

中海宏洋 (81 HK, HK\$8.9, 目标价: HK\$10.8, 买入) — 藉「中海」品牌开拓二三线市场

- ❖ 至 11 月完成了 102% 的销售目标。中海宏洋宣布 2012 年首 11 月的合同销售金额和面积分别为 132 亿港元和 99 万平方米，至 11 月底公司已完成 2012 年全年销售目标 130 亿港元的 101.5%。中海宏洋的销售在二/三线城市是非常成功，因为能充分利用母公司「中海」的品牌名称。中海宏洋是一个投资在中国二/三线城市房地产市场的替代工具。
- ❖ 开拓南通新市场。中海宏洋在 2012 年 10 月成功购入南通的新项目，总建筑面积为 76.2 万平方米。年初至今，土地储备增加了 310 万平方米至 900 万平方米，分布在中国 12 个城市。除了北京和上海一线城市外，中海宏洋投资于呼和浩特、银川、桂林、吉林、合肥、兰州、南宁、赣州、南通、扬州的二/三线城市。
- ❖ 2012 年 1-9 月的经营数据比 2011 年全年为佳。2012 年 1-9 月的营业额及经营盈利分别为 79.5 亿港元和 33.4 亿港元，2012 年 1-9 月的业绩比 2011 年全年为佳，我们预计中海宏洋 2012 年业绩将再创新高。
- ❖ 主要股东出售股份。公司的其中一个主要股东(程扬)在 2012 年 10 月以 7.819 港元的平均价格出售 3,140 万股，这对股价的表现带来压力。程扬出售后，仍持有 5.99% 中海宏洋股权。我们认为是次出售股份对公司的基本因素不会带来变化。
- ❖ 中海宏洋是中国海外开拓三线城市房地产市场的旗舰。在二/三线城市的机会是巨大的，但竞争并不激烈。中海宏洋的估值相等于 7.6 倍 2013 年市盈率和较 2013 年资产净值(即每股 13.5 港元)折让 34.1%。新目标价为 10.8 港元，相等于较资产净值折让 20%。升值潜力为 21.4%。维持买入评级。

中海宏洋 (81 HK)

评级	买入
收市价	HK\$8.9
目标价	HK\$10.8
市值 (港币百万)	20,312
过去 3 月平均交易 (港币百万)	22.9
52 周高/低 (港币)	8.98/3.73
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	15.2%	10.4%
3 月	14.2%	2.7%
6 月	28.4%	8.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万港元)	3,513	5,166	12,189	13,924	20,374
净利润 (百万港元)	1,001	1,815	2,510	2,672	4,101
每股收益 (港元)	0.622	0.834	1.099	1.170	1.796
每股收益变动 (%)	N.A.	34.1	31.9	6.5	53.5
市盈率 (x)	14.3	10.7	8.1	7.6	5.0
市帐率 (x)	5.7	3.9	2.7	2.1	1.5
股息率 (%)	0.5	0.7	1.5	1.7	1.9
权益收益率 (%)	37.4	35.3	33.4	27.0	30.1
净财务杠杆率 (%)	0.7	22.9	35.7	43.2	28.7

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	3,513	5,166	12,189	13,924	20,374
物业发展	3,399	4,996	11,975	13,681	20,100
物业投资	62	110	128	133	139
物业管理	52	60	85	110	135
销售成本	(1,950)	(2,170)	(6,662)	(8,238)	(11,947)
毛利	1,563	2,996	5,527	5,686	8,426
销售费用	(68)	(131)	(244)	(278)	(407)
行政费用	(175)	(202)	(244)	(265)	(367)
其他收益	46	(32)	(2)	(2)	(20)
息税前收益	1,366	2,631	5,037	5,142	7,633
融资成本	(20)	(33)	(41)	(55)	(60)
联营公司	2	8	-	-	-
特殊收入	655	776	189	-	-
税前利润	2,004	3,381	5,185	5,086	7,573
所得税	(861)	(1,576)	(2,474)	(2,112)	(3,123)
非控制股东权益	(142)	11	(201)	(303)	(349)
净利润	1,001	1,815	2,510	2,672	4,101
核心净利润	714	1,549	2,408	2,672	4,101

