

中海宏洋 (81 HK)

卧虎藏龙

- ❖ **2017 年中期纯利上升 13%。**因为竣工面积减少，2017 上半年营业额下跌 12.2%至 91 亿港元；不过中国物业市场造好，2017 上半年毛利率增加 2.8 个百分点至 20.9%；行政及营销费用占营业额比率受营业额减少及经营扩张而增加 1.0 个百分点至 6.1%；土地增值税减少，2017 上半年的有效税率因此减少 4.8 个百分点至 48.8%。基于以上原因，2017 上半年的纯利上升 13.0%至 7.12 亿港元，公司宣布派发中期息每股 1 港仙。
- ❖ **2017 年首 7 个月销售增长快速。**受惠于三线城市房地产市场蓬勃发展及由母公司的资产注入，中海宏洋于今年首 7 个月录得强劲的销售增长，2017 年 1-7 月的合同销售金额及面积分别增加 73.6%至 230 亿港元及 38.3%至 215 万平方米，我们估计公司 2017 年的销售将可达至 480 亿港元，强劲的销售将令公司未来的盈利丰厚。截至 2017 年 7 月，约 338 万平方米的物业已预售仍待入账，公司未来盈利可见性高。
- ❖ **保守的土地补充计划。**在去年购入中国海外(688 HK, 买入)的 952 万平方米的物业后，中海宏洋于今年采用一个保守的土地购买计划。截至 7 月，公司只购入四幅共 120 万平方米的土地，平均地价为每平方米 3,799 元人民币，或相当于同期的销售均价 40.8%。截至 7 月，总及应占权益的土地储备分别为 1,784 万平方米及 1,663 万平方米，随着 3 线城市物业市场复苏，我们估计公司未来边际利润具改善空间，我们预测毛利率将由 2016 年的 17.2%上升至 2019 年的 25.1%。
- ❖ **杠杆比率上升。**因为要交付收购母公司资产的款项，净负债比率由 2016 年末的 20.6%上升至 2017 年中的 41.5%。于 2017 年中，公司手持现金 205 亿港元，足够应付未来一年的债务 49 亿港元。我们预期净负债比率至 2017 年末将升至 53.4%，然后在 2018 及 2019 年分别回落至 35.0%及 25.5%。
- ❖ **上调预测及目标价。**因为优于预期的销售及较低的税率，我们分别上调在 2017-2019 年的净利润预测 26.2%、40.2%及 60.9%至 20.0 亿、24.1 亿和 34.8 亿港元。考虑到较快的资产周转、人民币升值及新收购土地，我们将 2017 年底的净资产预测由 14.01 港元升至 14.67 港元，因此目标价由 7.0 港元调升至 7.33 港元，相等于 50%的与净资产折让。公司主要风险包括市场风险、投资风险、汇兑风险和债务偿还风险。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万港元)	16,614	17,093	21,125	27,437	30,484
净利润 (百万港元)	851	900	1,997	2,406	3,488
EPS (港元)	0.373	0.394	0.875	1.054	1.528
EPS 变动 (%)	-33	6	122	20	45
市盈率(x)	11.3	10.7	4.8	4.0	2.8
市帐率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5
股息率 (%)	0.2	0.5	2.4	2.8	3.6
权益收益率 (%)	7.6	8.6	16.1	16.5	19.6
净财务杠杆率 (%)	48.0	20.6	53.4	35.0	25.5

数据源：公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$7.33
(过去目标价)	HK\$7.00
潜在升幅	+73.8%
当前股价	HK\$4.22

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	9,631
3 月平均流通量(百万港元)	27.4
5 周内股价高/低(港元)	4.8/2.34
总股本(百万)	2,282

数据源：彭博

股东结构

中国海外	37.98%
翁国基	14.97%
王韬光	9.90%
自由浮动	47.05%

数据源：港交所及招银国际研究

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.0%	-8.1%
3-月	14.1%	3.3%
6-月	51.4%	28.1%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: BDO

