

# 中海宏洋 (81 HK)

## 加强三线城市投入

❖ **重新覆盖给予买入评级。**我们重新对中海宏洋进行覆盖。中海宏洋于2009年9月借壳上市，主要在三线城市从事房地产开发，现时中海外(688 HK, 买入)拥有公司37.98%的股权，是公司控股股东。中海宏洋于2016年12月向母公司中海外收购了总面积952万平方米的物业，进一步加强在三线城市的渗透。截至2016年12月，中海宏洋总土地储备和权益面积分别为1,770万平方米和1,650万平方米。我们推算出公司2017年底资产净值为14.01港元，以50%折让计算，我们定下目标价为7.00港元

❖ **购买力向三线城市转移。**受近期愈加严厉的房地产调控措施，尤其是一二线城市限购限贷政策的影响，我们预计潜在购房者会将视线转向房价相对较低的三线城市，从而点燃当地的房地产购房热情。由于中海宏洋主要在三线城市进行开发，因此将受益于三线城市的购房热潮。我们相信三线城市的房价上涨将有利于公司提高其盈利能力，我们预计公司净利润率将从2016年的17.2%提升至2017年的22.8%。

❖ **中海外资产注入。**中海宏洋于去年10月宣布向母公司中海外收购多个位于三线城市的項目，总代价为35.19亿港元。根据评估报告，所收购项目在2016年9月价值约189亿元人民币或221亿港元。我们认为中海宏洋将受益于此次收购，所收购的项目将有助提高公司未来的盈利水平。

❖ **盈利水平将继续回升。**我们相信公司最坏的时期已经过去。净利润和净利润率将从2015年的底部开始逐步回升。物业交付面积的增加和去年的资产注入将有力推动公司在未来几年盈利增长。我们预测净利润在2017-2019年将分别达到15.8亿、17.2亿和21.7亿港元，期间复合增长率将达到34%。考虑到公司今年1月向中海外支付2.467亿美元款项，以及今年应支付的剩余款项，我们预计公司净财务杠杆率将在2017年底上升至63.1%，之后在2018年底和2019年底分别下降至43.0%和30.0%。公司主要风险包括市场风险、投资风险、汇兑风险和债务偿还风险。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	16,614	17,093	20,567	25,395	26,050
淨利潤(百萬港元)	851	900	1,582	1,716	2,168
EPS(港元)	0.373	0.394	0.693	0.752	0.950
EPS變動(%)	-33	6	76	8	26
市盈率(x)	11.4	10.8	6.2	5.7	4.5
市帳率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	0.2	0.5	2.3	2.8	3.5
權益收益率(%)	7.6	8.6	13.2	12.8	14.1
淨財務杠杆率(%)	48.0	20.6	63.1	43.0	30.0

資料來源：公司及招銀國際研究

### 买入 (重新覆盖)

目标价	HK\$7.00
潜在升幅	+64.0%
当前股价	HK\$4.27

#### 文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 房地产行业

市值(百万港元)	9,745
3月平均流通量(百万港元)	32.5
5周内股价高/低(港元)	4.58/2.21
总股本(百万)	2,282

资料来源：彭博

#### 股东结构

中国海外	37.98%
翁国基	14.97%
王韬光	9.90%
自由浮动	47.05%

资料来源：港交所及招銀國際研究

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.7%	9.5%
3-月	39.7%	27.9%
6-月	48.1%	28.8%

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

审计师: BDO

公司网站: [www.cogogl.com](http://www.cogogl.com)

