

## 中海宏洋 (81 HK, HK\$10.92, 目標價: HK\$12.45, 買入) — 三線城市的領導者

❖ **純利增長 32%**。2012 年營業額及淨利潤分別上升 88.1% 至 97.2 億港元及 32.2% 至 24.0 億港元，同期物業銷售收入增加 90.8% 至 95.3 億港元；不過，毛利率從一年前的 58.0% 收窄至 2012 年的 40.5%。我們把業績分為上半年，2012 年上半年及下半年的毛利率分別為 50.1% 和 29.8%，我們相信是因為在 2012 年下半年更多的入賬項目來自二及三線城市所致。此外，公司採納新的會計準則，使 2.38 億港元的投資物業之遞延稅項撥回，有效稅率從 2011 年的 46.6% 減少至 2012 年的 34.8%。公佈的盈利較我們的預期低 4.3%。

❖ **進入 12 個三線城市房地產市場。**中海宏洋在 2012 年購入六塊總建築面積為 370 萬平方米的土地，公司更於 2013 年 1 月買入 2 幅共 88 萬平方米的土地，及計劃在 2013 年新增加 400 萬平方米的土地。現有的總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為 1000 萬平方米及 849 萬平方米。平均土地成本為每平方米 1,580 元人民幣。中海宏洋現已開拓 12 個三線城市的物業市場，未來仍會繼續進入其他三線城市。在 2012 年，中海宏洋完成了 9 個總建築面積為 84.8 萬平方米的項目，公司的 2013 年目標是完成 160 萬平方米的物業

❖ **全年銷售目標提高至 170 億港元。**2012 年合同銷售金額和面積增加了 75.9% 至 135 億港元和 178% 至 103 萬平方米。中海宏洋將其 2013 年銷售目標定為 170 億港元，在 2013 年 1 月的銷售金額為 20.2 億港元，至 2012 年底約 74.2 萬平方米或值 79.7 億港元的物業已預售及仍待入賬。約 321 萬平方米的物業在動工中及預期 2013 年新開工量為 200 萬平方米。2013 年的資本性開支為 120 億港元，一半為建築開支，一半為支付土地金。

❖ **提高目標價和資產淨值。**受惠於較高的現金回收率，中海宏洋在 2012 年底為淨現金狀況。基於較低的土地增值稅假設，我們分別調高 2013 及 14 年盈利預測 5.0% 至 28.2 億港元和 9.1% 至 44.5 億港元，我們更加入 2015 年盈利預測 49.6 億港元。因為強勁的現金流入和新購入土地項目，我們將 2013 年底每股資產淨值預測由 13.5 港元上調至 15.6 港元。我們新的目標價由 10.8 港元上升至 12.45 港元，相等於 20% 資產淨值折讓。升值潛力達 14.0%。維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11E	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬港元)	5,166	9,717	13,902	21,105	25,489
淨利潤 (百萬港元)	1,815	2,401	2,821	4,490	4,961
每股收益 (港元)	0.834	1.052	1.236	1.967	2.173
每股收益變動 (%)	34.1	26.1	17.5	59.2	10.5
市盈率 (x)	13.1	10.4	8.8	5.6	5.0
市帳率 (x)	4.8	3.1	2.3	1.7	1.3
股息率 (%)	0.6	1.0	1.3	1.4	1.6
權益收益率 (%)	35.3	30.1	26.5	30.0	25.2
淨財務槓杆率 (%)	22.9	淨現金	0.4	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

### 中海宏洋 (81 HK)

評級	買入
收市價	HK\$10.92
目標價	HK\$12.45
市值 (港幣百萬)	24,922
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	29.3
52 周高/低 (港幣)	11.7/5.55
發行股數 (百萬)	2,282
主要股東	中國海外 (38%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	0.2%	2.9%
3 月	30.5%	24.9%
6 月	48.3%	26.0%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

