

中海宏洋 (81 HK)

榮耀再臨

- ❖ **2018年核心利潤增長125%**。2018年，中海宏洋收入和淨利潤分別增長26.1%至256億(港元，下同)和90.9%至24.3億。受益於銷售均價上升，毛利率在此期間擴大9.0個百分點至29.1%。經過幾年的努力，毛利率已從2015年的15.6%穩步回升。此外，聯合營公司在2018年貢獻了2.78億的利潤，而2017年則為4,700萬。公司宣派末期股息每股0.112港元，加上中期股息每股0.03港元，全年派息率上升至20%。
- ❖ **2019年銷售目標580億港元**。2018年，中海宏洋合約銷售額增長36.3%至505億，銷售面積增長17.2%至400萬平。惠州、南通、贛州和汕頭在2018年的銷售額均超過40億港元。此外，公司在贛州、西寧、銀川和吉林的銷量在2018年排名當地第一。2018年合約銷售均價上漲16.3%至12,640港元/平，這將進一步支持利潤率改善。鑒於2019年可售資源900億港元，公司2019年銷售目標為580億港元。
- ❖ **派息率提高到20-30%**。2018年2月，中海宏洋通過供股籌集了46.1億港元。其資本金和財務狀況得到加強。截至2018年底，公司現金餘額333億港元。公司董事會在2019年3月決定將派息政策設定為20-30%的派息率。在2015-17財年，公司派息率僅為2.7-7.2%。我們認為明確穩定的派息政策將吸引更多的長綫投資者。儘管中海宏洋在18年底處於淨現金狀態，但未來的業務擴張將使杠杆率提升至40%左右。
- ❖ **在大陸22個城市擁有1,998萬平的權益土儲**。2018年，公司在12個城市收購了25塊地塊，總建面502萬平，總地價196億元人民幣；同時新進入在濟寧、柳州和包頭的房地產業務。公司的目標是每年進入不少於三個城市作為擴張計劃。截至2018年底，公司總土儲和權益土儲分別達2,134萬平和1,998萬，分布在22個大陸城市。
- ❖ **上調預測和目標**。截止2018年底，公司有513萬平已售未結轉的物業，我們估計它們的價值為616億港元，並鎖定了未來18個月的收入。公司的目標是在2019年交付370萬平的物業，而2018年交付了280萬平。強勁的合同銷售和完工計劃（2019年完工增長35%）將保持其盈利增長。我們將2019年的淨利潤預測上調9.3%至31.7億，2020年上調16.6%至39.9億。此外，我們將2019年底預測每股資產淨值上調至10.76港元。因此，我們將目標價從4.57港元調整至5.38港元，相當於淨資產折讓50%。維持買入。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬港元)	20,278	25,571	34,142	40,921	48,230
淨利潤(百萬港元)	1,271	2,427	3,172	3,986	4,817
EPS(港元)	0.557	0.731	0.927	1.164	1.407
EPS變動(%)	41	31	24	26	21
市盈率(x)	7.1	5.4	4.3	3.4	2.8
市帳率(x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率(%)	1.0	3.6	4.8	6.1	7.3
權益收益率(%)	9.3	12.5	14.3	15.7	16.4
淨財務杠杆率(%)	25.4	淨現金	19.3	24.6	34.6

數據源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$5.38
(過去目標價)	HK\$4.57
潛在升幅	+35.9%
當前股價	HK\$3.96

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)	13,557
3月平均流通量(百萬港元)	22.4
52周內股價高/低(港元)	4.30/2.29
總股本(百萬)	3,423

數據源：彭博

股東結構

中國海外	37.98%
翁國基	14.97%
王韜光	9.90%
自由浮動	47.05%

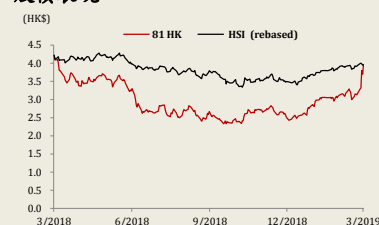
數據源：港交所及招銀國際研究

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	19.0%	17.2%
3-月	47.4%	30.6%
6-月	38.6%	33.2%

