

# 睿智投資

**中海宏洋(81 HK, HK\$9.24, 目標價: HK\$12.49, 買入) — 以便宜的方法投資中海**

- ❖ **股價調整超過30%。**中海宏洋股價從5月的歷史高位13.1港元至今下跌約32%，我們相信表現欠佳主要有2個原因：1) 中海宏洋集中在3、4線城市開發地產項目，投資者正擔心中國3、4線城市的房地產市場。2) 中海宏洋正在經歷業務轉變期，由過去以一線城市舊項目為主要貢獻來源變為以3、4線城市新項目為主要貢獻來源，因此邊際利潤受壓，毛利率由2012上半年的50.1%縮減至2013上半年的32.7%。
- ❖ **強勁銷售使盈利有高可預見性。**2013年1-9月合同銷售金額和面積增加了7.8%至132億港元和46.6%至125萬平方米，即表示公司已完成全年銷售目標170億港元的77.5%。至2013年中，約126萬平方米的物業已預售及仍待入賬，表示公司未來的盈利可觀性高。
- ❖ **總土地儲備達1063萬平方米。**中海宏洋在今年第3季購入4幅分別位於常州、合肥、呼和浩特及揚州的土地，總建築面積為133萬平方米。年初至今，新增土地儲備達279萬平方米。因為全年的土地儲備新增目標為400萬平方米，公司未來仍會尋找機會。現有的總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為1063萬平方米及940萬平方米，分佈在國內13個城市。
- ❖ **有機會私有化。**中國海外(688 HK, 未評級)在2009年收購公司，主要著眼是其在北京及廣州的土地儲備。主席郝建民在2013年中也成為中國海外的主席，我們相信公司有機會被私有化，以節省行政開支及時間。
- ❖ **重申買入評級。**中海宏洋公佈2013年1-9月的營業額及純利分別為109億元及35億港元。根據彭博的數據，市場預測中國海外2013年純利為204億港元。根據彭博及我們的預測，中國海外及中海宏洋的2013年市盈率分別為9.9倍及6.6倍，兩家公司在不同的國內城市售賣相似的產品及由同一班管理層經營，我們相信投資中海宏洋是一種以較便宜的價錢來投資中國海外的方法。我們的2013年底每股資產淨值預測為15.6港元。我們將目標價定為12.49港元，相等於20%資產淨值折讓。升值潛力達35.2%。重申買入評級。

## 財務資料

(截至12月31日)	FY11E	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬港元)	5,166	9,717	13,902	21,105	26,071
淨利潤(百萬港元)	1,815	2,401	3,173	4,491	5,121
每股收益(港元)	0.834	1.052	1.390	1.967	2.243
每股收益變動(%)	34.1	26.1	32.2	41.5	14.0
市盈率(x)	11.1	8.8	6.6	4.7	4.1
市帳率(x)	4.1	2.6	1.9	1.4	1.0
股息率(%)	0.7	1.2	1.4	1.6	1.9
權益收益率(%)	35.3	30.1	28.8	29.3	25.3
淨財務槓杆率(%)	22.9	淨現金	6.9	2.4	1.9

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\$9.24
目標價	HK\$12.49
市值(港幣百萬)	21,088
過去3月平均交易(港幣百萬)	38.8
52周高/低(港幣)	13.1/7.44
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	-5.4%	-7.2%
3月	0.1%	-5.1%
6月	-26.8%	-28.6%

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>5,166</b>	<b>9,717</b>	<b>13,902</b>	<b>21,105</b>	<b>26,071</b>
物業發展	4,996	9,531	13,681	20,858	25,790
物業投資	110	120	136	142	151
物業管理	60	66	85	105	130
銷售成本	(2,170)	(5,779)	(8,214)	(12,383)	(16,190)
<b>毛利</b>	<b>2,996</b>	<b>3,938</b>	<b>5,688</b>	<b>8,723</b>	<b>9,881</b>
銷售費用	(131)	(213)	(278)	(380)	(521)
行政費用	(202)	(351)	(417)	(528)	(652)
其他收益	(32)	53	68	60	53
<b>息稅前收益</b>	<b>2,631</b>	<b>3,427</b>	<b>5,060</b>	<b>7,876</b>	<b>8,761</b>
融資成本	(33)	(9)	(10)	(11)	(10)
聯營公司	8	9	10	11	12
特殊收入	776	383	297	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>3,381</b>	<b>3,810</b>	<b>5,357</b>	<b>7,876</b>	<b>8,762</b>
所得稅	(1,576)	(1,325)	(1,882)	(3,020)	(3,282)
非控制股東權益	11	(85)	(303)	(366)	(359)
<b>淨利潤</b>	<b>1,815</b>	<b>2,401</b>	<b>3,173</b>	<b>4,491</b>	<b>5,121</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,549</b>	<b>2,127</b>	<b>2,876</b>	<b>4,491</b>	<b>5,121</b>

