

中海宏洋 (81 HK, HK\$6.29, 目标价: HK\$7.63, 买入) — 第一滴血

❖ **中期纯利下跌 31%**。虽然 2014 上半年营业额轻微下跌 1.4% 至 78.9 亿港元，净利润却下跌 31.3% 至 10.7 亿港元。因为缺乏来自北京项目的贡献，毛利率从去年同期的 32.7% 收窄至 2014 上半年的 29.0%。竣工物业面积由去年同期的 94.1 万平方米上升至期内的 138 万平方米，但出售比率由去年同期的 84% 下跌至期内的 68%；此外，投资物业重估收益由去年同期的 2.97 亿港元下跌至期内 2991 万港元，进一步影响盈利；最后，缺乏税款回拨，有效税率由去年同期的 33.5% 上升至期内的 38.4%。

❖ **2014 上半年销售欠佳**。受市场气氛欠佳影响，2014 上半年合同销售金额和面积分别下跌 2.7% 至 82 亿港元和 0.4% 至 78 万平方米，销售均价由去年同期的每平方米 10,901 港元下跌至期内的每平方米 10,652 港元。公司决定将 2014 全年销售目标由之前的 230 亿港元下调至现在的 180 亿港元。至 2014 年中，约 78.0 万平方米的物业已预售及仍待入账。

❖ **2014 年第 2 季减慢购地**。因为销售疲弱，中海宏洋放慢购地策略，公司在 2014 年第 1 季购入 4 块总建筑面积为 270 万平方米的土地，新进入了汕头市。除了北京外，中海宏洋投资于国内 14 个三线城市，包括呼和浩特、银川、贵林、吉林、合肥、蘭州、南宁、贛州、南通、盐城、绍兴、汕头、扬州及常州。现有的总土地储备及应占权益土地储备分别为 1306 万平方米及 1191 万平方米。平均土地成本为每平方米 1,627 元人民币，即相等于 2013 年销售均价的 19.1%。

❖ **负债上升**。疲弱的销售令中海宏洋的资产负债表转弱，净负债与总权益比率由 2013 年末的 44.1% 上升至 2014 年中的 66.7%。约 23.4 亿港元的可换股债券在明年 3 月到期，行使价为 8.354 港元，公司明年应该要偿还该批债券。至 2014 年中，公司手持现金 101 亿港元，我们相信中海宏洋有能力偿还债务。

❖ **下调目标价和预测**。我们分别下调 2014-16 年盈利预测 34.9%/29.7%/3.5% 至 26.2 亿港元、31.9 亿港元和 52.0 亿港元，我们将 2014 年底每股资产净值预测由 13.3 港元下降至 12.72 港元。因为负债及风险承担能力上升，我们以 40% 折让率来计算目标价，所以我们将目标价由 9.28 港元下降至 7.63 港元，升值潜力达 21.4%。维持买入评级。

中海宏洋 (81 HK)

评级	买入
收市价	HK\$6.29
目标价	HK\$7.63
市值 (港币百万)	14,355
过去 3 月平均交易 (港币百万)	30
52 周高/低 (港币)	11.0/4.12
发行股数 (百万)	2,282
主要股东	中国海外(38%)

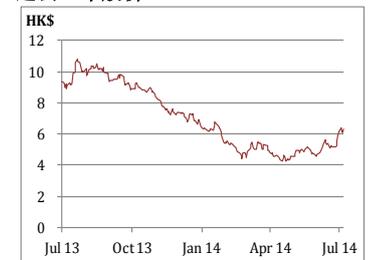
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	27.3%	19.4%
3 月	32.8%	18.9%
6 月	-3.9%	-14.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万港元)	9,717	15,906	16,298	18,938	25,240
净利润 (百万港元)	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
每股收益变动 (%)	26.1	30.6	(16.6)	21.8	63.2
市盈率(x)	6.0	4.6	5.5	4.5	2.8
市帐率(x)	1.8	1.3	1.0	0.9	0.7
股息率 (%)	1.7	1.7	1.6	2.2	3.5
权益收益率 (%)	30.1	27.7	19.0	18.9	23.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	44.1	62.0	71.2	51.4

