

中海宏洋 (81 HK, HK\$7.0, 目标价: HK\$8.39, 买入) — 亮丽业绩但预期中

- ❖ **中期业绩增长 62%。**中海宏洋昨天公布 2012 年度中期业绩。2012 上半年营业额上升 150%至 51.37 亿港元，同期净利润增长 61.8%至 13.01 亿港元。亮丽的业绩主要原因是广东中海橡园国际的住宅单位推迟至期内交付及入账。同时，橡园国际的商业物业在 4 月份售出，提高营业额及盈利。因此，2012 上半年物业销售收入上涨 154.8%至 50.47 亿港元。毛利率略有收窄，从一年前的 52.4%减至期内的 50.1%。下半年将有更多来自二/三线城市的項目贡献盈利，2012 年全年的毛利率预料会进一步缩小。
- ❖ **扩展到赣州。**中海宏洋在 2012 年 1 月购入一块于赣州的土地，总建筑面积为 140 万平方米。现有的总土地储备及应占权益土地储备分别为 750 万平方米及 617 万平方米。中海宏洋继续发展在二/三线城市的物业项目，例如呼和浩特、桂林、银川、吉林、合肥、南宁、兰州及赣州。公司更透露目前正在商谈购入 2 幅土地。如果收购成功，可成为催化剂。
- ❖ **全年销售目标提高至 130 亿港元。**2012 上半年合同销售金额和面积增加了 88.9%至 80 亿港元和 153%至 51.4 万平方米。中海宏洋将其 2012 年销售目标从以前的 100 亿港元调高至 130 亿港元，约 62%的全年销售目标已完成，约 50.8 万平方米或值 73 亿港元的物业已预售及仍待入账。虽然中海宏洋在 3 月发行 22 亿港元的可换股债券，但得益于强劲的销售，财政状况健康，手持 70 亿港元现金和贷款为 56 亿港元。在 2012 年的资本开支估计为 75 亿港元，其中 50 亿港元为土地金支出及 25 亿港元为建筑费用。
- ❖ **提高目标价和资产净值。**我们调整 2012-14 年盈利预测 8.2%/ -10.0%/ 10.7%，至 25.2 亿港元、港币 26.9 亿港元和 41.2 亿港元。此外，因为强劲的现金流入和一些项目的平均售价假设上升，至 2012 年底每股资产净值预测由 10.8 港元上调至 12.0 港元。。同时，我们改变为计算目标价格的资产净值折让，由 40%收窄至 30%，以反映优于预期的财政状况和可能的土地收购。我们新的目标价是 8.39 港元。升值潜力是 19.9%。上升至**买入**评级。

中海宏洋 (81 HK)

评级	买入
收市价	HK\$7.00
目标价	HK\$8.39
市值 (港币百万)	15,976
过去 3 月平均交易 (港币百万)	20.5
52 周高/低 (港币)	7.64/2.507
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	3.2%	1.2%
3 月	2.6%	10.0%
6 月	49.2%	53.0%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万港元)	3,513	5,166	12,189	13,924	20,374
净利润 (百万港元)	1,001	1,815	2,516	2,686	4,117
每股收益 (港元)	0.622	0.834	1.102	1.177	1.803
每股收益变动 (%)	N.A.	34.1	32.2	6.8	53.3
市盈率 (x)	11.3	8.4	6.4	5.9	3.9
市帐率 (x)	4.5	3.1	2.1	1.6	1.2
股息率 (%)	0.6	1.0	1.9	2.1	2.4
权益收益率 (%)	37.4	35.3	33.5	27.1	30.1
净财务杠杆率 (%)	0.7	22.9	14.3	22.7	13.7

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	3,513	5,166	12,189	13,924	20,374
物业发展	3,399	4,996	11,975	13,681	20,100
物业投资	62	110	128	133	139
物业管理	52	60	85	110	135
销售成本	(1,950)	(2,170)	(6,662)	(8,238)	(11,947)
毛利	1,563	2,996	5,527	5,686	8,426
销售费用	(68)	(131)	(244)	(278)	(407)
行政费用	(175)	(202)	(244)	(265)	(367)
其他收益	46	(32)	6	17	1
息税前收益	1,366	2,631	5,045	5,160	7,653
融资成本	(20)	(33)	(41)	(55)	(60)
联营公司	2	8	-	-	-
特殊收入	655	776	189	-	-
税前利润	2,004	3,381	5,193	5,104	7,593
所得税	(861)	(1,576)	(2,476)	(2,115)	(3,127)
非控制股东权益	(142)	11	(201)	(303)	(349)
净利润	1,001	1,815	2,516	2,686	4,117
核心净利润	714	1,549	2,415	2,686	4,117

