

中海宏洋 (81 HK)

逾 60% 增長的盈喜

中海宏洋發盈喜，公司透露由於物業銷售收入和毛利率增加，預計 2019 年淨利潤增長 60% 以上。我們將 2020 年和 2021 年的淨利潤預測分別上調 7.9% 和 8.3%。此外，我們將截至 2020 年底的每股資產淨值預測從 10.47 港元上調至 11.03 港元。基於折讓減少，我們把目標價從 5.23 港元上調至 7.72 港元。維持買入評級。

- **2019 年淨利潤料大增 60%。**中海宏洋宣布盈喜，公司歸因於物業銷售收入和毛利率增加，預計 2019 年淨利潤增長 60% 以上。在 2018 年，中海宏洋錄得淨利潤 24.9 億港元，亦即是說 2019 年淨利潤預期超過 39.8 億港元，高於我們的預測 (36.8 億港元) 8%，較市場一致預測高 10% (36.3 億港元)。
- **合同銷售好於預期。**2019 年合同銷售金額及面積分別上升 25% 至 632 億港元及 26% 至 504 萬平方米，較公司計劃的 580 億港元高 9%。我們相信這將推動未來的收入增長。我們將 2020 年及 2021 年的盈利預測分別提高 7.9% 至 46.6 億港元，及 8.3% 至 52.8 億港元，以反映好於預期的合同銷售。
- **土儲分佈在內地 25 個城市。**在 2019 年，中海宏洋購入 31 幅地塊，總建築面積 619 萬平方米。土地總成本為 279 億元人民幣。樓面地價 4,499 元人民幣/平方米，相當於 2019 年平均合同銷售價 40%。公司於 2019 年在呼和浩特市收購了四幅地塊，總建築面積 47 萬平方米，該處的庫存問題似乎已得到解決。此外，公司已擴展物業發展業務至泉州、渭南和清遠，投資項目分佈在 25 個內地城市內。
- **上調目標價至 7.72 港元。**我們估計 2019 年底的淨負債比率為 24.2%，而到 2020 年底的淨負債比率為 18.9%。中海宏洋的資產負債表屬健康水平，有利於業務擴展。此外，因公司新收購土地，我們將 2020 年底的每股資產淨值預測從 10.47 港元上調至 11.03 港元。另一方面，合同銷售好於預期將有助公司估值重估。因此，我們將先前資產淨值折讓 50% 改為 30%，並將目標價從 5.23 港元上調至 7.72 港幣。股價上行空間為 32.0%，重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬港元)	20,278	25,571	34,206	41,337	48,747
同比增長 (%)	18.6	26.1	33.8	20.8	17.9
淨收入(百萬港元)	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
每股盈利變動 (%)	41.2	34.4	56.2	16.5	13.2
市盈率(倍)	10.5	7.8	5.0	4.3	3.8
市帳率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	0.7	2.4	3.4	4.3	5.1
權益收益率 (%)	9.3	12.8	17.5	17.3	16.9
淨負債比率 (%)	25.4	淨現金	24.4	19.0	23.6

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$7.72
(此前目標價)	HK\$5.23
潛在升幅	+32.0%
當前股價	HK\$5.85

中國房地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	20,027
3 月平均流通量(百萬港元)	37.58
52 周內股價高/低(港元)	6.12/ 2.76
總股本(百萬)	3,423

資料來源：彭博

股東結構

中國海外	38.32%
翁國基	13.53%
自由流通	48.15%

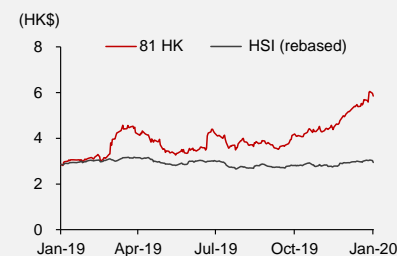
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	18.0%	14.2%
3-月	44.9%	34.5%
6-月	40.5%	40.3%
12-月	113.2%	100.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：BDO

