

中海宏洋 (81 HK)

高昂税率拖低利润

❖ **2017 下半年业绩令人失望。**中海宏洋发布上周公布 2017 年业绩，期内营业额及纯利分别上升 18.6%至 203 亿港元及 41.2%至 12.7 亿港元，纯利较我们预期低 34.8%，主要的差异来自较预期低的毛利率(真实为 20.1%，我们预期为 22.3%)及较高的有效税率(真实为 60.3%，我们预期为 47.8%)。尤其是，因为 2017 下半年的有效税率达 69.2%，2017 下半年的纯利较 2017 上半年的纯利减少 21.5%至 5.59 亿港元，公司解释 2017 税率增加主要受并购中国海外(688 HK, 持有)发展之资产以公允值购入项目所影响。

❖ **2018 年预测合同销售达 450 亿港元。**受惠于向母公司购入资产，2017 年合同销售金额及面积分别增加 54.4%至 371 亿港元及 27.6%至 341 万平方米，期内在汕头、南宁及赣州的年销售金额分别为 51.5 亿港元、34.0 亿港元及 32.5 亿港元，为公司前 3 大销售来源，惠州、兰州、合肥、常州、扬州及南通的年销售金额由 20 亿港元至 30 亿港元。于 2018 年 1-2 月，合同销售金额增加 131%至 58.8 亿港元，我们估计 2018 全年合同销售金额达 450 亿港元，为未来发展打下良好基础。此外，约 317 万平方米的物业已预售及等待入账，基于 2017 年合同销售均价每平方米 10,880 港元及 2018 年 1-2 月的销售，我们估计公司截至 2018 年 2 月已锁定 403.5 亿港元的营业额。

❖ **2017 年底的应占权益土地储备达 1,791 万平方米，分布国内 18 个城市。**于 2017 年，中海宏洋新开拓青海的西宁市，期内购入 10 幅土地，总楼面面积为 251 万平方米，斥资 94 亿元人民币。截至 2017 年 12 月，中海宏洋的总及应占权益土地储备分别达 1,903 万平方米及 1,791 万平方米，分布在国内 18 个城市。4 个位于扬州、徐州、南通及合肥的项目在 2017 年动工；2017 年竣工的物业面积达 231 万平方米；至 2017 年末仍在建的物业面积达 605 万平方米。

❖ **预测未来 3 年每股盈利年复合增长 19.9%。**因为更改较高的有效税率假设(2018 年由 47.8%上升至 56.0%，2019 年由 46.4%上升至 59.0%)，我们因此下调 2018 及 2019 年盈利预测，分别下降 12.6%至 19.8 亿港元及 20.2%至 26.8 亿港元，我们更加入 2020 年盈利预测为 32.9 亿港元。此外，我们下调 2018 年底每股净资产预测由每股 11.25 港元至 10.74 港元，因此目标价由之前的 6.75 港元降至 6.45 港元，较 2018 年底每股净资产预测折让 40%，**维持买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	17,093	20,278	29,490	32,767	39,277
净利润(百万港元)	900	1,271	1,979	2,680	3,286
EPS(港元)	0.394	0.557	0.595	0.783	0.960
EPS 变动(%)	6	41	7	32	23
市盈率(x)	10.7	6.8	6.4	4.9	4.0
市帐率(x)	0.9	0.6	0.7	0.6	0.5
股息率(%)	0.5	1.1	1.3	1.6	2.0
权益收益率(%)	8.6	9.3	10.0	12.0	13.0
净财务杠杆率(%)	20.6	25.4	32.8	23.2	9.5

数据源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$6.45
(过去目标价)	HK\$6.75
潜在升幅	+69.6%
当前股价	HK\$3.80

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)	13,009
3 月平均流通量(百万港元)	76.1
5 周内股价高/低(港元)	6.00/3.45
总股本(百万)	3,423

数据源：彭博

股东结构

中国海外	38.32%
翁国基	13.53%
自由浮动	48.15%

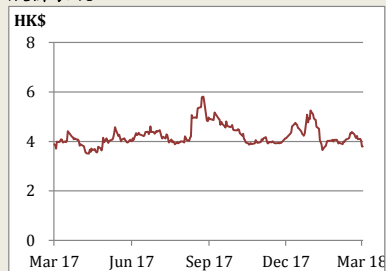
数据源：港交所及招银国际研究

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.3%	-1.7%
3-月	-8.8%	-9.3%
6-月	-22.6%	-29.1%

