

中海宏洋 (81 HK)

增持股權才是目的

- ❖ **2 供 1 集資 46.5 億。**中海宏洋發布公告，擬按 2 供 1 基準進行供股，認購價為每股 4.08 港元，較前收市價折讓約 7.9%，涉及發行 11.41 億股供股股份，預計籌得所得款項約 46.55 億港元。其中 70.5% 擬用于償還現有債務及未償還負債、20% 用于業務發展，剩下 9.5% 用于一般營運資金需求。持股 37.98% 的母公司 **中海外(688 HK, 買入)** 已承諾供股，并會負責包銷。假設其他股東不參與供股，中海外將包銷餘下股份，令其持股最多可增至 58.65%。供股計劃預計將在 2018 年 1 月 31 日完成。
- ❖ **降低杠杆可能不是首要目的。**截至到今年 6 月底，公司淨財務杠杆率為 41.5%，短期負債和現金餘額分別為 48.7 億港元和 205 億港元。在同業中海宏洋的資產負債情況處於健康水平。儘管公司有 61 億港元的關聯公司欠款，但我們相信公司目前并不急需通過供股降低負債，我們認為母公司中海外可能希望通過這次供股增加在中海宏洋的份額。我們預計公司 2018 年底的淨財務杠杆率由之前預計的 35.0% 降至 23.8%。
- ❖ **預計 2017 年全年合約銷售達 370 億港元。**受益於三四線城市房價上漲以及母公司資產注入，公司前 10 個月合約銷售額同比增長 59.7% 至 316 億港元，銷售面積達 294 萬平方米，同比增長 28.4%。我們預計公司在 4 季度合約銷售將達 80 億港元，全年合約銷售達 370 億港元。強勁的銷售將會為公司帶來可觀的利潤。由于項目利潤水平提高，儘管前 9 個月公司收入同比下滑了 2.8% 至 117 億港元，但經營利潤仍同比上升了 12.1% 至 169 億港元。在 4 季度公司將有較多項目落成交付，我們也預計公司 2017 年全年淨利潤將達 19.51 億港元。
- ❖ **每股淨資產攤薄 30.5%。**中海宏洋在今年 8 月及 10 月在銀川及常州以總價 11 億元人民幣取得了兩塊土地。至此，公司今年僅使用了 56 億元人民幣用于土地收購。目前公司總土地儲備和權益儲備分別為 1,810 萬和 1,690 萬平方米，分布在全國 20 個城市。由于供股計劃將在明年 1 月完成，因此我們預計 2018 年每股收益將會攤薄 35.4% 至 0.681 港元，2019 年每股收益將會攤薄 35.8% 至 0.981 港元。此外，2018 年底每股淨資產將會攤薄 28.4% 至每股 11.25 港元。但由于資產負債情況改善，我們將使用 40% 折讓計算目標價(過往使用 50%)，因此目標價由之前的 7.33 港元降至 6.75 港元，**維持買入評級。**

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	21,620	28,081	31,200
淨利潤(百萬港元)	851	900	1,951	2,266	3,357
EPS(港元)	0.373	0.394	0.855	0.681	0.981
EPS 變動 (%)	-33	6	117	-20	44
市盈率(x)	11.3	10.7	4.9	6.2	4.3
市帳率(x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	0.2	0.5	2.1	2.1	3.6
權益收益率 (%)	7.6	8.6	15.8	11.9	15.2
淨財務杠杆率 (%)	48.0	20.6	53.9	23.6	21.4

數據源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$6.75
(過去目標價)	HK\$7.33)
潛在升幅	+60.4%
當前股價	HK\$4.21

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	9,608
3 月平均流通量(百萬港元)	41.14
5 周內股價高/低(港元)	6.16/2.48
總股本(百萬)	2,282

數據源：彭博

股東結構

中國海外	37.99%
翁國基	14.97%
王韜光	7.91%
自由浮動	47.05%

數據源：港交所及招銀國際研究

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-15.0%	-16.5%
3-月	1.6%	-2.7%
6-月	17.5%	0.9%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師: BDO

公司網站: www.cogogl.com

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	16,614	17,093	21,620	28,081	31,200
物業發展	16,355	16,900	21,366	27,812	30,919
物業投資	209	193	200	209	216
酒店及其他	50	-	54	60	65
銷售成本	(14,014)	(14,158)	(16,725)	(22,521)	(23,359)
毛利	2,600	2,935	4,895	5,560	7,841
銷售費用	(547)	(555)	(692)	(842)	(936)
行政費用	(409)	(416)	(541)	(702)	(780)
其他收益	100	170	161	185	219
息稅前收益	1,744	2,133	3,823	4,200	6,345
融資成本	(27)	(18)	(24)	(28)	(28)
聯營公司	4	(0)	(15)	202	23
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,721	2,115	3,784	4,375	6,339
所得稅	(799)	(1,180)	(1,809)	(2,058)	(2,938)
非控制股東權益	(71)	(34)	(24)	(51)	(44)
淨利潤	851	900	1,951	2,266	3,357
核心淨利潤	851	900	1,951	2,266	3,357