## 利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>5,166</b>	<b>9,717</b>	<b>13,902</b>	<b>21,105</b>	<b>25,489</b>
物業發展	4,996	9,531	13,681	20,858	25,207
物業投資	110	120	136	142	151
物業管理	60	66	85	105	130
銷售成本	(2,170)	(5,779)	(8,214)	(12,383)	(15,884)
<b>毛利</b>	<b>2,996</b>	<b>3,938</b>	<b>5,688</b>	<b>8,723</b>	<b>9,605</b>
銷售費用	(131)	(213)	(278)	(380)	(510)
行政費用	(202)	(351)	(417)	(528)	(637)
其他收益	(32)	53	62	59	60
<b>息稅前收益</b>	<b>2,631</b>	<b>3,427</b>	<b>5,055</b>	<b>7,874</b>	<b>8,517</b>
融資成本	(33)	(9)	(9)	(10)	(10)
聯營公司	8	9	10	11	12
特殊收入	776	383	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>3,381</b>	<b>3,810</b>	<b>5,055</b>	<b>7,875</b>	<b>8,519</b>
所得稅	(1,576)	(1,325)	(1,931)	(3,019)	(3,199)
非控制股東權益	11	(85)	(303)	(366)	(359)
<b>淨利潤</b>	<b>1,815</b>	<b>2,401</b>	<b>2,821</b>	<b>4,490</b>	<b>4,961</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,549</b>	<b>2,127</b>	<b>2,821</b>	<b>4,490</b>	<b>4,961</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY14E
<b>非流動資產</b>	<b>2,389</b>	<b>2,684</b>	<b>2,900</b>	<b>3,045</b>	<b>3,185</b>
物業、廠房及設備	30	53	60	80	100
聯營公司	73	79	90	105	115
投資物業	1,884	2,249	2,400	2,500	2,600
無形資產	108	32	70	60	50
其他	295	271	280	300	320
<b>流動資產</b>	<b>17,293</b>	<b>28,260</b>	<b>31,472</b>	<b>37,455</b>	<b>45,520</b>
現金及現金等價物	2,826	7,803	8,112	8,695	9,360
應收貿易款項	1,903	2,793	3,200	3,600	4,000
存貨	61	66	60	60	60
關連款項	12,394	17,523	20,000	25,000	32,000
其他	108	75	100	100	100
<b>流動負債</b>	<b>10,191</b>	<b>15,789</b>	<b>15,450</b>	<b>17,750</b>	<b>20,150</b>
借債	5,959	11,095	10,800	12,600	15,000
應付貿易賬款	2,193	1,842	1,850	1,850	1,850
應付稅項	1,387	2,053	2,000	2,500	2,500
關連款項	573	799	800	800	800
其他	78	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>4,059</b>	<b>6,546</b>	<b>7,592</b>	<b>7,092</b>	<b>8,092</b>
借債	2,616	5,105	6,151	5,651	6,651
遞延稅項	1,443	1,441	1,441	1,441	1,441
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>286</b>	<b>643</b>	<b>680</b>	<b>700</b>	<b>750</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>5,146</b>	<b>7,966</b>	<b>10,650</b>	<b>14,958</b>	<b>19,713</b>
<b>股東權益</b>	<b>5,146</b>	<b>7,966</b>	<b>10,650</b>	<b>14,958</b>	<b>19,713</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY14E
息稅前收益	2,631	3,427	5,055	7,874	8,517
折舊和攤銷	9	12	13	15	20
營運資金變動	(4,617)	(4,157)	(3,418)	(5,100)	(7,000)
稅務開支	(830)	(1,678)	(1,924)	(3,019)	(3,199)
其他	1,575	3,181	(183)	1,119	1,691
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(1,232)</b>	<b>785</b>	<b>(457)</b>	<b>889</b>	<b>29</b>
購買固定資產	17	(11)	6	(5)	-
聯營公司	-	(3)	(7)	(11)	(6)
其他	(384)	23	(9)	(20)	(20)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(367)</b>	<b>9</b>	<b>(10)</b>	<b>(36)</b>	<b>(26)</b>
股份發行	(0)	-	-	-	-
淨銀行借貸	1,632	3,155	993	-	1,000
股息	(101)	(259)	(274)	(320)	(388)
其他	110	221	7	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,641</b>	<b>3,116</b>	<b>727</b>	<b>(320)</b>	<b>612</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>42</b>	<b>3,911</b>	<b>259</b>	<b>533</b>	<b>615</b>
年初現金及現金等價物	1,891	2,021	5,982	6,291	6,874
匯兌	89	50	50	50	50
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>2,021</b>	<b>5,982</b>	<b>6,291</b>	<b>6,874</b>	<b>7,539</b>
受限制現金	805	1,821	1,821	1,821	1,821
<b>資產負債表的現金</b>	<b>2,826</b>	<b>7,803</b>	<b>8,112</b>	<b>8,695</b>	<b>9,360</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY14E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	96.7	98.1	98.4	98.8	98.9
物業投資	2.1	1.2	1.0	0.7	0.6
物業管理	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	58.0	40.5	40.9	41.3	37.7
稅前利率	65.4	39.2	36.4	37.3	33.4
淨利潤率	35.1	24.7	20.3	21.3	19.5
核心淨利潤率	30.0	21.9	20.3	21.3	19.5
有效稅率	46.6	34.8	38.2	38.3	37.6
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.7	1.8	2.0	2.1	2.3
速動比率 (x)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
平均應收賬款周轉天數	67.2	52.5	42.0	31.1	28.6
平均應付賬款周轉天數	421.1	416.8	283.5	217.9	214.8
平均存貨周轉天數	2,084.5	1,106.8	888.7	736.9	735.3
總負債/ 權益比率 (%)	77.8	89.8	76.5	54.5	46.4
淨負債/ 權益比率 (%)	22.9	Net cash	0.4	Net cash	Net cash
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	35.3	30.1	26.5	30.0	25.2
資產回報率	9.2	7.8	8.2	11.1	10.2
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (港元)	0.834	1.052	1.236	1.967	2.173
每股股息 (港元)	0.067	0.110	0.140	0.150	0.180
每股賬面值 (港元)	2.25	3.49	4.67	6.55	8.63

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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並無直接或間接關係。

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。