

中海宏洋 (81 HK)

供股可能并非必要

- ❖ **中期利潤增長 42%**。公司上半年收入和淨利潤分別增長 23.9% 至 112 億港元 (下同) 和 42.4% 至 10.1 億元。受益於售價均價上升，毛利率在此期間提升 3.8 個百分點至 24.7%。此外，相比去年同期的 1,400 萬元聯營公司虧損，聯營公司在今年上半年實現了 1.2 億元的利潤。雖然有效稅率上升 5.7 個百分點至 54.5%，但上半年淨利潤率仍然上升 1.2 個百分點至 9.1%。董事會宣布派發中期股息每股 3 港仙，而去年同期則為每股 1 港仙。
- ❖ **火熱的三四線城市房地產市場**。18 年上半年，公司合約銷售增長 54.0% 至 285 億，銷售面積增長 30.4% 至 226 萬平。靚麗的銷售業績一部分來自三四線城市房地產仍然火熱的行情，另一部分來自之前向母公司收購的項目。雖然最近關於棚改貨幣化的消息可能對公司造成一定影響，但我們認為“中國海外”品牌將有一定支撐作用。我們預計公司 2018 年全年合約銷售將達 580 億元，相比 2017 年 371 億元的銷售額增長 56%。
- ❖ **覆蓋 20 個內地城市，權益土儲達 1,840 萬平**。上半年，公司共收購了 9 塊土地，總建築面積為 201 萬平，代價為 8.79 億元人民幣，並且擴大了在柳州和包頭的業務。截至 2018 年 6 月，公司土地儲備達 1,988 萬平，權益土儲 1,840 萬平，覆蓋 20 個內地城市。
- ❖ **供股籌資 46.1 億元**。2018 年 2 月，公司以每 1 股配售 2 股，認購價每股 4.08 港元，籌集了 46.1 億元。供股後公司資本金和負債表明顯加強。截至 2018 年 6 月，公司現金餘額及借貸總額分別為 323 億及 324 億元，淨負債比率僅為 0.3%。這樣看來，年初的供股可能并非必要。
- ❖ **提高盈利預測但下調目標價**。目前公司仍有 379 萬平的物業已預售但未結轉。我們估計其貨值在 474 億元，並可以鎖定未來 18 個月的收入。由於利潤率改善，我們將 2018 年淨利潤預測上調 12.1% 至 222 億元，2019 年上調 8.3% 至 29.0 億元。預計 2017 年至 2020 年每股盈利將以 21.5% 的複合年增長率增長。此外，我們將 18 年末預測每股資產淨值從 10.74 港元調整至 11.43 港元。我們上調折讓率由 40% 至 60%，以反映棚改政策的影響，因此目標價從 5.03 港元調整至 4.57 港元，維持買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	17,093	20,278	26,006	34,153	40,934
淨利潤 (百萬港元)	900	1,271	2,218	2,903	3,417
EPS (港元)	0.394	0.557	0.666	0.848	0.998
EPS 變動 (%)	6	41	20	27	18
市盈率 (x)	6.9	4.9	4.1	3.2	2.7
市帳率 (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	0.7	1.5	2.6	3.3	4.0
權益收益率 (%)	8.6	9.3	11.4	12.8	13.2
淨財務杠杆率 (%)	20.6	25.4	1.0	3.0	8.6

數據源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.57
(過去目標價)	HK\$5.03
潛在升幅	+69.6%
當前股價	HK2.72

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)	13,009
3 月平均流通量 (百萬港元)	76.1
5 周內股價高/低 (港元)	6.00/3.45
總股本 (百萬)	3,423

數據源：彭博

股東結構

中國海外	38.32%
翁國基	13.53%
自由浮動	48.15%

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	-3.4%	-1.2%
3-月	-30.1%	-20.8%
6-月	-36.3%	-28.2%

數據源：彭博

股價表現



審計師: BDO

公司網站: www.cogogl.com

財務報表

利潤表

年結：12月31日 (百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	17,093	20,278	26,006	34,153	40,934
物業發展	16,900	20,005	25,679	33,804	40,565
物業投資	193	207	256	272	284
酒店及其他	-	67	70	78	86
銷售成本	(14,158)	(16,209)	(19,862)	(25,419)	(30,529)
毛利	2,935	4,069	6,144	8,734	10,405
銷售費用	(555)	(676)	(780)	(1,025)	(1,228)
行政費用	(416)	(610)	(728)	(888)	(1,023)
其他收益	170	193	241	307	320
息稅前收益	2,133	2,976	4,876	7,129	8,474
融資成本	(18)	(33)	(31)	(35)	(38)
聯營公司	(0)	47	200	22	25
特殊收入	-	192	-	-	-
稅前利潤	2,115	3,182	5,045	7,116	8,461
所得稅	(1,180)	(1,920)	(2,752)	(4,140)	(4,948)
非控制股東權益	(34)	10	(75)	(73)	(95)
淨利潤	900	1,271	2,218	2,903	3,417
核心淨利潤	900	1,128	2,218	2,903	3,417