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	1,805	2,389	2,665	2,820	3,045
物业、厂房及设备	44	30	45	60	80
联营公司	229	73	80	90	105
投资物业	1,310	1,884	2,060	2,200	2,400
无形资产	126	108	80	70	60
其他	96	295	400	400	400
流动资产	9,130	17,293	24,638	30,507	35,387
现金及现金等价物	2,228	2,826	5,028	5,847	5,727
应收贸易款项	1,683	1,903	2,250	2,500	3,000
存货	135	61	60	60	60
关连款项	5,069	12,394	17,200	22,000	26,500
其他	15	108	100	100	100
流动负债	5,762	10,191	13,220	15,220	17,020
借债	3,450	5,959	8,000	9,500	11,300
应付贸易账款	1,306	2,193	3,000	3,000	3,000
应付税项	938	1,387	1,500	2,000	2,000
关连款项	0	573	720	720	720
其他	68	78	-	-	-
非流动负债	2,376	4,059	6,100	7,700	7,200
借债	1,310	2,616	4,600	6,100	5,600
递延税项	560	1,443	1,500	1,600	1,600
其他	506	-	-	-	-
少数股东权益	123	286	465	500	530
净资产总值	2,675	5,146	7,518	9,907	13,682

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	1,366	2,631	5,045	5,160	7,653
折旧和摊销	12	9	6	9	12
营运资金变动	(678)	(4,617)	(4,825)	(4,550)	(4,500)
税务开支	(245)	(830)	(1,612)	(2,015)	(3,127)
其他	447	1,575	258	478	657
经营活动所得现金净额	902	(1,232)	(1,128)	(918)	695
购置固定资产	355	17	(9)	(6)	(8)
联营公司	-	-	(7)	(10)	(15)
其他	(178)	(384)	(105)	-	-
投资活动所得现金净额	177	(367)	(121)	(16)	(23)
股份发行	685	(0)	-	-	-
净银行借贷	684	1,632	2,097	2,000	(500)
股息	(522)	(101)	(259)	(297)	(342)
其他	(898)	110	148	-	-
融资活动所得现金净额	(52)	1,641	1,986	1,703	(842)
现金增加净额	1,028	42	737	769	(170)
年初现金及现金等价物	853	1,891	2,021	2,808	3,627
汇兑	10	89	50	50	50
年末现金及现金等价物	1,891	2,021	2,808	3,627	3,507
受限制现金	337	805	2,220	2,220	2,220
资产负债表上的现金	2,228	2,826	5,028	5,847	5,727

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	96.7	98.2	98.3	98.7
物业投资	1.8	2.1	1.1	1.0	0.7
物业管理	1.5	1.2	0.7	0.7	0.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	44.5	58.0	45.3	40.8	41.4
税前利率	57.0	65.4	42.6	36.7	37.3
净利润率	28.5	35.1	20.6	19.3	20.2
核心净利润率	20.3	30.0	19.8	19.3	20.2
有效税率	43.0	46.6	47.7	41.4	41.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1
速动比率 (x)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
平均应收账款周转天数	87.4	67.2	33.7	32.8	26.9
平均应付账款周转天数	700.6	791.3	382.4	387.7	317.7
平均存货周转天数	1,084.4	1,468.6	810.7	868.4	740.9
总负债/权益比率 (%)	84.0	77.8	81.1	81.8	55.5
净负债/权益比率 (%)	0.7	22.9	14.3	22.7	13.7
回报率 (%)					
资本回报率	37.4	35.3	33.5	27.1	30.1
资产回报率	9.2	9.2	9.2	8.1	10.7
每股数据					
每股盈利 (港元)	0.622	0.834	1.102	1.177	1.803
每股股息 (港元)	0.044	0.067	0.130	0.150	0.170
每股账面值 (港元)	1.55	2.25	3.29	4.34	5.99

来源: 公司及招银国际研究部

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 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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法律责任。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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。