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	9,717	15,906	16,298	18,938	25,240
物业发展	9,531	15,681	16,020	18,606	24,878
物业投资	120	135	173	202	213
物业管理	66	90	105	130	150
销售成本	(5,779)	(10,653)	(10,805)	(12,682)	(15,871)
毛利	3,938	5,252	5,494	6,256	9,369
销售费用	(213)	(255)	(293)	(379)	(480)
行政费用	(351)	(417)	(407)	(473)	(593)
其他收益	53	90	85	78	74
息税前收益	3,427	4,670	4,878	5,482	8,371
融资成本	(9)	(19)	(21)	(24)	(25)
联营公司	9	18	11	12	12
特殊收入	383	476	30	-	-
税前利润	3,810	5,144	4,899	5,470	8,357
所得税	(1,325)	(1,761)	(1,931)	(2,088)	(2,965)
非控制股东权益	(85)	(247)	(352)	(196)	(192)
净利润	2,401	3,136	2,616	3,186	5,200
核心净利润	2,127	2,779	2,586	3,186	5,200

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	2,684	3,422	3,522	3,568	3,603
物业、厂房及设备	53	55	80	100	120
联营公司	79	100	105	115	124
投资物业	2,249	3,013	3,013	3,013	3,013
无形资产	32	28	24	20	16
其他	271	226	300	320	330
流动资产	28,260	39,580	44,353	51,886	58,388
现金及现金等价物	7,803	9,269	9,193	7,726	8,228
应收贸易款项	2,793	7,035	5,000	6,000	7,000
存货	66	40	60	60	60
关连款项	17,523	23,205	30,000	38,000	43,000
其他	75	30	100	100	100
流动负债	15,789	17,709	17,950	19,350	21,650
借债	11,095	11,963	10,800	13,200	15,000
应付贸易账款	1,842	1,936	1,850	1,850	1,850
应付税项	2,053	2,961	4,500	3,500	4,000
关连款项	799	849	800	800	800
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	6,546	13,021	15,241	18,321	17,441
借债	5,105	11,713	13,800	16,880	16,000
递延税项	1,441	1,308	1,441	1,441	1,441
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	643	967	900	950	1,050
净资产总值	7,966	11,305	13,784	16,832	21,850
股东权益	7,966	11,305	13,784	16,832	21,850

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY12E	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	3,427	4,670	4,878	5,482	8,371
折旧和摊销	12	17	16	24	30
营运资金变动	(3,773)	(7,454)	(6,446)	(8,600)	(5,700)
税务开支	(1,597)	(1,802)	(1,883)	(2,088)	(2,965)
其他	3,198	(862)	722	1,880	1,513
经营活动所得现金净额	1,267	(5,432)	(2,713)	(3,302)	1,249
购置固定资产	(96)	(7)	(9)	4	10
联营公司	40	-	(2)	(6)	(5)
其他	(964)	(211)	(74)	(20)	(10)
投资活动所得现金净额	(1,020)	(219)	(84)	(22)	(5)
股份发行	(0)	-	-	-	-
净银行借贷	3,645	7,325	3,625	2,080	(380)
股息	(190)	(277)	(228)	(274)	(411)
其他	245	(480)	(69)	-	-
融资活动所得现金净额	3,700	6,568	3,328	1,806	(791)
现金增加净额	3,948	917	532	(1,517)	453
年初现金及现金等价物	2,021	5,982	7,093	7,675	6,207
汇兑	13	194	50	50	50
年末现金及现金等价物	5,982	7,093	7,675	6,207	6,710
受限制现金	1,821	2,175	1,518	1,518	1,518
资产负债表的现金	7,803	9,269	9,193	7,726	8,228

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
物业发展	98.1	98.6	98.3	98.2	98.6
物业投资	1.2	0.8	1.1	1.1	0.8
物业管理	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
辮 (%)					
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
净利润	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
净利润率	24.7	19.7	16.1	16.8	20.6
有效税率	34.8	34.2	39.4	38.2	35.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	2.2	2.5	2.7	2.7
速动比率 (x)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
平均应收账款周转天数	52.5	80.7	56.0	57.8	50.6
平均应付账款周转天数	416.8	274.5	241.9	254.4	216.9
平均存货周转天数	1,106.8	795.0	1,013.5	1,093.6	988.9
净负债/ 股东权益比率 (%)	淨現金	47.8	66.1	75.2	53.9
总负债/ 总权益比率 (%)	淨現金	44.1	62.0	71.2	51.4
回报率 (%)					
资本回报率	30.1	27.7	19.0	18.9	23.8
资产回报率	7.8	7.3	5.5	5.7	8.4
每股数据					
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
每股账面值 (港元)	3.49	4.95	6.04	7.38	9.57

来源: 公司及招銀国际研究部

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 个月的潜在涨幅在-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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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风险。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。