公司网站: www.cogogl.com

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	16,614	17,093	21,125	27,437	30,484
物业发展	16,355	16,900	20,875	27,173	30,208
物业投资	209	193	195	204	211
酒店及其他	50	-	54	60	65
销售成本	(14,014)	(14,158)	(16,342)	(22,004)	(22,823)
毛利	2,600	2,935	4,783	5,432	7,661
销售费用	(547)	(555)	(676)	(823)	(915)
行政费用	(409)	(416)	(528)	(686)	(762)
其他收益	100	170	161	196	248
息税前收益	1,744	2,133	3,740	4,119	6,233
融资成本	(27)	(18)	(24)	(29)	(33)
联营公司	4	(0)	(10)	217	27
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	1,721	2,115	3,705	4,307	6,227
所得税	(799)	(1,180)	(1,685)	(1,851)	(2,696)
非控制股东权益	(71)	(34)	(23)	(50)	(43)
净利润	851	900	1,997	2,406	3,488
核心净利润	851	900	1,997	2,406	3,488

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	3,160	4,535	4,702	4,821	5,100
物业、厂房及设备	39	1,240	1,280	1,320	1,360
联营公司	101	449	500	540	580
投资物业	2,856	2,486	2,560	2,600	2,800
无形资产	17	12	10	9	8
其他	147	348	352	352	352
流动资产	52,637	76,819	81,633	87,112	94,792
现金及现金等价物	13,027	20,820	19,632	22,681	24,741
应收贸易款项	4,404	5,462	7,200	7,500	8,000
存货	141	551	551	551	551
关连款项	34,475	49,014	53,000	55,000	60,000
其他	590	971	1,250	1,380	1,500
流动负债	28,911	48,514	48,206	50,506	54,306
借债	22,276	30,093	35,200	39,200	43,500
应付贸易账款	946	1,506	1,506	1,506	1,506
应付税项	4,919	5,289	5,500	5,800	6,300
关连款项	771	11,627	6,000	4,000	3,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	15,076	21,654	24,976	26,076	26,996
借债	13,772	17,833	21,155	22,255	23,175
递延税项	1,304	3,821	3,821	3,821	3,821
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	637	763	780	800	825
净资产总值	11,173	10,422	12,373	14,551	17,765
股东权益	11,173	10,422	12,374	14,551	17,765

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	1,744	2,133	3,740	4,119	6,233
折旧和摊销	18	13	31	32	33
营运资金变动	(77)	4,722	(4,076)	(1,100)	(3,200)
税务开支	(1,800)	(1,290)	(1,685)	(1,851)	(2,696)
其他	4,541	3,129	(932)	1,209	1,275
经营活动所得现金净额	4,427	8,708	(2,923)	2,409	1,644
购置固定资产	31	(1,477)	(145)	(112)	(273)
联营公司	-	(627)	(53)	3	(35)
其他	92	(493)	-	-	-
投资活动所得现金净额	123	(2,598)	(198)	(109)	(308)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(2,011)	466	3,533	1,400	1,420
股息	(34)	(70)	(23)	(251)	(297)
其他	(1,079)	(778)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(3,124)	(382)	3,510	1,149	1,123
现金增加净额	1,425	5,728	389	3,449	2,460
年初现金及现金等价物	8,812	9,690	14,595	14,584	17,633
汇兑	(547)	(823)	(400)	(400)	(400)
年末现金及现金等价物	9,690	14,595	14,584	17,633	19,693
受限制现金	3,337	6,226	5,048	5,048	5,048
资产负债表的现金	13,027	20,820	19,632	22,681	24,741

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	98.4	98.9	98.8	99.0	99.1
物业投资	1.3	1.1	0.9	0.7	0.7
酒店及其他	0.3	-	0.3	0.3	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	18.8	2.9	23.6	29.9	11.1
毛利率	(22.7)	12.9	63.0	13.6	41.0
净利润	(32.8)	5.8	121.9	20.5	45.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.6	17.2	22.6	19.8	25.1
净利率	5.1	5.3	9.5	8.8	11.4
有效税率	46.4	55.8	45.5	43.0	43.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	48.4	58.3	62.2	49.9	47.9
平均应付账款周转天数	489.4	642.6	608.2	521.5	520.8
平均存货周转天数	897.9	1,263.6	1,183.8	912.3	959.6
总负债/总权益比率 (%)	48.0	20.6	53.4	35.0	25.5
回报率 (%)					
资本回报率	7.6	8.6	16.1	16.5	19.6
资产回报率	1.5	1.1	2.3	2.6	3.5
每股数据					
每股盈利(港元)	0.373	0.394	0.875	1.054	1.528
每股股息(港元)	0.010	0.020	0.100	0.120	0.150
每股账面值(港元)	4.90	4.57	5.42	6.38	7.78

来源：公司及招银国际研究部预测

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关于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-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，并可能会受目标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作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(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。