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	4,535	5,595	5,593	5,648	5,664
物業、厂房及設備	1,240	1,513	1,580	1,640	1,680
聯營公司	449	890	920	960	1,000
投資物業	2,486	2,835	2,800	2,750	2,680
無形資產	12	8	6	4	2
其他	348	349	287	294	302
流動資產	76,819	89,728	100,426	111,991	124,923
現金及現金等价物	20,820	23,702	29,754	31,139	33,501
應收貿易款項	5,462	9,805	8,500	9,000	9,500
存貨	551	422	422	422	422
關連款項	49,014	54,416	60,000	69,800	80,000
其他	971	1,383	1,750	1,630	1,500
流動負債	48,514	54,524	55,700	60,870	67,500
借債	30,093	40,460	45,300	51,270	56,600
應付貿易賬款	1,506	2,276	2,200	2,400	2,600
應付稅項	5,289	4,911	4,000	2,700	3,500
關連款項	11,627	6,877	4,200	4,500	4,800
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	21,654	26,336	30,039	33,239	36,389
借債	17,833	22,460	25,950	29,150	32,300
遞延稅項	3,821	3,787	4,000	4,000	4,000
其他	-	90	89	89	89
少數股東權益	763	786	800	825	850
淨資產總值	10,422	13,677	19,480	22,705	25,848
股東權益	10,422	13,677	19,480	22,705	25,848

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,133	2,976	4,876	7,129	8,474
折旧和摊销	13	55	38	40	41
营运资金变动	4,722	(6,012)	(4,118)	(9,850)	(9,350)
税务开支	(1,290)	(1,878)	(2,615)	(3,940)	(4,748)
其他	3,129	7,730	1,343	6,831	4,750
经营活动所得现金净额	8,708	2,870	(475)	210	(834)
购置固定资产	(1,477)	(2,126)	(70)	(50)	(11)
联营公司	(627)	(212)	10	(36)	(35)
其他	(493)	169	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,598)	(2,168)	(60)	(85)	(46)
股份发行	-	-	4,608	-	-
净银行借贷	466	3,722	2,579	1,900	3,950
股息	(70)	(68)	(200)	(240)	(308)
其他	(778)	(4,416)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(382)	(763)	6,987	1,660	3,642
现金增加净额	5,728	(61)	6,452	1,785	2,762
年初现金及现金等价物	9,690	14,595	15,537	21,588	22,973
汇兑	(823)	1,003	(400)	(400)	(400)
年末现金及现金等价物	14,595	15,537	21,588	22,973	25,335
受限制现金	6,226	8,166	8,166	8,166	8,166
资产负债表的现金	20,820	23,702	29,754	31,139	33,501

来源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	98.9	98.7	98.7	99.0	99.1
物业投资	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
酒店及其他	-	0.3	0.3	0.2	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	2.9	18.6	28.2	31.3	19.9
毛利率	12.9	38.6	51.0	42.2	19.1
净利润	5.8	41.2	74.4	30.9	17.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.2	20.1	23.6	25.6	25.4
净利润率	5.3	6.3	8.5	8.5	8.3
有效税率	55.8	60.3	54.5	58.2	58.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.8	1.8	1.9
平均应收账款周转天数	58.3	88.2	59.7	48.1	42.4
平均应付账款周转天数	642.6	728.3	635.8	547.9	504.7
平均存货周转天数	1,263.6	1,225.3	1,102.6	1,002.3	956.5
总负债/总权益比率 (%)	20.6	25.4	1.0	3.0	8.6
回报率 (%)					
资本回报率	8.6	9.3	11.4	12.8	13.2
资产回报率	1.1	1.3	2.1	2.5	2.6
每股数据					
每股盈利(港元)	0.394	0.557	0.666	0.848	0.998
每股股息(港元)	0.020	0.040	0.070	0.090	0.110
每股账面值(港元)	4.57	5.99	5.69	6.63	7.55

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责任。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士。