

中海宏洋 (81 HK)

加強三線城市投入

❖ **重新覆蓋給予買入評級。**我們重新對中海宏洋進行覆蓋。中海宏洋于 2009 年 9 月借殼上市，主要在三線城市從事房地產開發，現時中海外(688 HK, 買入)擁有公司 37.98% 的股權，是公司控股股東。中海宏洋于 2016 年 12 月向母公司中海外收購了總面積 952 萬平方米的物業，進一步加強在三線城市的滲透。截至 2016 年 12 月，中海宏洋總土地儲備和權益面積分別為 1,770 萬平方米和 1,650 萬平方米。我們推算出公司 2017 年底資產淨值為 14.01 港元，以 50% 折讓計算，我們定下目標價為 7.00 港元

❖ **購買力向三線城市轉移。**受近期愈加嚴厲的房地產調控措施，尤其是一二線城市限購限貸政策的影響，我們預計潛在購房者會將視線轉向房價相對較低的三線城市，從而點燃當地的房地產購房熱情。由于中海宏洋主要在三線城市進行開發，因此將受益於三線城市的購房熱潮。我們相信三線城市的房價上漲將有利于公司提高其盈利能力，我們預計公司淨利潤率將從 2016 年的 17.2% 提升至 2017 年的 22.8%。

❖ **中海外資產注入。**中海宏洋于去年 10 月宣布向母公司中海外收購多個位於三線城市的項目，總代價為 35.19 億港元。根據評估報告，所收購項目在 2016 年 9 月價值約 189 億元人民幣或 221 億港元。我們認為中海宏洋將受益於此次收購，所收購的項目將有助提高公司未來的盈利水平。

❖ **盈利水平將繼續回升。**我們相信公司最壞的時期已經過去。淨利潤和淨利潤率將從 2015 年的底部開始逐步回升。物業交付面積的增加和去年的資產注入將有力推動公司在未來幾年盈利增長。我們預測淨利潤在 2017-2019 年將分別達到 15.8 億、17.2 億和 21.7 億港元，期間複合增長率將達到 34%。考慮到公司今年 1 月向中海外支付 2.467 億美元款項，以及今年應支付的剩餘款項，我們預計公司淨財務杠杆率將在 2017 年底上升至 63.1%，之後在 2018 年底和 2019 年底分別下降至 43.0% 和 30.0%。公司主要風險包括市場風險、投資風險、匯兌風險和債務償還風險。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	16,614	17,093	20,567	25,395	26,050
淨利潤 (百萬港元)	851	900	1,582	1,716	2,168
EPS (港元)	0.373	0.394	0.693	0.752	0.950
EPS 變動 (%)	-33	6	76	8	26
市盈率 (x)	11.4	10.8	6.2	5.7	4.5
市帳率 (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	0.2	0.5	2.3	2.8	3.5
權益收益率 (%)	7.6	8.6	13.2	12.8	14.1
淨財務杠杆率 (%)	48.0	20.6	63.1	43.0	30.0

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (重新覆蓋)

目標價	HK\$7.00
潛在升幅	+64.0%
當前股價	HK\$4.27

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)	9,745
3 月平均流通量 (百萬港元)	32.5
5 周內股價高/低 (港元)	4.58/2.21
總股本 (百萬)	2,282

資料來源：彭博

股東結構

中國海外	37.98%
翁國基	14.97%
王韜光	9.90%
自由浮動	47.05%

資料來源：港交所及招銀國際研究

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	15.7%	9.5%
3-月	39.7%	27.9%
6-月	48.1%	28.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: BDO

公司網站: www.cogogl.com

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	16,614	17,093	20,567	25,395	26,050
物業發展	16,355	16,900	20,406	25,226	25,876
物業投資	209	193	160	169	175
物業管理	50	-	-	-	-
銷售成本	(14,014)	(14,158)	(15,924)	(20,465)	(19,813)
毛利	2,600	2,935	4,642	4,930	6,238
銷售費用	(547)	(555)	(679)	(838)	(860)
行政費用	(409)	(416)	(514)	(635)	(651)
其他收益	100	170	20	27	37
息稅前收益	1,744	2,133	3,469	3,485	4,764
融資成本	(27)	(18)	(24)	(28)	(32)
聯營公司	4	(0)	6	218	33
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,721	2,115	3,452	3,675	4,764
所得稅	(799)	(1,180)	(1,847)	(1,914)	(2,559)
非控制股東權益	(71)	(34)	(22)	(44)	(37)
淨利潤	851	900	1,582	1,716	2,168
核心淨利潤	851	900	1,582	1,716	2,168

