

### 中海宏洋 (81 HK, HK\$7.0, 目標價: HK\$8.39, 買入) — 亮麗業績但預期中

- ❖ **中期業績增長 62%。**中海宏洋昨天公佈 2012 年度中期業績。2012 上半年營業額上升 150%至 51.37 億港元，同期淨利潤增長 61.8%至 13.01 億港元。亮麗的業績主要原因是廣東中海橡園國際的住宅單位推遲至期內交付及入賬。同時，橡園國際的商業物業在 4 月份售出，提高營業額及盈利。因此，2012 上半年物業銷售收入上漲 154.8%至 50.47 億港元。毛利率略有收窄，從一年前的 52.4%減至期內的 50.1%。下半年將有更多來自二/三線城市的項目貢獻盈利，2012 年全年的毛利率預料會進一步縮少。
- ❖ **擴展到贛州。**中海宏洋在 2012 年 1 月購入一塊於贛州的土地，總建築面積為 140 萬平方米。現有的總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為 750 萬平方米及 617 萬平方米。中海宏洋繼續發展在二/三線城市的物業項目，例如呼和浩特、桂林、銀川、吉林、合肥、南寧、蘭州及贛州。公司更透露目前正在商談購入 2 幅土地。如果收購成功，可成為催化劑。
- ❖ **全年銷售目標提高至 130 億港元。**2012 上半年合同銷售金額和面積增加了 88.9%至 80 億港元和 153%至 51.4 萬平方米。中海宏洋將其 2012 年銷售目標從以前的 100 億港元調高至 130 億港元，約 62%的全年銷售目標已完成，約 50.8 萬平方米或值 73 億港元的物業已預售及仍待入賬。雖然中海宏洋在 3 月發行 22 億港元的可換股債券，但得益於強勁的銷售，財政狀況健康，手持 70 億港元現金和貸款為 56 億港元。在 2012 年的資本開支估計為 75 億港元，其中 50 億港元為土地金支出及 25 億港元為建築費用。
- ❖ **提高目標價和資產淨值。**我們調整 2012-14 年盈利預測 8.2%/-10.0%/ 10.7%，至 25.2 億港元、港幣 26.9 億港元和 41.2 億港元。此外，因為強勁的現金流入和一些項目的平均售價假設上升，至 2012 年底每股資產淨值預測由 10.8 港元上調至 12.0 港元。同時，我們改變為計算目標價格的資產淨值折讓，由 40%收窄至 30%，以反映優於預期的財政狀況和可能的土地收購。我們新的目標價是 8.39 港元。升值潛力是 19.9%。上升至**買入**評級。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬港元)	3,513	5,166	12,189	13,924	20,374
淨利潤 (百萬港元)	1,001	1,815	2,516	2,686	4,117
每股收益 (港元)	0.622	0.834	1.102	1.177	1.803
每股收益變動 (%)	N.A.	34.1	32.2	6.8	53.3
市盈率(x)	11.3	8.4	6.4	5.9	3.9
市帳率(x)	4.5	3.1	2.1	1.6	1.2
股息率 (%)	0.6	1.0	1.9	2.1	2.4
權益收益率 (%)	37.4	35.3	33.5	27.1	30.1
淨財務槓杆率 (%)	0.7	22.9	14.3	22.7	13.7

來源: 公司及招銀國際研究部

#### 中海宏洋 (81 HK)

評級	買入
收市價	HK\$7.00
目標價	HK\$8.39
市值 (港幣百萬)	15,976
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	20.5
52 周高/低 (港幣)	7.64/2.507
發行股數 (百萬)	2,282
主要股東	中國海外(38%)

來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	3.2%	1.2%
3 月	2.6%	10.0%
6 月	49.2%	53.0%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

