

中海宏洋 (81 HK)

增持股权才是目的

- ❖ **2 供 1 集资 46.5 亿。**中海宏洋发布公告，拟按 2 供 1 基准进行供股，认购价为每股 4.08 港元，较前收市价折让约 7.9%，涉及发行 11.41 亿股供股股份，预计筹得所得款项约 46.55 亿港元。其中 70.5% 拟用于偿还现有债务及未偿还负债、20% 用于业务发展，剩下 9.5% 用于一般营运资金需求。持股 37.98% 的母公司 **中海外(688 HK, 买入)** 已承诺供股，并会负责包销。假设其他股东不参与供股，中海外将包销余下股份，令其持股最多可增至 58.65%。供股计划预计将在 2018 年 1 月 31 日完成。
- ❖ **降低杠杆可能不是首要目的。**截至到今年 6 月底，公司净财务杠杆率为 41.5%，短期负债和现金余额分别为 48.7 亿港元和 205 亿港元。在同行业中海宏洋的资产负债情况处于健康水平。尽管公司有 61 亿港元的关联公司欠款，但我们相信公司目前并不急需通过供股降低负债，我们认为母公司中海外可能希望通过这次供股增加在中海宏洋的份额。我们预计公司 2018 年底的净财务杠杆率由之前预计的 35.0% 降至 23.8%。
- ❖ **预计 2017 年全年合约销售达 370 亿港元。**受益于三四线城市房价上涨以及母公司资产注入，公司前 10 个月合约销售额同比增长 59.7% 至 316 亿港元，销售面积达 294 万平方米，同比增长 28.4%。我们预计公司在 4 季度合约销售将达 80 亿港元，全年合约销售达 370 亿港元。强劲的销售将会为公司带来可观的利润。由于项目利润水平提高，尽管前 9 个月公司收入同比下滑了 2.8% 至 117 亿港元，但经营利润仍同比上升了 12.1% 至 169 亿港元。在 4 季度公司将有较多项目落成交付，我们也预计公司 2017 年全年净利润将达 19.51 亿港元。
- ❖ **每股净资产摊薄 30.5%。**中海宏洋在今年 8 月及 10 月在银川及常州以总价 11 亿元人民币取得了两块土地。至此，公司今年仅使用了 56 亿元人民币用于土地收购。目前公司总土地储备和权益储备分别为 1,810 万和 1,690 万平方米，分布在全国 20 个城市。由于供股计划将在明年 1 月完成，因此我们预计 2018 年每股收益将会摊薄 35.4% 至 0.681 港元，2019 年每股收益将会摊薄 35.8% 至 0.981 港元。此外，2018 年底每股净资产将会摊薄 28.4% 至每股 11.25 港元。但由于资产负债情况改善，我们将使用 40% 折让计算目标价(过往使用 50%)，因此目标价由之前的 7.33 港元降至 6.75 港元，**维持买入评级**。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	16,614	17,093	21,620	28,081	31,200
净利润(百万港元)	851	900	1,951	2,266	3,357
EPS(港元)	0.373	0.394	0.855	0.681	0.981
EPS 变动(%)	-33	6	117	-20	44
市盈率(x)	11.3	10.7	4.9	6.2	4.3
市帐率(x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率(%)	0.2	0.5	2.1	2.1	3.6
权益收益率(%)	7.6	8.6	15.8	11.9	15.2
净财务杠杆率(%)	48.0	20.6	53.9	23.6	21.4

数据源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$6.75
(过去目标价)	HK\$7.33
潜在升幅	+60.4%
当前股价	HK\$4.21

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	9,608
3 月平均流通量(百万港元)	41.14
5 周内股价高/低(港元)	6.16/2.48
总股本(百万)	2,282

数据源：彭博

股东结构

中国海外	37.99%
翁国基	14.97%
王韬光	7.91%
自由浮动	47.05%

数据源：港交所及招银国际研究

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.0%	-16.5%
3-月	1.6%	-2.7%
6-月	17.5%	0.9%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: BDO

公司网站: www.cogogl.com

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	16,614	17,093	21,620	28,081	31,200
物业发展	16,355	16,900	21,366	27,812	30,919
物业投资	209	193	200	209	216
酒店及其他	50	-	54	60	65
销售成本	(14,014)	(14,158)	(16,725)	(22,521)	(23,359)
毛利	2,600	2,935	4,895	5,560	7,841
销售费用	(547)	(555)	(692)	(842)	(936)
行政费用	(409)	(416)	(541)	(702)	(780)
其他收益	100	170	161	185	219
息税前收益	1,744	2,133	3,823	4,200	6,345
融资成本	(27)	(18)	(24)	(28)	(28)
联营公司	4	(0)	(15)	202	23
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	1,721	2,115	3,784	4,375	6,339
所得税	(799)	(1,180)	(1,809)	(2,058)	(2,938)
非控制股东权益	(71)	(34)	(24)	(51)	(44)
净利润	851	900	1,951	2,266	3,357
核心净利润	851	900	1,951	2,266	3,357