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（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	3,160	4,535	4,580	4,625	4,670
物業、廠房及設備	39	1,240	1,280	1,320	1,360
聯營公司	101	449	450	455	460
投資物業	2,856	2,486	2,486	2,486	2,486
無形資產	17	12	12	12	12
其他	147	348	352	352	352
流動資產	52,637	76,819	77,333	83,597	92,791
現金及現金等價物	13,027	20,820	16,811	20,825	24,619
應收貿易款項	4,404	5,462	6,000	6,250	6,650
存貨	141	551	551	551	551
關連款項	34,475	49,014	53,000	55,000	60,000
其他	590	971	971	971	971
流動負債	28,911	48,514	46,006	49,006	54,306
借債	22,276	30,093	34,000	37,700	43,500
應付貿易賬款	946	1,506	1,506	1,506	1,506
應付稅項	4,919	5,289	5,500	5,800	6,300
關連款項	771	11,627	5,000	4,000	3,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	15,076	21,654	23,169	24,970	26,989
借債	13,772	17,833	19,349	21,149	23,169
遞延稅項	1,304	3,821	3,821	3,821	3,821
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	637	763	780	800	825
淨資產總值	11,173	10,422	11,958	13,446	15,341
股東權益	11,173	10,422	11,958	13,446	15,341

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（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	1,744	2,133	3,469	3,485	4,764
折舊和攤銷	18	13	31	32	33
營運資金變動	(77)	4,722	(2,876)	(1,050)	(3,100)
稅務開支	(1,800)	(1,290)	(1,847)	(1,914)	(2,559)
其他	4,541	3,129	(4,042)	2,023	2,882
經營活動所得現金淨額	4,427	8,708	(5,265)	2,575	2,020
購買固定資產	31	(1,477)	(71)	(72)	(73)
聯營公司	-	(627)	(0)	39	2
其他	92	(493)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	123	(2,598)	(71)	(33)	(71)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(2,011)	466	1,726	2,101	2,520
股息	(34)	(70)	-	(228)	(274)
其他	(1,079)	(778)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(3,124)	(382)	1,726	1,872	2,246
現金增加淨額	1,425	5,728	(3,609)	4,414	4,194
年初現金及現金等價物	8,812	9,690	14,595	10,585	14,599
匯兌	(547)	(823)	(400)	(400)	(400)
年末現金及現金等價物	9,690	14,595	10,585	14,599	18,393
受限制現金	3,337	6,226	6,226	6,226	6,226
資產負債表的現金	13,027	20,820	16,811	20,825	24,619

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	98.4	98.9	99.2	99.3	99.3
物業投資	1.3	1.1	0.8	0.7	0.7
物業管理	0.3	-	-	-	-
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	18.8	2.9	20.3	23.5	2.6
毛利率	(22.7)	12.9	58.2	6.2	26.5
淨利潤	(32.8)	5.8	75.7	8.5	26.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.6	17.2	22.6	19.4	23.9
淨利潤率	5.1	5.3	7.7	6.8	8.3
有效稅率	46.4	55.8	53.5	52.1	53.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
平均應收賬款周轉天數	48.4	58.3	53.2	44.9	46.6
平均應付帳款周轉天數	489.4	642.6	603.4	541.9	609.5
平均存貨周轉天數	897.9	1,263.6	1,214.8	981.0	1,105.3
淨負債 / 股東權益比率 (%)	50.7	22.1	67.2	45.5	31.6
總負債 / 總權益比率 (%)	48.0	20.6	63.1	43.0	30.0
回報率 (%)					
資本回報率	7.6	8.6	13.2	12.8	14.1
資產回報率	1.5	1.1	1.9	1.9	2.2
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.373	0.394	0.693	0.752	0.950
每股股息 (港元)	0.010	0.020	0.100	0.120	0.150
每股賬面值 (港元)	4.90	4.57	5.24	5.89	6.72

來源：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-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，並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，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責任。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。