

中海宏洋 (81 HK, HK\$9.24, 目标价: HK\$12.49, 买入) — 以便宜的方法投资中海

- ❖ **股价调整超过30%。**中海宏洋股价从5月的历史高位13.1港元至今下跌约32%，我们相信表现欠佳主要有2个原因：1) 中海宏洋集中在3、4线城市开发地产项目，投资者正担心中国3、4线城市的房地产市场。2) 中海宏洋正在经历业务转变期，由过去以一线城市旧项目为主要贡献来源变为以3、4线城市新项目为主要贡献来源，因此边际利润受压，毛利率由2012上半年的50.1%缩减至2013上半年的32.7%。
- ❖ **强劲销售使盈利有高可预见性。**2013年1-9月合同销售金额和面积增加了7.8%至132亿港元和46.6%至125万平方米，即表示公司已完成全年销售目标170亿港元的77.5%。至2013年中，约126万平方米的物业已预售及仍待入账，表示公司未来的盈利可观性高。
- ❖ **总土地储备达1063万平方米。**中海宏洋在今年第3季购入4幅分别位于常州、合肥、呼和浩特及扬州的土地，总建筑面积为133万平方米。年初至今，新增土地储备达279万平方米。因为全年的土地储备新增目标为400万平方米，公司未来仍会寻找机会。现有的总土地储备及应占权益土地储备分别为1063万平方米及940万平方米，分布在国内13个城市。
- ❖ **有机会私有化。**中国海外(688 HK, 未评级)在2009年收购公司，主要着眼是其在北京及广州的土地储备。主席郝建民在2013年中也成为中国海外的主席，我们相信公司有机会被私有化，以节省行政开支及时间。
- ❖ **重申买入评级。**中海宏洋公布2013年1-9月的营业额及纯利分别为109亿元及35亿港元。根据彭博的数据，市场预测中国海外2013年纯利为204亿港元。根据彭博及我们的预测，中国海外及中海宏洋的2013年市盈率分别为9.9倍及6.6倍，两家公司在不同的国内城市售卖相似的产品及由同一班管理层经营，我们相信投资中海宏洋是一种以较便宜的价钱来投资中国海外的方法。我们的2013年底每股资产净值预测为15.6港元。我们将目标价定为12.49港元，相等于20%资产净值折让。升值潜力达35.2%。重申买入评级。

中海宏洋 (81 HK)

评级	买入
收市价	HK\$9.24
目标价	HK\$12.49
市值(港币百万)	21,088
过去3月平均交易(港币百万)	38.8
52周高/低(港币)	13.1/7.44
发行股数(百万)	2,282
主要股东	中国海外(38%)

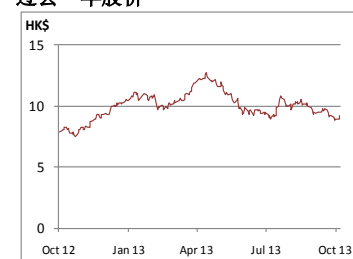
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-5.4%	-7.2%
3月	0.1%	-5.1%
6月	-26.8%	-28.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY11E	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万港元)	5,166	9,717	13,902	21,105	26,071
净利润(百万港元)	1,815	2,401	3,173	4,491	5,121
每股收益(港元)	0.834	1.052	1.390	1.967	2.243
每股收益变动(%)	34.1	26.1	32.2	41.5	14.0
市盈率(x)	11.1	8.8	6.6	4.7	4.1
市帐率(x)	4.1	2.6	1.9	1.4	1.0
股息率(%)	0.7	1.2	1.4	1.6	1.9
权益收益率(%)	35.3	30.1	28.8	29.3	25.3
净财务杠杆率(%)	22.9	净现金	6.9	2.4	1.9

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	5,166	9,717	13,902	21,105	26,071
物业发展	4,996	9,531	13,681	20,858	25,790
物业投资	110	120	136	142	151
物业管理	60	66	85	105	130
销售成本	(2,170)	(5,779)	(8,214)	(12,383)	(16,190)
毛利	2,996	3,938	5,688	8,723	9,881
销售费用	(131)	(213)	(278)	(380)	(521)
行政费用	(202)	(351)	(417)	(528)	(652)
其他收益	(32)	53	68	60	53
息税前收益	2,631	3,427	5,060	7,876	8,761
融资成本	(33)	(9)	(10)	(11)	(10)
联营公司	8	9	10	11	12
特殊收入	776	383	297	-	-
税前利润	3,381	3,810	5,357	7,876	8,762
所得税	(1,576)	(1,325)	(1,882)	(3,020)	(3,282)
非控制股东权益	11	(85)	(303)	(366)	(359)
净利润	1,815	2,401	3,173	4,491	5,121
核心净利润	1,549	2,127	2,876	4,491	5,121