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	1,805	2,389	2,665	2,820	3,045
物业、厂房及设备	44	30	45	60	80
联营公司	229	73	80	90	105
投资物业	1,310	1,884	2,060	2,200	2,400
无形资产	126	108	80	70	60
其他	96	295	400	400	400
流动资产	9,130	17,293	24,631	30,486	35,350
现金及现金等价物	2,228	2,826	3,421	3,826	3,690
应收贸易款项	1,683	1,903	2,250	2,500	3,000
存货	135	61	60	60	60
关连款项	5,069	12,394	18,800	24,000	28,500
其他	15	108	100	100	100
流动负债	5,762	10,191	13,220	15,220	17,020
借债	3,450	5,959	8,000	9,500	11,300
应付贸易账款	1,306	2,193	3,000	3,000	3,000
应付税项	938	1,387	1,500	2,000	2,000
关连款项	0	573	720	720	720
其他	68	78	-	-	-
非流动负债	2,376	4,059	6,100	7,700	7,200
借债	1,310	2,616	4,600	6,100	5,600
递延税项	560	1,443	1,500	1,600	1,600
其他	506	-	-	-	-
少数股东权益	123	286	465	500	530
净资产总值	2,675	5,146	7,511	9,886	13,645
股东权益	2,675	5,146	7,511	9,886	13,645

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	1,366	2,631	5,037	5,142	7,633
折旧和摊销	12	9	6	9	12
营运资金变动	(678)	(4,617)	(6,425)	(4,950)	(4,500)
税务开支	(245)	(830)	(1,610)	(2,012)	(3,123)
其他	447	1,575	258	479	657
经营活动所得现金净额	902	(1,232)	(2,735)	(1,332)	679
购置固定资产	355	17	(9)	(6)	(8)
联营公司	-	-	(7)	(10)	(15)
其他	(178)	(384)	(105)	-	-
投资活动所得现金净额	177	(367)	(121)	(16)	(23)
股份发行	685	(0)	-	-	-
净银行借贷	684	1,632	2,097	2,000	(500)
股息	(522)	(101)	(259)	(297)	(342)
其他	(898)	110	148	-	-
融资活动所得现金净额	(52)	1,641	1,986	1,703	(842)
现金增加净额	1,028	42	(870)	355	(186)
年初现金及现金等价物	853	1,891	2,021	1,201	1,606
汇兑	10	89	50	50	50
年末现金及现金等价物	1,891	2,021	1,201	1,606	1,470
受限制现金	337	805	2,220	2,220	2,220
资产负债表上的现金	2,228	2,826	3,421	3,826	3,690

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	96.7	98.2	98.3	98.7
物业投资	1.8	2.1	1.1	1.0	0.7
物业管理	1.5	1.2	0.7	0.7	0.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	44.5	58.0	45.3	40.8	41.4
税前利率	57.0	65.4	42.5	36.5	37.2
净利润率	28.5	35.1	20.6	19.2	20.1
核心净利润率	20.3	30.0	19.8	19.2	20.1
有效税率	43.0	46.6	47.7	41.5	41.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1
速动比率 (x)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
平均应收账款周转天数	87.4	67.2	33.7	32.8	26.9
平均应付账款周转天数	700.6	791.3	382.4	387.7	317.7
平均存货周转天数	1,084.4	1,468.6	854.6	948.2	802.0
总负债/权益比率 (%)	84.0	77.8	81.2	81.9	55.7
净负债/权益比率 (%)	0.7	22.9	35.7	43.2	28.7
回报率 (%)					
资本回报率	37.4	35.3	33.4	27.0	30.1
资产回报率	9.2	9.2	9.2	8.0	10.7
每股数据					
每股盈利 (港元)	0.622	0.834	1.099	1.170	1.796
每股股息 (港元)	0.044	0.067	0.130	0.150	0.170
每股账面值 (港元)	1.55	2.25	3.29	4.33	5.98

来源: 公司及招银国际研究部

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 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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上责任。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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人士。