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

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	17,093	20,278	29,490	32,767	39,277
物业发展	16,900	20,005	29,186	32,446	38,935
物业投资	193	207	234	243	256
酒店及其他	-	67	70	78	86
销售成本	(14,158)	(16,209)	(23,641)	(24,523)	(29,304)
毛利	2,935	4,069	5,849	8,245	9,973
销售费用	(555)	(676)	(885)	(983)	(1,178)
行政费用	(416)	(610)	(737)	(852)	(982)
其他收益	170	193	215	256	286
息税前收益	2,133	2,976	4,442	6,665	8,099
融资成本	(18)	(33)	(31)	(35)	(37)
联营公司	(0)	47	213	24	25
特殊收入	-	192	-	-	-
税前利润	2,115	3,182	4,624	6,654	8,087
所得税	(1,180)	(1,920)	(2,591)	(3,929)	(4,741)
非控制股东权益	(34)	10	(54)	(46)	(60)
净利润	900	1,271	1,979	2,680	3,286
核心净利润	900	1,128	1,979	2,680	3,286

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	4,535	5,595	5,808	6,036	6,234
物业、厂房及设备	1,240	1,513	1,580	1,640	1,680
联营公司	449	890	920	960	1,000
投资物业	2,486	2,835	2,950	3,080	3,200
无形资产	12	8	6	4	2
其他	348	349	352	352	352
流动资产	76,819	89,728	102,121	109,351	120,784
现金及现金等价物	20,820	23,702	23,819	25,489	31,362
应收贸易款项	5,462	9,805	8,500	9,000	9,500
存货	551	422	422	422	422
关连款项	49,014	54,416	68,000	73,000	78,000
其他	971	1,383	1,380	1,440	1,500
流动负债	48,514	54,524	58,400	60,300	65,800
借债	30,093	40,460	43,800	48,200	53,500
应付贸易账款	1,506	2,276	2,400	2,600	2,800
应付税项	5,289	4,911	5,400	2,700	2,700
关连款项	11,627	6,877	6,800	6,800	6,800
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	21,654	26,336	28,960	31,985	35,010
借债	17,833	22,460	25,160	28,160	31,160
递延税项	3,821	3,787	3,800	3,825	3,850
其他	-	90	-	-	-
少数股东权益	763	786	800	825	850
净资产总值	10,422	13,677	19,769	22,277	25,358
股东权益	10,422	13,677	19,769	22,277	25,358

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）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,133	2,976	4,442	6,665	8,099
折旧和摊销	13	55	38	40	41
营运资金变动	4,722	(8,459)	(10,118)	(4,100)	(3,200)
税务开支	(1,290)	(1,184)	(2,454)	(3,704)	(4,516)
其他	3,129	10,250	1,152	3,312	3,308
经营活动所得现金净额	8,708	3,637	(6,940)	2,213	3,732
购置固定资产	(1,477)	(2,676)	(220)	(230)	(201)
联营公司	(627)	(432)	13	(35)	(35)
其他	(493)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,598)	(3,108)	(207)	(265)	(236)
股份发行	-	-	4,608	-	-
净银行借贷	466	4,249	3,189	300	3,000
股息	(70)	(23)	(133)	(178)	(223)
其他	(778)	(2,800)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(382)	1,426	7,664	122	2,777
现金增加净额	5,728	1,954	517	2,070	6,273
年初现金及现金等价物	9,690	14,595	16,149	16,266	17,936
汇兑	(823)	(400)	(400)	(400)	(400)
年末现金及现金等价物	14,595	16,149	16,266	17,936	23,809
受限制现金	6,226	7,553	7,553	7,553	7,553
资产负债表的现金	20,820	23,702	23,819	25,489	31,362

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	98.9	98.7	99.0	99.0	99.1
物业投资	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
酒店及其他	-	0.3	0.2	0.3	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	2.9	18.6	45.4	11.1	19.9
毛利率	12.9	38.6	43.8	41.0	21.0
净利润	5.8	41.2	55.7	35.4	22.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.2	20.1	19.8	25.2	25.4
净利润率	5.3	6.3	6.7	8.2	8.4
有效税率	55.8	60.3	56.0	59.0	58.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
平均应收账款周转天数	58.3	88.2	52.6	50.1	44.1
平均应付账款周转天数	642.6	728.3	542.1	536.9	497.2
平均存货周转天数	1,263.6	1,225.3	1,049.9	1,086.5	971.5
总负债 / 总权益比率 (%)	20.6	25.4	32.8	23.2	9.5
回报率 (%)					
资本回报率	8.6	9.3	10.0	12.0	13.0
资产回报率	1.1	1.3	1.8	2.3	2.6
每股数据					
每股盈利(港元)	0.394	0.557	0.595	0.783	0.960
每股股息(港元)	0.020	0.040	0.050	0.062	0.075
每股账面值(港元)	4.57	5.99	5.77	6.51	7.41

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关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，请与我们联系。

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。