

中海宏洋 (81 HK)

逾60%增长的盈喜

中海宏洋发盈喜，公司透露由于物业销售收入和毛利率增加，预计2019年净利润增长60%以上。我们将2020年和2021年的净利润预测分别上调7.9%和8.3%。此外，我们将截至2020年底的每股资产净值预测从10.47港元上调至11.03港元。基于折让减少，我们把目标价从5.23港元上调至7.72港元。维持买入评级。

- **2019年净利润料大增60%**。中海宏洋宣布盈喜，公司归因于物业销售收入和毛利率增加，预计2019年净利润增长60%以上。在2018年，中海宏洋录得净利润24.9亿港元，亦即是说2019年净利润预期超过39.8亿港元，高于我们的预测（36.8亿港元）8%，较市场一致预测高10%（36.3亿港元）。
- **合同销售好于预期**。2019年合同销售金额及面积分别上升25%至632亿港元及26%至504万平方米，较公司计划的580亿港元高9%。我们相信这将推动未来的收入增长。我们将2020年及2021年的盈利预测分别提高7.9%至46.6亿港元，及8.3%至52.8亿港元，以反映好于预期的合同销售。
- **土储分布在内地25个城市**。在2019年，中海宏洋购入31幅地块，总建筑面积619万平方米。土地总成本为279亿元人民币。楼面地价4,499元人民币/平方米，相当于2019年平均合同销售价40%。公司于2019年在呼和浩特市收购了四幅地块，总建筑面积47万平方米，该处的库存问题似乎已得到解决。此外，公司已扩展物业发展业务至泉州、渭南和清远，投资项目分布在25个内地城市内。
- **上调目标价至7.72港元**。我们估计2019年底的净负债比率为24.2%，而到2020年底的净负债比率为18.9%。中海宏洋的资产负债表属健康水平，有利于业务扩展。此外，因公司新收购土块，我们将2020年底的每股资产净值预测从10.47港元上调至11.03港元。另一方面，合同销售好于预期将有助公司估值重估。因此，我们将先前资产净值折让50%改为30%，并将目标价从5.23港元上调至7.72港币。股价上行空间为32.0%，重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万港元)	20,278	25,571	34,206	41,337	48,747
同比增长(%)	18.6	26.1	33.8	20.8	17.9
净收入(百万港元)	1,271	2,487	4,003	4,663	5,278
每股盈利(港元)	0.557	0.749	1.169	1.362	1.542
每股盈利变动(%)	41.2	34.4	56.2	16.5	13.2
市盈率(倍)	10.5	7.8	5.0	4.3	3.8
市帐率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率(%)	0.7	2.4	3.4	4.3	5.1
权益收益率(%)	9.3	12.8	17.5	17.3	16.9
净负债比率(%)	25.4	净现金	24.4	19.0	23.6

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.72
(此前目标价)	HK\$5.23)
潜在升幅	+32.0%
当前股价	HK\$5.85

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	20,027
3月平均流通量(百万港元)	37.58
52周内股价高/低(港元)	6.12/2.76
总股本(百万)	3,423

资料来源：彭博

股东结构

中国海外	38.32%
翁国基	13.53%
自由流通	48.15%

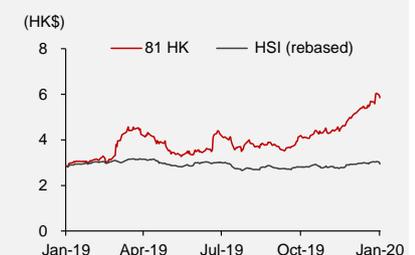
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	18.0%	14.2%
3-月	44.9%	34.5%
6-月	40.5%	40.3%
12-月	113.2%	100.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：BDO

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	20,278	25,571	34,206	41,337	48,747
物业发展	20,005	25,274	33,867	40,979	48,356
物业投资	207	223	260	272	299
其他	67	74	78	86	92
销售成本	-16,209	-18,134	-23,295	-29,200	-35,412
毛利	4,069	7,438	10,910	12,137	13,334
其他收益	201	442	331	335	364
销售费用	-676	-841	-1,060	-1,240	-1,462
行政费用	-610	-722	-924	-1,033	-1,170
其他费用	-8	-160	-27	-21	-24
息税前收益	2,976	6,156	9,230	10,178	11,041
融资成本	-33	-32	-38	-42	-47
联营/合营公司	47	278	415	45	79
特殊收入	192	0	0	0	0
税前利润	3,182	6,402	9,607	10,181	11,073
所得税	-1,920	-3,841	-5,501	-5,402	-5,650
税后利润	1,262	2,561	4,106	4,778	5,423
非控制股东权益	10	-74	-103	-115	-145
永续债	0	0	0	0	0
净利润	1,271	2,487	4,003	4,663	5,278
基础盈利	1,128	2,487	4,003	4,663	5,278