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	3,160	4,535	4,702	4,821	5,100
物業、廠房及設備	39	1,240	1,280	1,320	1,360
聯營公司	101	449	500	540	580
投資物業	2,856	2,486	2,560	2,600	2,800
無形資產	17	12	10	9	8
其他	147	348	352	352	352
流動資產	52,637	76,819	81,587	87,804	95,527
現金及現金等價物	13,027	20,820	19,586	20,073	20,976
應收貿易款項	4,404	5,462	7,200	7,800	8,500
存貨	141	551	551	551	551
關連款項	34,475	49,014	53,000	58,000	64,000
其他	590	971	1,250	1,380	1,500
流動負債	28,911	48,514	48,206	46,706	50,706
借債	22,276	30,093	35,200	38,700	43,500
應付貿易賬款	946	1,506	1,506	1,506	1,506
應付稅項	4,919	5,289	5,500	2,500	2,700
關連款項	771	11,627	6,000	4,000	3,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	15,076	21,654	24,976	26,076	26,996
借債	13,772	17,833	21,155	22,255	23,175
遞延稅項	1,304	3,821	3,821	3,821	3,821
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	637	763	780	800	825
淨資產總值	11,173	10,422	12,328	19,043	22,101
股東權益	11,173	10,422	12,328	19,043	22,101

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,744	2,133	3,823	4,200	6,345
折舊和攤銷	18	13	31	32	33
營運資金變動	(77)	4,722	(2,076)	(4,400)	(4,400)
稅務開支	(1,800)	(1,290)	(1,809)	(2,058)	(2,938)
其他	4,541	3,129	1,863	769	1,829
經營活動所得現金淨額	4,427	8,708	1,832	(1,458)	868
購置固定資產	31	(1,477)	(2,145)	(112)	(273)
聯營公司	-	(627)	(54)	0	(35)
其他	92	(493)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	123	(2,598)	(2,199)	(112)	(308)
股份發行	-	-	-	4,656	-
淨銀行借貸	(2,011)	466	3,533	(1,900)	1,120
股息	(34)	(70)	(23)	(300)	(377)
其他	(1,079)	(778)	(2,800)	-	-
融資活動所得現金淨額	(3,124)	(382)	710	2,456	743
現金增加淨額	1,425	5,728	343	887	1,303
年初現金及現金等價物	8,812	9,690	14,595	14,538	15,025
匯兌	(547)	(823)	(400)	(400)	(400)
年末現金及現金等價物	9,690	14,595	14,538	15,025	15,928
受限制現金	3,337	6,226	5,048	5,048	5,048
資產負債表的現金	13,027	20,820	19,586	20,073	20,976

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
物業發展	98.4	98.9	98.8	99.0	99.1
物業投資	1.3	1.1	0.9	0.7	0.7
酒店及其他	0.3	-	0.3	0.3	0.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增長（%）

收入	18.8	2.9	26.5	29.9	11.1
毛利率	(22.7)	12.9	66.8	13.6	41.0
淨利潤	(32.8)	5.8	116.7	16.1	48.2

盈利能力比率（%）

毛利率	15.6	17.2	22.6	19.8	25.1
淨利潤率	5.1	5.3	9.0	8.1	10.8
有效稅率	46.4	55.8	47.8	47.0	46.4

資產負債比率

流動比率（x）	1.8	1.6	1.7	1.9	1.9
平均應收賬款周轉天數	48.4	58.3	60.8	50.7	49.7
平均應付帳款周轉天數	489.4	642.6	594.3	503.0	508.9
平均存貨周轉天數	897.9	1,263.6	1,156.6	940.0	1,000.1
總負債 / 總權益比率（%）	48.0	20.6	53.9	23.6	21.4

回報率（%）

資本回報率	7.6	8.6	15.8	11.9	15.2
資產回報率	1.5	1.1	2.3	2.4	3.3

每股數據

每股盈利（港元）	0.373	0.394	0.855	0.681	0.981
每股股息（港元）	0.010	0.020	0.090	0.090	0.150
每股賬面值（港元）	4.90	4.57	5.40	5.56	6.46

來源：公司及招銀國際研究部預測

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:香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。接收本報告之行爲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。