

中海宏洋 (81 HK)

高昂稅率拖低利潤

❖ **2017 下半年業績令人失望。**中海宏洋發布上週公佈 2017 年業績，期內營業額及純利分別上升 18.6%至 203 億港元及 41.2%至 12.7 億港元，純利較我們預期低 34.8%，主要的差異來自較預期低的毛利率(真實為 20.1%，我們預期為 22.3%)及較高的有效稅率(真實為 60.3%，我們預期為 47.8%)。尤其是，因為 2017 下半年的有效稅率達 69.2%，2017 下半年的純利較 2017 上半年的純利減少 21.5%至 5.59 億港元，公司解釋 2017 稅率增加主要受併購中國海外(688 HK, 持有)發展之資產以公允值購入項目所影響。

❖ **2018 年預測合同銷售達 450 億港元。**受惠於向母公司購入資產，2017 年合同銷售金額及面積分別增加 54.4%至 371 億港元及 27.6%至 341 萬平方米，期內在汕頭、南寧及贛州的年銷售金額分別為 51.5 億港元、34.0 億港元及 32.5 億港元，為公司前 3 大銷售來源，惠州、蘭州、合肥、常州、揚州及南通的年銷售金額由 20 億港元至 30 億港元。於 2018 年 1-2 月，合同銷售金額增加 131%至 58.8 億港元，我們估計 2018 全年合同銷售金額達 450 億港元，為未來發展打下良好基礎。此外，約 317 萬平方米的物業已預售及等待入賬，基於 2017 年合同銷售均價每平方米 10,880 港元及 2018 年 1-2 月的銷售，我們估計公司截至 2018 年 2 月已鎖定 403.5 億港元的營業額。

❖ **2017 年底的應佔權益土地儲備達 1,791 萬平方米，分佈國內 18 個城市。**於 2017 年，中海宏洋新開拓青海的西寧市，期內購入 10 幅土地，總樓面面積為 251 萬平方米，斥資 94 億元人民幣。截至 2017 年 12 月，中海宏洋的總及應佔權益土地儲備分別達 1,903 萬平方米及 1,791 萬平方米，分佈在國內 18 個城市。4 個位於揚州、徐州、南通及合肥的項目在 2017 年動工；2017 年竣工的物業面積達 231 萬平方米；至 2017 年末仍在建的物業面積達 605 萬平方米。

❖ **預測未來 3 年每股盈利年複合增長 19.9%。**因為更改較高的有效稅率假設(2018 年由 47.8%上升至 56.0%，2019 年由 46.4%上升至 59.0%)，我們因此下調 2018 及 2019 年盈利預測，分別下降 12.6%至 19.8 億港元及 20.2%至 26.8 億港元，我們更加入 2020 年盈利預測為 32.9 億港元。此外，我們下調 2018 年底每股淨資產預測由每股 11.25 港元至 10.74 港元，因此目標價由之前的 6.75 港元降至 6.45 港元，較 2018 年底每股淨資產預測折讓 40%，**維持買入評級。**

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	29,490	32,767	39,277
淨利潤(百萬港元)	900	1,271	1,979	2,680	3,286
EPS(港元)	0.394	0.557	0.595	0.783	0.960
EPS 變動(%)	6	41	7	32	23
市盈率(x)	10.7	6.8	6.4	4.9	4.0
市帳率(x)	0.9	0.6	0.7	0.6	0.5
股息率(%)	0.5	1.1	1.3	1.6	2.0
權益收益率(%)	8.6	9.3	10.0	12.0	13.0
淨財務杠杆率(%)	20.6	25.4	32.8	23.2	9.5

數據源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$6.45
(過去目標價)	HK\$6.75
潛在升幅	+69.6%
當前股價	HK\$3.80

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%

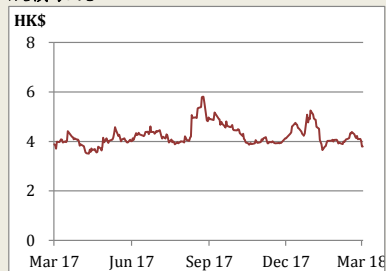
數據源：港交所及招銀國際研究

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.3%	-1.7%
3-月	-8.8%	-9.3%
6-月	-22.6%	-29.1%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師: BDO