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	2,976	6,156	9,230	10,178	11,041
折旧和摊销	55	55	37	38	42
营运资金变动	3,375	1,206	-10,008	-3,250	-6,700
税务开支	-1,878	-2,711	-4,983	-5,292	-5,540
其他	-1,657	-1,124	4,303	214	242
经营活动所得现金净额	2,870	3,583	-1,422	1,887	-915
购置固定资产	-2,126	-33	-63	-178	-142
联营公司	-212	-220	-193	-71	-24
其他	169	-2,686	0	0	0
投资活动所得现金净额	-2,168	-2,940	-256	-249	-166
股份发行	0	4,608	0	0	0
净银行借贷	3,722	5,890	2,263	4,520	3,730
股息	-68	-205	-520	-719	-856
其他	-4,416	-3,797	0	0	0
融资活动所得现金净额	-763	6,495	1,743	3,801	2,874
现金增加净额	-61	7,139	65	5,439	1,793
年初现金及现金等价物	14,595	15,537	21,752	21,417	26,456
汇兑	1,003	-923	-400	-400	-400
年末现金及现金等价物	15,537	21,752	21,417	26,456	27,849
受限制现金	8,166	11,512	7,697	7,697	7,697
资产负债表中的现金	23,702	33,264	29,114	34,153	35,546

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流动资产	5,595	5,051	5,383	5,633	5,822
物业、厂房及设备	1,513	1,466	1,520	1,680	1,800
投资物业	2,835	2,668	2,640	2,620	2,600
联营公司	890	724	1,000	1,080	1,120
无形资产	8	3	1	1	0
其他	349	190	222	252	302
流动资产	89,728	113,218	123,339	139,078	153,771
现金及现金等价物	23,702	33,264	29,114	34,153	35,546
应收贸易款项	9,805	10,161	14,000	13,600	13,900
存货	54,416	67,685	78,000	89,000	102,000
其他	1,804	2,109	2,225	2,325	2,325
流动负债	54,524	71,090	77,450	86,410	93,820
借债	4,911	9,472	11,000	12,500	13,200
应付贸易账款	9,639	10,821	10,250	11,600	12,200
合同负债	30,821	43,283	48,000	54,000	60,000
应付税项	2,276	3,463	4,200	4,310	4,420
其他	6,877	4,052	4,000	4,000	4,000
非流动负债	26,336	26,900	27,419	30,439	33,469
借债	22,460	23,195	23,930	26,950	29,980
其他	3,876	3,705	3,489	3,489	3,489
股东权益	13,677	19,448	22,903	26,882	31,304
少数股东权益	786	830	950	980	1,000
永续债	0	0	0	0	0
总权益	14,463	20,279	23,853	27,862	32,304

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	98.7	98.8	99.0	99.1	99.2
物业投资	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
其他	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.1	29.1	31.9	29.4	27.4
税前利率	14.7	24.1	27.0	24.6	22.7
净利润率	6.3	9.7	11.7	11.3	10.8
有效税率	60.3	60.0	57.3	53.1	51.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	176.5	145.0	149.4	120.1	104.1
平均应付账款周转天数	173.5	154.5	109.4	102.4	91.3
平均存货周转天数	1225.3	1362.4	1222.1	1112.5	1051.3
	25.4	Net	24.4	19.0	23.6
回报率 (%)					
资本回报率	9.3	12.8	17.5	17.3	16.9
资产回报率	1.3	2.1	3.1	3.2	3.3
每股数据					
每股盈利(港元)	0.56	0.75	1.17	1.36	1.54
每股股息(港元)	0.04	0.14	0.20	0.25	0.30
每股账面值(港元)	5.99	5.68	6.69	7.85	9.14

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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义务。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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个人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。