## 利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>3,513</b>	<b>5,166</b>	<b>12,189</b>	<b>13,924</b>	<b>20,374</b>
物業發展	3,399	4,996	11,975	13,681	20,100
物業投資	62	110	128	133	139
物業管理	52	60	85	110	135
銷售成本	(1,950)	(2,170)	(6,662)	(8,238)	(11,947)
<b>毛利</b>	<b>1,563</b>	<b>2,996</b>	<b>5,527</b>	<b>5,686</b>	<b>8,426</b>
銷售費用	(68)	(131)	(244)	(278)	(407)
行政費用	(175)	(202)	(244)	(265)	(367)
其他收益	46	(32)	6	17	1
<b>息稅前收益</b>	<b>1,366</b>	<b>2,631</b>	<b>5,045</b>	<b>5,160</b>	<b>7,653</b>
融資成本	(20)	(33)	(41)	(55)	(60)
聯營公司	2	8	-	-	-
特殊收入	655	776	189	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,004</b>	<b>3,381</b>	<b>5,193</b>	<b>5,104</b>	<b>7,593</b>
所得稅	(861)	(1,576)	(2,476)	(2,115)	(3,127)
非控制股東權益	(142)	11	(201)	(303)	(349)
<b>淨利潤</b>	<b>1,001</b>	<b>1,815</b>	<b>2,516</b>	<b>2,686</b>	<b>4,117</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>714</b>	<b>1,549</b>	<b>2,415</b>	<b>2,686</b>	<b>4,117</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>非流動資產</b>	<b>1,805</b>	<b>2,389</b>	<b>2,665</b>	<b>2,820</b>	<b>3,045</b>
物業、廠房及設備	44	30	45	60	80
聯營公司	229	73	80	90	105
投資物業	1,310	1,884	2,060	2,200	2,400
無形資產	126	108	80	70	60
其他	96	295	400	400	400
<b>流動資產</b>	<b>9,130</b>	<b>17,293</b>	<b>24,638</b>	<b>30,507</b>	<b>35,387</b>
現金及現金等價物	2,228	2,826	5,028	5,847	5,727
應收貿易款項	1,683	1,903	2,250	2,500	3,000
存貨	135	61	60	60	60
關連款項	5,069	12,394	17,200	22,000	26,500
其他	15	108	100	100	100
<b>流動負債</b>	<b>5,762</b>	<b>10,191</b>	<b>13,220</b>	<b>15,220</b>	<b>17,020</b>
借債	3,450	5,959	8,000	9,500	11,300
應付貿易賬款	1,306	2,193	3,000	3,000	3,000
應付稅項	938	1,387	1,500	2,000	2,000
關連款項	0	573	720	720	720
其他	68	78	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>2,376</b>	<b>4,059</b>	<b>6,100</b>	<b>7,700</b>	<b>7,200</b>
借債	1,310	2,616	4,600	6,100	5,600
遞延稅項	560	1,443	1,500	1,600	1,600
其他	506	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>123</b>	<b>286</b>	<b>465</b>	<b>500</b>	<b>530</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>2,675</b>	<b>5,146</b>	<b>7,518</b>	<b>9,907</b>	<b>13,682</b>
<b>股東權益</b>	<b>2,675</b>	<b>5,146</b>	<b>7,518</b>	<b>9,907</b>	<b>13,682</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	1,366	2,631	5,045	5,160	7,653
折舊和攤銷	12	9	6	9	12
營運資金變動	(678)	(4,617)	(4,825)	(4,550)	(4,500)
稅務開支	(245)	(830)	(1,612)	(2,015)	(3,127)
其他	447	1,575	258	478	657
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>902</b>	<b>(1,232)</b>	<b>(1,128)</b>	<b>(918)</b>	<b>695</b>
購買固定資產	355	17	(9)	(6)	(8)
聯營公司	-	-	(7)	(10)	(15)
其他	(178)	(384)	(105)	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>177</b>	<b>(367)</b>	<b>(121)</b>	<b>(16)</b>	<b>(23)</b>
股份發行	685	(0)	-	-	-
淨銀行借貸	684	1,632	2,097	2,000	(500)
股息	(522)	(101)	(259)	(297)	(342)
其他	(898)	110	148	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(52)</b>	<b>1,641</b>	<b>1,986</b>	<b>1,703</b>	<b>(842)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,028</b>	<b>42</b>	<b>737</b>	<b>769</b>	<b>(170)</b>
年初現金及現金等價物	853	1,891	2,022	2,809	3,628
匯兌	10	89	50	50	50
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,891</b>	<b>2,021</b>	<b>2,808</b>	<b>3,628</b>	<b>3,508</b>
受限制現金	337	805	2,220	2,220	2,220
<b>資產負債表的現金</b>	<b>2,228</b>	<b>2,826</b>	<b>5,028</b>	<b>5,848</b>	<b>5,728</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 主要比率

年結: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	96.7	96.7	98.2	98.3	98.7
物業投資	1.8	2.1	1.1	1.0	0.7
物業管理	1.5	1.2	0.7	0.7	0.6
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	44.5	58.0	45.3	40.8	41.4
稅前利率	57.0	65.4	42.6	36.7	37.3
淨利潤率	28.5	35.1	20.6	19.3	20.2
核心淨利潤率	20.3	30.0	19.8	19.3	20.2
有效稅率	43.0	46.6	47.7	41.4	41.2
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1
速動比率 (x)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
平均應收賬款周轉天數	87.4	67.2	33.7	32.8	26.9
平均應付賬款周轉天數	700.6	791.3	382.4	387.7	317.7
平均存貨周轉天數	1,084.4	1,468.6	810.7	868.4	740.9
總負債/ 權益比率 (%)	84.0	77.8	81.1	81.8	55.5
淨負債/ 權益比率 (%)	0.7	22.9	14.3	22.7	13.7
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	37.4	35.3	33.5	27.1	30.1
資產回報率	9.2	9.2	9.2	8.1	10.7
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (港元)	0.622	0.834	1.102	1.177	1.803
每股股息 (港元)	0.044	0.067	0.130	0.150	0.170
每股賬面值 (港元)	1.55	2.25	3.29	4.34	5.99

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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) 他們的新酬在過往、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-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀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。而過去的表現亦不代表未來的表現，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，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀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。接收本報告之行爲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。