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（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	20,278	25,571	34,142	40,921	48,230
物業發展	20,005	25,274	33,804	40,565	47,866
物業投資	207	223	260	271	271
酒店及其他	67	74	78	86	92
銷售成本	(16,209)	(18,134)	(24,773)	(29,717)	(35,531)
毛利	4,069	7,438	9,369	11,205	12,699
銷售費用	(676)	(841)	(1,024)	(1,228)	(1,447)
行政費用	(610)	(722)	(888)	(1,023)	(1,158)
其他收益	193	282	301	277	289
息稅前收益	2,976	6,156	7,758	9,231	10,383
融資成本	(33)	(92)	(36)	(37)	(43)
聯營公司	47	278	22	45	79
特殊收入	192	-	-	-	-
稅前利潤	3,182	6,343	7,745	9,239	10,420
所得稅	(1,920)	(3,841)	(4,500)	(5,138)	(5,457)
非控制股東權益	10	(74)	(73)	(115)	(145)
淨利潤	1,271	2,427	3,172	3,986	4,817
核心淨利潤	1,128	2,427	3,172	3,986	4,817

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（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	5,595	5,051	5,376	5,744	6,304
物業、厂房及设备	1,513	1,466	1,520	1,680	1,800
聯營公司	890	724	830	910	1,000
投資物業	2,835	2,668	2,800	2,900	3,200
無形資產	8	3	4	2	2
其他	349	190	222	252	302
流動資產	89,728	113,218	118,175	132,823	148,052
現金及現金等价物	23,702	33,264	26,350	28,648	29,827
應收貿易款項	9,805	10,161	11,600	12,850	13,900
存貨	422	825	825	825	825
關連款項	54,416	67,685	78,000	89,000	102,000
其他	1,383	1,283	1,400	1,500	1,500
流動負債	54,524	71,090	72,550	81,100	89,700
借債	40,460	54,104	58,250	65,600	72,200
應付貿易賬款	2,276	3,463	3,500	3,500	3,500
應付稅項	4,911	9,472	6,800	8,000	10,000
關連款項	6,877	4,052	4,000	4,000	4,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	26,336	26,900	28,069	31,209	34,389
借債	22,460	23,195	23,980	27,120	30,300
遞延稅項	3,787	3,619	4,000	4,000	4,000
其他	90	86	89	89	89
少數股東權益	786	830	825	850	880
淨資產總值	13,677	19,448	22,107	25,408	29,387
股東權益	13,677	19,448	22,107	25,408	29,387

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（百万港元）	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	2,976	6,156	7,758	9,231	10,383
折旧和摊销	55	55	37	38	42
营运资金变动	(6,012)	(12,442)	(12,326)	(10,900)	(13,450)
税务开支	(1,878)	(2,821)	(4,082)	(5,138)	(5,457)
其他	7,730	9,191	4,830	6,147	6,256
经营活动所得现金净额	2,870	140	(3,783)	(622)	(2,226)
购置固定资产	(2,126)	160	(223)	(298)	(462)
联营公司	(212)	221	(101)	(71)	(74)
其他	169	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,168)	381	(324)	(369)	(536)
股份发行	-	4,608	-	-	-
净银行借贷	3,722	5,296	(1,887)	4,340	5,180
股息	(68)	(199)	(520)	(650)	(839)
其他	(4,416)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(763)	9,704	(2,407)	3,690	4,341
现金增加净额	(61)	10,225	(6,514)	2,698	1,579
年初现金及现金等价物	14,595	15,537	25,362	18,447	20,745
汇兑	1,003	(400)	(400)	(400)	(400)
年末现金及现金等价物	15,537	25,362	18,447	20,745	21,924
受限制现金	8,166	7,903	7,903	7,903	7,903
资产负债表的现金	23,702	33,264	26,350	28,648	29,827

来源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	98.7	98.8	99.0	99.1	99.2
物业投资	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
酒店及其他	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	18.6	26.1	33.5	19.9	17.9
毛利率	38.6	82.8	26.0	19.6	13.3
净利润	41.2	90.9	30.7	25.7	20.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	20.1	29.1	27.4	27.4	26.3
净利润率	6.3	9.5	9.3	9.7	10.0
有效税率	60.3	60.6	58.1	55.6	52.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	88.2	72.5	62.0	57.3	52.6
平均应付账款周转天数	728.3	772.3	622.7	585.1	546.4
平均存货周转天数	1,225.3	1,362.4	1,149.2	1,093.2	1,047.8
总负债/总权益比率 (%)	25.4	Net cash	19.3	24.6	34.6
回报率 (%)					
资本回报率	9.3	12.5	14.3	15.7	16.4
资产回报率	1.3	2.1	2.6	2.9	3.1

每股数据

每股盈利(港元)	0.557	0.731	0.927	1.164	1.407
每股股息(港元)	0.040	0.142	0.190	0.240	0.290
每股账面值(港元)	5.99	5.68	6.46	7.42	8.58

来源：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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。

本報告基於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。