

## 中海宏洋 (81 HK, HK\$5.55, 目标价: HK\$9.28, 买入) — 投资者不喜欢三线城市

❖ **纯利增长 31%**。2013 年营业额及净利润分别上升 63.7% 至 159 亿港元及 30.6% 至 31.4 亿港元，但更多的贡献是来自三线城市，毛利率从一年前的 40.5% 收窄至 2013 年的 33.0%。物业落成量由 2012 年的 85 万平方米上升至 2013 年的 201 万平方米，其中 77% 的物业已出售。公布的盈利较我们的预期低 1.2%。此外，中海宏洋 2012 年底为净现金公司，但因为业务扩张，2013 年底的净负债比率为 47.8%，财政状况仍然健康。

❖ **2013 年合同销售增加 27% 至 172 亿港元**。2013 年合同销售金额和面积增加了 27.4% 至 172 亿港元和 58.3% 至 164 万平方米。因为由三线城市贡献销售的比重由 2012 年的 57.6% 上升至 2013 年的 87.9%，因此均价由 2012 年的每平方米 13,065 港元下跌至每平方米 10,510 港元。中海宏洋将其 2014 年销售目标定为 230 亿港元。至 2013 年底，约 95 万平方米的物业已预售仍未入账。

❖ **加快补充土地储备**。中海宏洋在 2013 年购入 13 块总建筑面积为 456 万平方米的土地，公司更于 2014 年 1 月买入 2 幅共 91 万平方米的土地。中海宏洋在 2013 年新进入盐城及绍兴两个三线城市，2014 年 1 月更开拓汕头市场，除北京以外，公司现正开拓 14 个三线城市的物业市场，包括呼和浩特、银川、贵林、吉林、合肥、蘭州、南宁、赣州、南通、盐城、绍兴、汕头、扬州及常州。现有的总土地储备及应占权益土地储备分别为 1,256 万平方米及 1,128 万平方米。平均土地成本为每平方米 1,664 元人民币，即相等于 2013 年销售均价的 20.3%。

❖ **因为避开三线城市，估值下调**。中海宏洋的股价自 2013 年 3 月下跌至今超过一半，我们相信是投资者担心三线城市的物业市场风险。而且，公司将 2014 年的盈利增长指引由以前的 30% 下调至 2014 年的 20%，看来在三线城市的竞争是相当激烈，所以估值自去年 3 月开始下降。

❖ **下调目标价和预测**。我们分别下调 2014 及 15 年盈利预测 10.5% 至 40.2 亿港元和 11.5% 至 45.3 亿港元，我们更加入 2016 年盈利预测 53.9 亿港元。我们估计 2014 年底每股资产净值为 13.3 港元。因为负债及风险承担能力上升，我们将目标价由 12.49 港元下降至 9.28 港元，相等于 30% 资产净值折让。升值潜力达 67.3%。维持买入评级。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万港元)	9,717	15,906	18,281	21,254	25,900
净利润 (百万港元)	2,401	3,136	4,020	4,532	5,386
每股收益 (港元)	1.052	1.374	1.761	1.986	2.360
每股收益变动 (%)	26.1	30.6	28.2	12.8	18.8
市盈率 (x)	10.4	4.0	3.2	2.8	2.4
市帐率 (x)	3.1	1.1	0.8	0.6	0.5
股息率 (%)	1.0	2.0	2.7	3.2	4.0
权益收益率 (%)	30.1	27.7	26.5	23.2	21.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	47.8	57.3	58.8	44.4

来源: 公司及招银国际研究部

### 中海宏洋 (81 HK)

评级	买入
收市价	HK\$5.55
目标价	HK\$9.28
市值 (港币百万)	12,666
过去 3 月平均交易 (港币百万)	32.8
52 周高/低 (港币)	13.1/5.28
发行股数 (百万)	2,282
主要股东	中国海外 (38%)

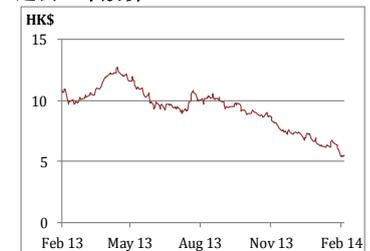
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	-14.4%	-17.7%
3 月	-34.2%	-31.1%
6 月	-45.1%	-47.8%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

**利润表**

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>9,717</b>	<b>15,906</b>	<b>18,281</b>	<b>21,254</b>	<b>25,900</b>
物业发展	9,531	15,681	18,031	20,969	25,594
物业投资	120	135	146	155	156
物业管理	66	90	105	130	150
销售成本	(5,779)	(10,653)	(10,898)	(12,997)	(16,088)
<b>毛利</b>	<b>3,938</b>	<b>5,252</b>	<b>7,383</b>	<b>8,257</b>	<b>9,812</b>
销售费用	(213)	(255)	(329)	(425)	(492)
行政费用	(351)	(417)	(457)	(531)	(609)
其他收益	53	90	80	74	74
<b>息税前收益</b>	<b>3,427</b>	<b>4,670</b>	<b>6,678</b>	<b>7,374</b>	<b>8,785</b>
融资成本	(9)	(19)	(19)	(22)	(23)
联营公司	9	18	11	12	12
特殊收入	383	476	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>3,810</b>	<b>5,144</b>	<b>6,670</b>	<b>7,365</b>	<b>8,774</b>
所得税	(1,325)	(1,761)	(2,402)	(2,590)	(3,086)
非控制股东权益	(85)	(247)	(248)	(242)	(302)
<b>净利润</b>	<b>2,401</b>	<b>3,136</b>	<b>4,020</b>	<b>4,532</b>	<b>5,386</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,127</b>	<b>2,779</b>	<b>4,020</b>	<b>4,532</b>	<b>5,386</b>

