

中海宏洋 (81 HK, HK\$6.29, 目標價: HK\$7.63, 買入) — 第一滴血

- ❖ **中期純利下跌 31%**。雖然 2014 上半年營業額輕微下跌 1.4% 至 78.9 億港元，淨利潤卻下跌 31.3% 至 10.7 億港元。因為缺乏來自北京項目的貢獻，毛利率從去年同期的 32.7% 收窄至 2014 上半年的 29.0%。竣工物業面積由去年同期的 94.1 萬平方米上升至期內的 138 萬平方米，但出售比率由去年同期的 84% 下跌至期內的 68%；此外，投資物業重估收益由去年同期的 2.97 億港元下跌至期內 2991 萬港元，進一步影響盈利；最後，缺乏稅款回撥，有效稅率由去年同期的 33.5% 上升至期內的 38.4%。
- ❖ **2014 上半年銷售欠佳**。受市場氣氛欠佳影響，2014 上半年合同銷售金額和面積分別下跌 2.7% 至 82 億港元和 0.4% 至 78 萬平方米，銷售均價由去年同期的每平方米 10,901 港元下跌至期內的每平方米 10,652 港元。公司決定將 2014 全年銷售目標由之前的 230 億港元下調至現在的 180 億港元。至 2014 年中，約 78.0 萬平方米的物業已預售及仍待入賬。
- ❖ **2014 年第 2 季減慢購地**。因為銷售疲弱，中海宏洋放慢購地策略，公司在 2014 年第 1 季購入 4 塊總建築面積為 270 萬平方米的土地，新進入了汕頭市。除了北京外，中海宏洋投資於國內 14 個三線城市，包括呼和浩特、銀川、貴林、吉林、合肥、蘭州、南寧、贛州、南通、鹽城、紹興、汕頭、揚州及常州。現有的總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為 1306 萬平方米及 1191 萬平方米。平均土地成本為每平方米 1,627 元人民幣，即相等於 2013 年銷售均價的 19.1%。
- ❖ **負債上升**。疲弱的銷售令中海宏洋的資產負債表轉弱，淨負債與總權益比率由 2013 年末的 44.1% 上升至 2014 年中中的 66.7%。約 23.4 億港元的可換股債券在明年 3 月到期，行使價為 8.354 港元，公司明年應該要償還該批債券。至 2014 年中，公司手持現金 101 億港元，我們相信中海宏洋有能力償還債務。
- ❖ **下調目標價和預測**。我們分別下調 2014-16 年盈利預測 34.9%/29.7%/3.5% 至 26.2 億港元、31.9 億港元和 52.0 億港元，我們將 2014 年底每股資產淨值預測由 13.3 港元下降至 12.72 港元。因為負債及風險承擔能力上升，我們以 40% 折讓率來計算目標價，所以我們將目標價由 9.28 港元下降至 7.63 港元，升值潛力達 21.4%。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬港元)	9,717	15,906	16,298	18,938	25,240
淨利潤 (百萬港元)	2,401	3,136	2,616	3,186	5,200
每股收益 (港元)	1.052	1.374	1.146	1.396	2.279
每股收益變動 (%)	26.1	30.6	(16.6)	21.8	63.2
市盈率(x)	6.0	4.6	5.5	4.5	2.8
市帳率(x)	1.8	1.3	1.0	0.9	0.7
股息率 (%)	1.7	1.7	1.6	2.2	3.5
權益收益率 (%)	30.1	27.7	19.0	18.9	23.8
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	44.1	62.0	71.2	51.4

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\$6.29
目標價	HK\$7.63
市值 (港幣百萬)	14,355
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	30
52 周高/低 (港幣)	11.0/4.12
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	27.3%	19.4%
3 月	32.8%	18.9%
6 月	-3.9%	-14.0%

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	9,717	15,906	16,298	18,938	25,240
物業發展	9,531	15,681	16,020	18,606	24,878
物業投資	120	135	173	202	213
物業管理	66	90	105	130	150
銷售成本	(5,779)	(10,653)	(10,805)	(12,682)	(15,871)
毛利	3,938	5,252	5,494	6,256	9,369
銷售費用	(213)	(255)	(293)	(379)	(480)
行政費用	(351)	(417)	(407)	(473)	(593)
其他收益	53	90	85	78	74
息稅前收益	3,427	4,670	4,878	5,482	8,371
融資成本	(9)	(19)	(21)	(24)	(25)
聯營公司	9	18	11	12	12
特殊收入	383	476	30	-	-
稅前利潤	3,810	5,144	4,899	5,470	8,357
所得稅	(1,325)	(1,761)	(1,931)	(2,088)	(2,965)
非控制股東權益	(85)	(247)	(352)	(196)	(192)
淨利潤	2,401	3,136	2,616	3,186	5,200
核心淨利潤	2,127	2,779	2,586	3,186	5,200