**利润表**

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>16,614</b>	<b>17,093</b>	<b>20,567</b>	<b>25,395</b>	<b>26,050</b>
物业发展	16,355	16,900	20,406	25,226	25,876
物业投资	209	193	160	169	175
物业管理	50	-	-	-	-
销售成本	(14,014)	(14,158)	(15,924)	(20,465)	(19,813)
<b>毛利</b>	<b>2,600</b>	<b>2,935</b>	<b>4,642</b>	<b>4,930</b>	<b>6,238</b>
销售费用	(547)	(555)	(679)	(838)	(860)
行政费用	(409)	(416)	(514)	(635)	(651)
其他收益	100	170	20	27	37
<b>息税前收益</b>	<b>1,744</b>	<b>2,133</b>	<b>3,469</b>	<b>3,485</b>	<b>4,764</b>
融资成本	(27)	(18)	(24)	(28)	(32)
联营公司	4	(0)	6	218	33
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>1,721</b>	<b>2,115</b>	<b>3,452</b>	<b>3,675</b>	<b>4,764</b>
所得税	(799)	(1,180)	(1,847)	(1,914)	(2,559)
非控制股东权益	(71)	(34)	(22)	(44)	(37)
<b>净利润</b>	<b>851</b>	<b>900</b>	<b>1,582</b>	<b>1,716</b>	<b>2,168</b>
<b>核心净利润</b>	<b>851</b>	<b>900</b>	<b>1,582</b>	<b>1,716</b>	<b>2,168</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>3,160</b>	<b>4,535</b>	<b>4,580</b>	<b>4,625</b>	<b>4,670</b>
物业、厂房及设备	39	1,240	1,280	1,320	1,360
联营公司	101	449	450	455	460
投资物业	2,856	2,486	2,486	2,486	2,486
无形资产	17	12	12	12	12
其他	147	348	352	352	352
<b>流动资产</b>	<b>52,637</b>	<b>76,819</b>	<b>77,333</b>	<b>83,597</b>	<b>92,791</b>
现金及现金等价物	13,027	20,820	16,811	20,825	24,619
应收贸易款项	4,404	5,462	6,000	6,250	6,650
存货	141	551	551	551	551
关连款项	34,475	49,014	53,000	55,000	60,000
其他	590	971	971	971	971
<b>流动负债</b>	<b>28,911</b>	<b>48,514</b>	<b>46,006</b>	<b>49,006</b>	<b>54,306</b>
借债	22,276	30,093	34,000	37,700	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	5,800	6,300
关连款项	771	11,627	5,000	4,000	3,000
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>15,076</b>	<b>21,654</b>	<b>23,169</b>	<b>24,970</b>	<b>26,989</b>
借债	13,772	17,833	19,349	21,149	23,169
递延税项	1,304	3,821	3,821	3,821	3,821
其他	-	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>637</b>	<b>763</b>	<b>780</b>	<b>800</b>	<b>825</b>
<b>净资产总值</b>	<b>11,173</b>	<b>10,422</b>	<b>11,958</b>	<b>13,446</b>	<b>15,341</b>
<b>股东权益</b>	<b>11,173</b>	<b>10,422</b>	<b>11,958</b>	<b>13,446</b>	<b>15,341</b>

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	3,469	3,485	4,764
折旧和摊销	18	13	31	32	33
营运资金变动	(77)	4,722	(2,876)	(1,050)	(3,100)
税务开支	(1,800)	(1,290)	(1,847)	(1,914)	(2,559)
其他	4,541	3,129	(4,042)	2,023	2,882
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>4,427</b>	<b>8,708</b>	<b>(5,265)</b>	<b>2,575</b>	<b>2,020</b>
购置固定资产	31	(1,477)	(71)	(72)	(73)
联营公司	-	(627)	(0)	39	2
其他	92	(493)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>123</b>	<b>(2,598)</b>	<b>(71)</b>	<b>(33)</b>	<b>(71)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(2,011)	466	1,726	2,101	2,520
股息	(34)	(70)	-	(228)	(274)
其他	(1,079)	(778)	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(3,124)</b>	<b>(382)</b>	<b>1,726</b>	<b>1,872</b>	<b>2,246</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>1,425</b>	<b>5,728</b>	<b>(3,609)</b>	<b>4,414</b>	<b>4,194</b>
年初现金及现金等价物	8,812	9,690	14,595	10,585	14,599
汇兑	(547)	(823)	(400)	(400)	(400)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>9,690</b>	<b>14,595</b>	<b>10,585</b>	<b>14,599</b>	<b>18,393</b>
受限制现金	3,337	6,226	6,226	6,226	6,226
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>13,027</b>	<b>20,820</b>	<b>16,811</b>	<b>20,825</b>	<b>24,619</b>

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
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	98.4	98.9	99.2	99.3	99.3
物业投资	1.3	1.1	0.8	0.7	0.7
物业管理	0.3	-	-	-	-
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增长 (%)</b>					
收入	18.8	2.9	20.3	23.5	2.6
毛利率	(22.7)	12.9	58.2	6.2	26.5
净利润	(32.8)	5.8	75.7	8.5	26.3
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	15.6	17.2	22.6	19.4	23.9
净利润率	5.1	5.3	7.7	6.8	8.3
有效税率	46.4	55.8	53.5	52.1	53.7
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	48.4	58.3	53.2	44.9	46.6
平均应付账款周转天数	489.4	642.6	603.4	541.9	609.5
平均存货周转天数	897.9	1,263.6	1,214.8	981.0	1,105.3
净负债/股东权益比率 (%)	50.7	22.1	67.2	45.5	31.6
总负债/总权益比率 (%)	48.0	20.6	63.1	43.0	30.0
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	7.6	8.6	13.2	12.8	14.1
资产回报率	1.5	1.1	1.9	1.9	2.2
<b>每股数据</b>					
每股盈利(港元)	0.373	0.394	0.693	0.752	0.950
每股股息(港元)	0.010	0.020	0.100	0.120	0.150
每股账面值(港元)	4.90	4.57	5.24	5.89	6.72

来源：公司及招银国际研究部预测

## 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）發表于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并無直接或間接關係。

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-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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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)2000年英國不時修訂之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。