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	20,278	25,571	34,206	41,337	48,747
物業發展	20,005	25,274	33,867	40,979	48,356
物業投資	207	223	260	272	299
其他	67	74	78	86	92
銷售成本	-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
銷售費用	-676	-841	-1,060	-1,240	-1,462
行政費用	-610	-722	-924	-1,033	-1,170
其他費用	-8	-160	-27	-21	-24
息稅前收益	2,976	6,156	9,230	10,178	11,041
融資成本	-33	-32	-38	-42	-47
聯營/合營公司	47	278	415	45	79
特殊收入	192	0	0	0	0
稅前利潤	3,182	6,402	9,607	10,181	11,073
所得稅	-1,920	-3,841	-5,501	-5,402	-5,650
稅後利潤	1,262	2,561	4,106	4,778	5,423
非控制股東權益	10	-74	-103	-115	-145
永續債	0	0	0	0	0
淨利潤	1,271	2,487	4,003	4,663	5,278
基礎盈利	1,128	2,487	4,003	4,663	5,278

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	2,976	6,156	9,230	10,178	11,041
折舊和攤銷	55	55	37	38	42
營運資金變動	3,375	1,206	-10,008	-3,250	-6,700
稅務開支	-1,878	-2,711	-4,983	-5,292	-5,540
其他	-1,657	-1,124	4,303	214	242
經營活動所得現金淨額	2,870	3,583	-1,422	1,887	-915
購置固定資產	-2,126	-33	-63	-178	-142
聯營公司	-212	-220	-193	-71	-24
其他	169	-2,686	0	0	0
投資活動所得現金淨額	-2,168	-2,940	-256	-249	-166
股份發行	0	4,608	0	0	0
淨銀行借貸	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
融資活動所得現金淨額	-763	6,495	1,743	3,801	2,874
現金增加淨額	-61	7,139	65	5,439	1,793
年初現金及現金等價物	14,595	15,537	21,752	21,417	26,456
匯兌	1,003	-923	-400	-400	-400
年末現金及現金等價物	15,537	21,752	21,417	26,456	27,849
受限制現金	8,166	11,512	7,697	7,697	7,697
資產負債表的現金	23,702	33,264	29,114	34,153	35,546

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流動資產	5,595	5,051	5,383	5,633	5,822
物業、廠房及設備	1,513	1,466	1,520	1,680	1,800
投資物業	2,835	2,668	2,640	2,620	2,600
聯營公司	890	724	1,000	1,080	1,120
無形資產	8	3	1	1	0
其他	349	190	222	252	302
流動資產	89,728	113,218	123,339	139,078	153,771
現金及現金等價物	23,702	33,264	29,114	34,153	35,546
應收貿易款項	9,805	10,161	14,000	13,600	13,900
存貨	54,416	67,685	78,000	89,000	102,000
其他	1,804	2,109	2,225	2,325	2,325
其他					
流動負債	54,524	71,090	77,450	86,410	93,820
借債	4,911	9,472	11,000	12,500	13,200
應付貿易賬款	9,639	10,821	10,250	11,600	12,200
合同負債	30,821	43,283	48,000	54,000	60,000
應付稅項	2,276	3,463	4,200	4,310	4,420
其他	6,877	4,052	4,000	4,000	4,000
非流動負債	26,336	26,900	27,419	30,439	33,469
借債	22,460	23,195	23,930	26,950	29,980
其他	3,876	3,705	3,489	3,489	3,489
股東權益	13,677	19,448	22,903	26,882	31,304
少數股東權益	786	830	950	980	1,000
永續債	0	0	0	0	0
總權益	14,463	20,279	23,853	27,862	32,304

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業發展	98.7	98.8	99.0	99.1	99.2
物業投資	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
其他	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
合計	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
稅前利率	14.7	24.1	27.0	24.6	22.7
淨利潤率	6.3	9.7	11.7	11.3	10.8
有效稅率	60.3	60.0	57.3	53.1	51.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
平均應收賬款周轉天數	176.5	145.0	149.4	120.1	104.1
平均應付帳款周轉天數	173.5	154.5	109.4	102.4	91.3
平均存貨周轉天數	1225.3	1362.4	1222.1	1112.5	1051.3
	25.4	Net	24.4	19.0	23.6
回報率 (%)					
資本回報率	9.3	12.8	17.5	17.3	16.9
資產回報率	1.3	2.1	3.1	3.2	3.3
每股數據					
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
每股賬面值(港元)	5.99	5.68	6.69	7.85	9.14

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。