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	3,160	4,535	4,702	4,821	5,100
物业、厂房及设备	39	1,240	1,280	1,320	1,360
联营公司	101	449	500	540	580
投资物业	2,856	2,486	2,560	2,600	2,800
无形资产	17	12	10	9	8
其他	147	348	352	352	352
流动资产	52,637	76,819	81,587	87,804	95,527
现金及现金等价物	13,027	20,820	19,586	20,073	20,976
应收贸易款项	4,404	5,462	7,200	7,800	8,500
存货	141	551	551	551	551
关连款项	34,475	49,014	53,000	58,000	64,000
其他	590	971	1,250	1,380	1,500
流动负债	28,911	48,514	48,206	46,706	50,706
借债	22,276	30,093	35,200	38,700	43,500
应付贸易账款	946	1,506	1,506	1,506	1,506
应付税项	4,919	5,289	5,500	2,500	2,700
关连款项	771	11,627	6,000	4,000	3,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	15,076	21,654	24,976	26,076	26,996
借债	13,772	17,833	21,155	22,255	23,175
递延税项	1,304	3,821	3,821	3,821	3,821
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	637	763	780	800	825
净资产总值	11,173	10,422	12,327	19,043	22,100
股东权益	11,173	10,422	12,328	19,043	22,101

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	1,744	2,133	3,823	4,200	6,345
折旧和摊销	18	13	31	32	33
营运资金变动	(77)	4,722	(2,076)	(4,400)	(4,400)
税务开支	(1,800)	(1,290)	(1,809)	(2,058)	(2,938)
其他	4,541	3,129	1,863	769	1,829
经营活动所得现金净额	4,427	8,708	1,832	(1,458)	868
购置固定资产	31	(1,477)	(2,145)	(112)	(273)
联营公司	-	(627)	(54)	0	(35)
其他	92	(493)	-	-	-
投资活动所得现金净额	123	(2,598)	(2,199)	(112)	(308)
股份发行	-	-	-	4,656	-
净银行借贷	(2,011)	466	3,533	(1,900)	1,120
股息	(34)	(70)	(23)	(300)	(377)
其他	(1,079)	(778)	(2,800)	-	-
融资活动所得现金净额	(3,124)	(382)	710	2,456	743
现金增加净额	1,425	5,728	343	887	1,303
年初现金及现金等价物	8,812	9,690	14,595	14,538	15,025
汇兑	(547)	(823)	(400)	(400)	(400)
年末现金及现金等价物	9,690	14,595	14,538	15,025	15,928
受限制现金	3,337	6,226	5,048	5,048	5,048
资产负债表的现金	13,027	20,820	19,586	20,073	20,976

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	98.4	98.9	98.8	99.0	99.1
物业投资	1.3	1.1	0.9	0.7	0.7
酒店及其他	0.3	-	0.3	0.3	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	18.8	2.9	26.5	29.9	11.1
毛利率	(22.7)	12.9	66.8	13.6	41.0
净利润	(32.8)	5.8	116.7	16.1	48.2

盈利能力比率 (%)

毛利率	15.6	17.2	22.6	19.8	25.1
净利润率	5.1	5.3	9.0	8.1	10.8
有效税率	46.4	55.8	47.8	47.0	46.4

资产负债比率

流动比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.9	1.9
平均应收账款周转天数	48.4	58.3	60.8	50.7	49.7
平均应付账款周转天数	489.4	642.6	594.3	503.0	508.9
平均存货周转天数	897.9	1,263.6	1,156.6	940.0	1,000.1
总负债 / 总权益比率 (%)	48.0	20.6	53.9	23.6	21.4

回报率 (%)

资本回报率	7.6	8.6	15.8	11.9	15.2
资产回报率	1.5	1.1	2.3	2.4	3.3

每股数据

每股盈利(港元)	0.373	0.394	0.855	0.681	0.981
每股股息(港元)	0.010	0.020	0.090	0.090	0.150
每股账面值(港元)	4.90	4.57	5.40	5.56	6.46

来源：公司及招银国际研究部预测

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之分析员，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，请与我们联络。

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。