来源: 公司及招銀国际研究部

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>2,684</b>	<b>3,422</b>	<b>3,522</b>	<b>3,568</b>	<b>3,603</b>
物业、厂房及设备	53	55	80	100	120
联营公司	79	100	105	115	124
投资物业	2,249	3,013	3,013	3,013	3,013
无形资产	32	28	24	20	16
其他	271	226	300	320	330
<b>流动资产</b>	<b>28,260</b>	<b>39,580</b>	<b>45,257</b>	<b>54,068</b>	<b>60,211</b>
现金及现金等价物	7,803	9,269	8,097	7,908	8,051
应收贸易款项	2,793	7,035	5,000	6,000	7,000
存货	66	40	60	60	60
关连款项	17,523	23,205	32,000	40,000	45,000
其他	75	30	100	100	100
<b>流动负债</b>	<b>15,789</b>	<b>17,709</b>	<b>17,450</b>	<b>19,850</b>	<b>21,650</b>
借债	11,095	11,963	11,800	13,700	15,000
应付贸易账款	1,842	1,936	1,850	1,850	1,850
应付税项	2,053	2,961	3,000	3,500	4,000
关连款项	799	849	800	800	800
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>6,546</b>	<b>13,021</b>	<b>15,241</b>	<b>17,321</b>	<b>16,441</b>
借债	5,105	11,713	13,800	15,880	15,000
递延税项	1,441	1,308	1,441	1,441	1,441
其他	-	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>643</b>	<b>967</b>	<b>900</b>	<b>950</b>	<b>1,050</b>
<b>净资产总值</b>	<b>7,966</b>	<b>11,305</b>	<b>15,187</b>	<b>19,514</b>	<b>24,672</b>
<b>股东权益</b>	<b>7,966</b>	<b>11,305</b>	<b>15,187</b>	<b>19,514</b>	<b>24,672</b>

来源: 公司及招銀国际研究部

**现金流量表**

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	3,427	4,670	6,678	7,374	8,785
折旧和摊销	12	17	14	20	25
营运资金变动	(3,773)	(8,472)	(8,446)	(8,600)	(5,700)
税务开支	(1,597)	(1,801)	(2,355)	(2,590)	(3,086)
其他	3,198	(637)	1,444	1,391	915
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,267</b>	<b>(6,224)</b>	<b>(2,666)</b>	<b>(2,405)</b>	<b>939</b>
购置固定资产	(96)	15	(12)	-	5
联营公司	40	(14)	(2)	(6)	(5)
其他	(964)	45	(74)	(20)	(10)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,020)</b>	<b>45</b>	<b>(87)</b>	<b>(26)</b>	<b>(10)</b>
股份发行	(0)	-	-	-	-
净银行借贷	3,645	7,517	2,125	2,580	(380)
股息	(190)	(251)	(274)	(388)	(456)
其他	245	76	(69)	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>3,700</b>	<b>7,342</b>	<b>1,783</b>	<b>2,192</b>	<b>(836)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>3,948</b>	<b>1,163</b>	<b>(970)</b>	<b>(239)</b>	<b>93</b>
年初现金及现金等价物	2,021	5,982	7,195	6,275	6,086
汇兑	13	50	50	50	50
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>5,982</b>	<b>7,195</b>	<b>6,275</b>	<b>6,086</b>	<b>6,229</b>
受限制现金	1,821	2,074	1,821	1,821	1,821
<b>资产负债表上的现金</b>	<b>7,803</b>	<b>9,269</b>	<b>8,097</b>	<b>7,908</b>	<b>8,051</b>

来源: 公司及招銀国际研究部

**主要比率**

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	98.1	98.6	98.6	98.7	98.8
物业投资	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6
物业管理	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>辮 (%)</b>					
收入	88.1	63.7	14.9	16.3	21.9
毛利率	31.5	33.4	40.6	11.8	18.8
净利润	32.2	30.6	28.2	12.8	18.8
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40.5	33.0	40.4	38.8	37.9
净利润率	24.7	19.7	22.0	21.3	20.8
有效税率	34.8	34.2	36.0	35.2	35.2
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.8	2.2	2.6	2.7	2.8
速动比率 (x)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
平均应收账款周转天数	52.5	80.7	49.9	51.5	49.3
平均应付账款周转天数	416.8	274.5	235.6	235.3	211.4
平均存货周转天数	1,106.8	795.0	1,071.8	1,123.3	1,021.0
总负债/权益比率 (%)	89.8	129.8	110.6	99.3	77.0
净负债/权益比率 (%)	Net cash	47.8	57.3	58.8	44.4
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	30.1	27.7	26.5	23.2	21.8
资产回报率	7.8	7.3	8.2	7.9	8.4
<b>每股数据</b>					
每股盈利 (港元)	1.052	1.374	1.761	1.986	2.360
每股股息 (港元)	0.110	0.110	0.150	0.180	0.220
每股账面值 (港元)	3.49	4.95	6.65	8.55	10.81

来源: 公司及招銀国际研究部

## 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 个月的潜在涨幅在-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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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风险。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。

本公司或其附属关联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。