公司網站: www.cogogl.com

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	17,093	20,278	29,490	32,767	39,277
物業發展	16,900	20,005	29,186	32,446	38,935
物業投資	193	207	234	243	256
酒店及其他	-	67	70	78	86
銷售成本	(14,158)	(16,209)	(23,641)	(24,523)	(29,304)
毛利	2,935	4,069	5,849	8,245	9,973
銷售費用	(555)	(676)	(885)	(983)	(1,178)
行政費用	(416)	(610)	(737)	(852)	(982)
其他收益	170	193	215	256	286
息稅前收益	2,133	2,976	4,442	6,665	8,099
融資成本	(18)	(33)	(31)	(35)	(37)
聯營公司	(0)	47	213	24	25
特殊收入	-	192	-	-	-
稅前利潤	2,115	3,182	4,624	6,654	8,087
所得稅	(1,180)	(1,920)	(2,591)	(3,929)	(4,741)
非控制股東權益	(34)	10	(54)	(46)	(60)
淨利潤	900	1,271	1,979	2,680	3,286

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	4,535	5,595	5,808	6,036	6,234
物業、廠房及設備	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	2,950	3,080	3,200
無形資產	12	8	6	4	2
其他	348	349	352	352	352
流動資產	76,819	89,728	102,121	109,351	120,784
現金及現金等價物	20,820	23,702	23,819	25,489	31,362
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	68,000	73,000	78,000
其他	971	1,383	1,380	1,440	1,500
流動負債	48,514	54,524	58,400	60,300	65,800
借債	30,093	40,460	43,800	48,200	53,500
應付貿易賬款	1,506	2,276	2,400	2,600	2,800
應付稅項	5,289	4,911	5,400	2,700	2,700
關連款項	11,627	6,877	6,800	6,800	6,800
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	21,654	26,336	28,960	31,985	35,010
借債	17,833	22,460	25,160	28,160	31,160
遞延稅項	3,821	3,787	3,800	3,825	3,850
其他	-	90	-	-	-
少數股東權益	763	786	800	825	850
淨資產總值	10,422	13,678	19,769	22,277	25,358
股東權益	10,422	13,677	19,769	22,277	25,358

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）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,133	2,976	4,442	6,665	8,099
折舊和攤銷	13	55	38	40	41
營運資金變動	4,722	(8,459)	(10,118)	(4,100)	(3,200)
稅務開支	(1,290)	(1,184)	(2,454)	(3,704)	(4,516)
其他	3,129	10,250	1,152	3,312	3,308
經營活動所得現金淨額	8,708	3,637	(6,940)	2,213	3,732
購置固定資產	(1,477)	(2,676)	(220)	(230)	(201)
聯營公司	(627)	(432)	13	(35)	(35)
其他	(493)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,598)	(3,108)	(207)	(265)	(236)
股份發行	-	-	4,608	-	-
淨銀行借貸	466	4,249	3,189	300	3,000
股息	(70)	(23)	(133)	(178)	(223)
其他	(778)	(2,800)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(382)	1,426	7,664	122	2,777
現金增加淨額	5,728	1,954	517	2,070	6,273
年初現金及現金等價物	9,690	14,595	16,149	16,266	17,936
匯兌	(823)	(400)	(400)	(400)	(400)
年末現金及現金等價物	14,595	16,149	16,266	17,936	23,809
受限制現金	6,226	7,553	7,553	7,553	7,553
資產負債表的現金	20,820	23,702	23,819	25,489	31,362

來源：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
銷售組合（%）					
物業發展	98.9	98.7	99.0	99.0	99.1
物業投資	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
酒店及其他	-	0.3	0.2	0.3	0.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長（%）					
收入	2.9	18.6	45.4	11.1	19.9
毛利率	12.9	38.6	43.8	41.0	21.0
淨利潤	5.8	41.2	55.7	35.4	22.6
盈利能力比率（%）					
毛利率	17.2	20.1	19.8	25.2	25.4
淨利潤率	5.3	6.3	6.7	8.2	8.4
有效稅率	55.8	60.3	56.0	59.0	58.6
資產負債比率					
流動比率（x）	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
平均應收賬款周轉天數	58.3	88.2	52.6	50.1	44.1
平均應付帳款周轉天數	642.6	728.3	542.1	536.9	497.2
平均存貨周轉天數	1,263.6	1,225.3	1,049.9	1,086.5	971.5
總負債／總權益比率（%）	20.6	25.4	32.8	23.2	9.5
回報率（%）					
資本回報率	8.6	9.3	10.0	12.0	13.0
資產回報率	1.1	1.3	1.8	2.3	2.6
每股數據					
每股盈利（港元）	0.394	0.557	0.595	0.783	0.960
每股股息（港元）	0.020	0.040	0.050	0.062	0.075
每股賬面值（港元）	4.57	5.99	5.77	6.51	7.41

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。