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	2,684	3,422	3,522	3,568	3,603
物業、廠房及設備	53	55	80	100	120
聯營公司	79	100	105	115	124
投資物業	2,249	3,013	3,013	3,013	3,013
無形資產	32	28	24	20	16
其他	271	226	300	320	330
流動資產	28,260	39,580	44,353	51,886	58,388
現金及現金等價物	7,803	9,269	9,193	7,726	8,228
應收貿易款項	2,793	7,035	5,000	6,000	7,000
存貨	66	40	60	60	60
關連款項	17,523	23,205	30,000	38,000	43,000
其他	75	30	100	100	100
流動負債	15,789	17,709	17,950	19,350	21,650
借債	11,095	11,963	10,800	13,200	15,000
應付貿易賬款	1,842	1,936	1,850	1,850	1,850
應付稅項	2,053	2,961	4,500	3,500	4,000
關連款項	799	849	800	800	800
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	6,546	13,021	15,241	18,321	17,441
借債	5,105	11,713	13,800	16,880	16,000
遞延稅項	1,441	1,308	1,441	1,441	1,441
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	643	967	900	950	1,050
淨資產總值	7,966	11,305	13,784	16,832	21,850
股東權益	7,966	11,305	13,784	16,832	21,850

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	3,427	4,670	4,878	5,482	8,371
折舊和攤銷	12	17	16	24	30
營運資金變動	(3,773)	(7,454)	(6,446)	(8,600)	(5,700)
稅務開支	(1,597)	(1,802)	(1,883)	(2,088)	(2,965)
其他	3,198	(862)	722	1,880	1,513
經營活動所得現金淨額	1,267	(5,432)	(2,713)	(3,302)	1,249
購置固定資產	(96)	(7)	(9)	4	10
聯營公司	40	-	(2)	(6)	(5)
其他	(964)	(211)	(74)	(20)	(10)
投資活動所得現金淨額	(1,020)	(219)	(84)	(22)	(5)
股份發行	(0)	-	-	-	-
淨銀行借貸	3,645	7,325	3,625	2,080	(380)
股息	(190)	(277)	(228)	(274)	(411)
其他	245	(480)	(69)	-	-
融資活動所得現金淨額	3,700	6,568	3,328	1,806	(791)
現金增加淨額	3,948	917	532	(1,517)	453
年初現金及現金等價物	2,021	5,982	7,093	7,675	6,207
匯兌	13	194	50	50	50
年末現金及現金等價物	5,982	7,093	7,675	6,207	6,710
受限制現金	1,821	2,175	1,518	1,518	1,518
資產負債表的現金	7,803	9,269	9,193	7,726	8,228

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	98.1	98.6	98.3	98.2	98.6
物業投資	1.2	0.8	1.1	1.1	0.8
物業管理	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	88.1	63.7	2.5	16.2	33.3
毛利率	31.5	33.4	4.6	13.9	49.8
淨利潤	32.2	30.6	(16.6)	21.8	63.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.5	33.0	33.7	33.0	37.1
淨利潤率	24.7	19.7	16.1	16.8	20.6
有效稅率	34.8	34.2	39.4	38.2	35.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	2.2	2.5	2.7	2.7
速動比率 (x)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
平均應收賬款周轉天數	52.5	80.7	56.0	57.8	50.6
平均應付帳款周轉天數	416.8	274.5	241.9	254.4	216.9
平均存貨周轉天數	1,106.8	795.0	1,013.5	1,093.6	988.9
淨負債/ 股東權益比率 (%)	淨現金	47.8	66.1	75.2	53.9
總負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	44.1	62.0	71.2	51.4
回報率 (%)					
資本回報率	30.1	27.7	19.0	18.9	23.8
資產回報率	7.8	7.3	5.5	5.7	8.4
每股數據					
每股盈利 (港元)	1.052	1.374	1.146	1.396	2.279
每股股息 (港元)	0.110	0.110	0.100	0.140	0.220
每股賬面值 (港元)	3.49	4.95	6.04	7.38	9.57

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-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(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。