

睿智投資



中海宏洋(81 HK, HK\$8.9, 目標價: HK\$10.8, 買入) — 藉「中海」品牌開拓二三線市場

- ❖ 至11月完成了102%的銷售目標。中海宏洋宣佈2012年首11月的合同銷售金額和面積分別為132億港元和99萬平方米，至11月底公司已完成2012年全年銷售目標130億港元的101.5%。中海宏洋的銷售在二/三線城市是非常成功，因為能充分利用母公司「中海」的品牌名稱。中海宏洋是一個投資在中國二/三線城市房地產市場的替代工具。
- ❖ 開拓南通新市場。中海宏洋在2012年10月成功購入南通的新項目，總建築面積為76.2萬平方米。年初至今，土地儲備增加了310萬平方米至900萬平方米，分佈在中國12個城市。除了北京和上海一線城市外，中海宏洋投資於呼和浩特、銀川、桂林、吉林、合肥、蘭州、南寧、贛州、南通、揚州的二/三線城市。
- ❖ 2012年1-9月的經營數據比2011年全年為佳。2012年1-9月的營業額及經營盈利分別為79.5億港元和33.4億港元，2012年1-9月的業績比2011年全年為佳，我們預計中海宏洋2012年業績將再創新高。
- ❖ 主要股東出售股份。公司的其中一個主要股東(程揚)在2012年10月以7.819港元的平均價格出售3,140萬股，這對股價的表現帶來壓力。程揚出售後，仍持有5.99%中海宏洋股權。我們認為是次出售股份對公司的基本因素不會帶來變化。
- ❖ 中海宏洋是中國海外開拓三線城市房地產市場的旗艦。在二/三線城市的機會是巨大的，但競爭並不激烈。中海宏洋的估值相等於7.6倍2013年市盈率和較2013年資產淨值(即每股13.5港元)折讓34.1%。新目標價為10.8港元，相等於較資產淨值折讓20%。升值潛力為21.4%。維持買入評級。

中海宏洋(81 HK)

評級	買入
收市價	HK\$8.9
目標價	HK\$10.8
市值(港幣百萬)	20,312
過去3月平均交易(港幣百萬)	22.9
52周高/低(港幣)	8.98/3.73
發行股數(百萬)	2,282
主要股東	中國海外(38%)

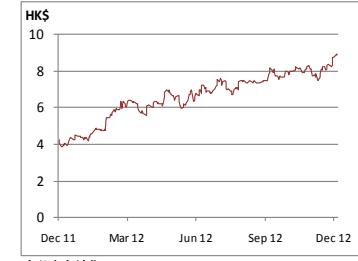
來源彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	15.2%	10.4%
3月	14.2%	2.7%
6月	28.4%	8.6%

來源彭博

過去一年股價



來源彭博

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	2,510	2,672	4,101
每股收益(港元)	0.622	0.834	1.099	1.170	1.796
每股收益變動(%)	N.A.	34.1	31.9	6.5	53.5
市盈率(x)	14.3	10.7	8.1	7.6	5.0
市帳率(x)	5.7	3.9	2.7	2.1	1.5
股息率(%)	0.5	0.7	1.5	1.7	1.9
權益收益率(%)	37.4	35.3	33.4	27.0	30.1
淨財務槓杆率(%)	0.7	22.9	35.7	43.2	28.7

來源：公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	3,513	5,166	12,189	13,924	20,374
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)
毛利	1,563	2,996	5,527	5,686	8,426
銷售費用	(68)	(131)	(244)	(278)	(407)
行政費用	(175)	(202)	(244)	(265)	(367)
其他收益	46	(32)	(2)	(2)	(20)
息稅前收益	1,366	2,631	5,037	5,142	7,633
融資成本	(20)	(33)	(41)	(55)	(60)
聯營公司	2	8	-	-	-
特殊收入	655	776	189	-	-
稅前利潤	2,004	3,381	5,185	5,086	7,573
所得稅	(861)	(1,576)	(2,474)	(2,112)	(3,123)
非控制股東權益	(142)	11	(201)	(303)	(349)
淨利潤	1,001	1,815	2,510	2,672	4,101
核心淨利潤	714	1,549	2,408	2,672	4,101

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
非流動資產	1,805	2,389	2,665	2,820	3,045
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
流動資產	9,130	17,293	24,631	30,486	35,350
現金及現金等價物	2,228	2,826	3,421	3,826	3,690
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	18,800	24,000	28,500
其他	15	108	100	100	100
流動負債	5,762	10,191	13,220	15,220	17,020
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	-	-	-
非流動負債	2,376	4,059	6,100	7,700	7,200
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	-	-	-	-
少數股東權益	123	286	465	500	530
淨資產總值	2,675	5,146	7,511	9,886	13,645
股東權益	2,675	5,146	7,511	9,886	13,645

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	5,037	5,142	7,633
折舊和攤銷	12	9	6	9	12
營運資金變動	(678)	(4,617)	(6,425)	(4,950)	(4,500)
稅務開支	(245)	(830)	(1,610)	(2,012)	(3,123)
其他	447	1,575	258	479	657
經營活動所得現金淨額	902	(1,232)	(2,735)	(1,332)	679
購買固定資產	355	17	(9)	(6)	(8)
聯營公司	-	-	(7)	(10)	(15)
其他	(178)	(384)	(105)	-	-
投資活動所得現金淨額	177	(367)	(121)	(16)	(23)
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	-	-
融資活動所得現金淨額	(52)	1,641	1,986	1,703	(842)
現金增加淨額	1,028	42	(870)	355	(186)
年初現金及現金等價物	853	1,891	2,021	1,201	1,606
匯兌	10	89	50	50	50
年末現金及現金等價物	1,891	2,021	1,201	1,606	1,470
受限制現金	337	805	2,220	2,220	2,220
資產負債表的現金	2,228	2,826	3,421	3,826	3,690

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
銷售組合 (%)					
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
總額	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
稅前利率	57.0	65.4	42.5	36.5	37.2
淨利潤率	28.5	35.1	20.6	19.2	20.1
核心淨利潤率	20.3	30.0	19.8	19.2	20.1
有效稅率	43.0	46.6	47.7	41.5	41.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1
速動比率 (x)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
平均應收賬款周轉天數	87.4	67.2	33.7	32.8	26.9
平均應付帳款周轉天數	700.6	791.3	382.4	387.7	317.7
平均存貨周轉天數	1,084.4	1,468.6	854.6	948.2	802.0
總負債/ 權益比率 (%)	84.0	77.8	81.2	81.9	55.7
淨負債/ 權益比率 (%)	0.7	22.9	35.7	43.2	28.7
回報率 (%)					
資本回報率	37.4	35.3	33.4	27.0	30.1
資產回報率	9.2	9.2	9.2	8.0	10.7
每股數據					
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
每股賬面值(港元)	1.55	2.25	3.29	4.33	5.98

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。