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	2,389	2,684	3,043	3,113	3,200
物业、厂房及设备	30	53	60	80	100
联营公司	73	79	90	105	115
投资物业	1,884	2,249	2,583	2,600	2,640
无形资产	108	32	30	28	25
其他	295	271	280	300	320
流动资产	17,293	28,260	33,075	36,163	44,942
现金及现金等价物	2,826	7,803	9,415	7,803	8,782
应收贸易款项	1,903	2,793	3,500	3,700	4,000
存货	61	66	60	60	60
关连款项	12,394	17,523	20,000	24,500	32,000
其他	108	75	100	100	100
流动负债	10,191	15,789	14,650	15,950	18,850
借债	5,959	11,095	10,000	10,800	13,700
应付贸易账款	2,193	1,842	1,850	1,850	1,850
应付税项	1,387	2,053	2,000	2,500	2,500
关连款项	573	799	800	800	800
其他	78	-	-	-	-
非流动负债	4,059	6,546	9,616	7,116	8,116
借债	2,616	5,105	8,175	5,675	6,675
递延税项	1,443	1,441	1,441	1,441	1,441
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	286	643	850	900	950
净资产总值	5,146	7,966	11,002	15,310	20,226
股东权益	5,146	7,966	11,002	15,310	20,226

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	2,631	3,427	5,060	7,876	8,761
折旧和摊销	9	12	13	15	20
营运资金变动	(4,617)	(3,773)	(3,718)	(4,400)	(7,400)
税务开支	(830)	(1,597)	(1,874)	(3,020)	(3,282)
其他	1,575	3,198	(683)	223	2,245
经营活动所得现金净额	(1,232)	1,267	(1,201)	694	343
购置固定资产	17	(96)	6	(5)	-
联营公司	-	40	(7)	(11)	(6)
其他	(384)	(964)	(9)	(20)	(20)
投资活动所得现金净额	(367)	(1,020)	(10)	(36)	(26)
股份发行	(0)	(0)	-	-	-
净银行借贷	1,632	3,645	3,017	(2,000)	1,000
股息	(101)	(190)	(251)	(320)	(388)
其他	110	245	7	-	-
融资活动所得现金净额	1,641	3,700	2,773	(2,320)	612
现金增加净额	42	3,948	1,562	(1,662)	929
年初现金及现金等价物	1,891	2,021	5,982	7,594	5,982
汇兑	89	13	50	50	50
年末现金及现金等价物	2,021	5,982	7,594	5,982	6,961
受限制现金	805	1,821	1,821	1,821	1,821
资产负债表中的现金	2,826	7,803	9,415	7,803	8,782

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	98.1	98.4	98.8	98.9
物业投资	2.1	1.2	1.0	0.7	0.6
物业管理	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.0	40.5	40.9	41.3	37.9
税前利率	65.4	39.2	38.5	37.3	33.6
净利润率	35.1	24.7	22.8	21.3	19.6
核心净利润率	30.0	21.9	20.7	21.3	19.6
有效税率	46.6	34.8	35.1	38.3	37.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.8	2.3	2.3	2.4
速动比率 (x)	0.5	0.7	0.9	0.7	0.7
平均应收账款周转天数	67.2	52.5	45.9	32.0	28.0
平均应付账款周转天数	421.1	416.8	262.5	186.8	191.8
平均存货周转天数	2,084.5	1,106.8	888.7	722.2	721.4
总负债/权益比率 (%)	77.8	89.8	92.5	53.4	45.4
净负债/权益比率 (%)	22.9	Net cash	6.9	2.4	1.9
回报率 (%)					
资本回报率	35.3	30.1	28.8	29.3	25.3
资产回报率	9.2	7.8	8.8	11.4	10.6
每股数据					
每股盈利 (港元)	0.834	1.052	1.390	1.967	2.243
每股股息 (港元)	0.067	0.110	0.130	0.150	0.180
每股账面值 (港元)	2.25	3.49	4.82	6.71	8.86

来源: 公司及招银国际研究部

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有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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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，并可能会受标的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为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风险。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。