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>非流動資產</b>	<b>2,389</b>	<b>2,684</b>	<b>3,043</b>	<b>3,113</b>	<b>3,200</b>
物業、廠房及設備	30	53	60	80	100
聯營公司	73	79	90	105	115
投資物業	1,884	2,249	2,583	2,600	2,640
無形資產	108	32	30	28	25
其他	295	271	280	300	320
<b>流動資產</b>	<b>17,293</b>	<b>28,260</b>	<b>33,075</b>	<b>36,163</b>	<b>44,942</b>
現金及現金等價物	2,826	7,803	9,415	7,803	8,782
應收貿易款項	1,903	2,793	3,500	3,700	4,000
存貨	61	66	60	60	60
關連款項	12,394	17,523	20,000	24,500	32,000
其他	108	75	100	100	100
<b>流動負債</b>	<b>10,191</b>	<b>15,789</b>	<b>14,650</b>	<b>15,950</b>	<b>18,850</b>
借債	5,959	11,095	10,000	10,800	13,700
應付貿易賬款	2,193	1,842	1,850	1,850	1,850
應付稅項	1,387	2,053	2,000	2,500	2,500
關連款項	573	799	800	800	800
其他	78	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>4,059</b>	<b>6,546</b>	<b>9,616</b>	<b>7,116</b>	<b>8,116</b>
借債	2,616	5,105	8,175	5,675	6,675
遞延稅項	1,443	1,441	1,441	1,441	1,441
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>286</b>	<b>643</b>	<b>850</b>	<b>900</b>	<b>950</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>5,146</b>	<b>7,966</b>	<b>11,002</b>	<b>15,310</b>	<b>20,226</b>
<b>股東權益</b>	<b>5,146</b>	<b>7,966</b>	<b>11,002</b>	<b>15,310</b>	<b>20,226</b>

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	2,631	3,427	5,060	7,876	8,761
折舊和攤銷	9	12	13	15	20
營運資金變動	(4,617)	(3,773)	(3,718)	(4,400)	(7,400)
稅務開支	(830)	(1,597)	(1,874)	(3,020)	(3,282)
其他	1,575	3,198	(683)	223	2,245
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(1,232)</b>	<b>1,267</b>	<b>(1,201)</b>	<b>694</b>	<b>343</b>
購買固定資產	17	(96)	6	(5)	-
聯營公司	-	40	(7)	(11)	(6)
其他	(384)	(964)	(9)	(20)	(20)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(367)</b>	<b>(1,020)</b>	<b>(10)</b>	<b>(36)</b>	<b>(26)</b>
股份發行	(0)	(0)	-	-	-
淨銀行借貸	1,632	3,645	3,017	(2,000)	1,000
股息	(101)	(190)	(251)	(320)	(388)
其他	110	245	7	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,641</b>	<b>3,700</b>	<b>2,773</b>	<b>(2,320)</b>	<b>612</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>42</b>	<b>3,948</b>	<b>1,562</b>	<b>(1,662)</b>	<b>929</b>
年初現金及現金等價物	1,891	2,021	5,982	7,594	5,982
匯兌	89	13	50	50	50
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>2,021</b>	<b>5,982</b>	<b>7,594</b>	<b>5,982</b>	<b>6,961</b>
受限制現金	805	1,821	1,821	1,821	1,821
<b>資產負債表的現金</b>	<b>2,826</b>	<b>7,803</b>	<b>9,415</b>	<b>7,803</b>	<b>8,782</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	96.7	98.1	98.4	98.8	98.9
物業投資	2.1	1.2	1.0	0.7	0.6
物業管理	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	58.0	40.5	40.9	41.3	37.9
稅前利率	65.4	39.2	38.5	37.3	33.6
淨利潤率	35.1	24.7	22.8	21.3	19.6
核心淨利潤率	30.0	21.9	20.7	21.3	19.6
有效稅率	46.6	34.8	35.1	38.3	37.5
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.7	1.8	2.3	2.3	2.4
速動比率 (x)	0.5	0.7	0.9	0.7	0.7
平均應收賬款周轉天數	67.2	52.5	45.9	32.0	28.0
平均應付帳款周轉天數	421.1	416.8	262.5	186.8	191.8
平均存貨周轉天數	2,084.5	1,106.8	888.7	722.2	721.4
總負債/ 權益比率 (%)	77.8	89.8	92.5	53.4	45.4
淨負債/ 權益比率 (%)	22.9	Net cash	6.9	2.4	1.9
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	35.3	30.1	28.8	29.3	25.3
資產回報率	9.2	7.8	8.8	11.4	10.6
<b>每股數據</b>					
每股盈利(港元)	0.834	1.052	1.390	1.967	2.243
每股股息(港元)	0.067	0.110	0.130	0.150	0.180
每股賬面值(港元)	2.25	3.49	4.82	6.71	8.86

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: 香港中環夏愨道 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(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。