资活动	(44)	(48)	(53)	(58)	(64)
其他投资活动现金流	(263)	(649)	(8)	10	33
投资活动现金流	(386)	(733)	(97)	(84)	(67)
负债净变动	0	0	(68)	0	0
股息	(237)	(394)	(506)	(646)	(833)
其他融资活动现金流	(258)	(408)	(579)	(651)	(840)
融资活动现金流	(495)	(802)	(1,154)	(1,297)	(1,672)
汇率收益/损失	115	0	0	0	0
年初现金	2,936	3,298	3,706	5,070	6,726
年末现金	4,283	4,691	6,055	7,711	9,853

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(港元)					
核心每股收益	0.299	0.387	0.513	0.655	0.845
全面摊薄每股收益	0.299	0.387	0.513	0.655	0.845
每股股息	0.090	0.120	0.154	0.196	0.253
每股账面值	0.913	1.099	1.458	1.916	2.508
利润率分析(%)					
毛利率	17.4	15.9	15.7	15.6	15.6
EBITDA利润率	13.9	13.2	13.3	13.2	13.4
EBIT利润率	13.2	12.7	13.0	13.0	13.2
净利率	9.7	9.4	9.7	9.7	9.9
盈利能力(%)					
ROA	11.8	12.6	13.4	13.7	14.2
ROE	32.8	35.3	35.2	34.2	33.7
其他					
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
存货周转天数	36.2	27.9	27.9	27.9	27.9
应收账款周转天数	53.6	61.5	57.8	57.8	57.8
应付账款周转天数	160.2	146.3	146.0	146.0	146.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited (前称：58 Freight Inc.)、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。