



BEA securities
東亞證券

East Asia Securities Company Limited

東亞證券有限公司

香港德輔道中10號東亞銀行大廈9樓

證券買賣: 3608 8000 研究部: 3608 8096 傳真: 3608 6113

分析員: Carmen Wong

2014年8月13日

【新股研究】

中國宏泰產業市鎮發展有限公司 (06166)

聯席保薦人	: 摩根士丹利	中信証券		
聯席全球協調人	: 摩根士丹利	中信里昂	工銀國際	建銀國際
聯席賬簿管理人	: 摩根士丹利	中信里昂	工銀國際	建銀國際
	星展	第一上海證券	廣發證券	
聯席牽頭經辦人	: 摩根士丹利	中信里昂	工銀國際	建銀國際
	星展	第一上海證券	廣發證券	時富證券

全球發售股份數目: * 328,000,000 股
(佔擴大後股本 20.5%)

香港發售股數: 32,800,000 股 (10%)

國際配售股數: 295,200,000 股 (90%)

超額配股權: 49,200,000 股

* 全部 328,000,000 股均為新股

發售價: 每股 2.75 港元 - 3.75 港元

市值: 44.00 億 - 60.00 億港元

2013 年歷史市盈率 (以全面攤薄基準計算): 4.6 倍 - 6.3 倍

備考經調整有形資產淨值: 每股 1.18 港元 - 1.38 港元

香港公開發售日期:

2014 年 8 月 13 日 - 2014 年 8 月 18 日 中午

收款銀行:

中國工商銀行 (亞洲)

星展銀行 (香港)

香港證券登記處: 香港中央證券登記有限公司

上市日期: 2014 年 8 月 25 日

中國宏泰產業市鎮發展有限公司
(“宏泰”或“集團”)業務概覽:

宏泰現時與河北省及安徽省之地方政府合作開發其四個產業市鎮項目。集團主要從事 (i) 規劃及設計產業市鎮; (ii) 根據合作協定將規劃開發土地轉換為適宜供地方政府出讓的土地, (iii) 推廣相關土地予目標客戶; 及 (iv) 向產業市鎮內的企業客戶提供管理及營運之售後服務。

此外, 宏泰亦取得龍河高新區以及其他地區若干土地的土地使用權, 以開發其自身的住宅、商業及產業物業作日後銷售或出租予客戶。

本報告僅作參考資料之用, 本公司(東亞證券有限公司)並不會就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容, 均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據本公司認為可靠的資料而編製, 惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。於本報告編製之時, 本公司並未持有本報告內提及公司之任何權益, 惟東亞銀行集團之其他成員則可能不時持有本報告內提及公司之權益。

是次全球發售完成後股東架構 (假設未行使超額配股權)：

利東有限公司 – 由集團之非執行董事趙穎女士全資擁有	72.05%
Chance Talent Management Limited，首次公開發售前投資者，並由 CCBI Investments (中國建設銀行股份有限公司(939.HK)的間接全資附屬公司) 全資擁有	7.45%
公眾股東	20.50%
	100.00%

□ 所得款項用途：

是次全球發售所得淨額估計為 10.021 億港元 (假設發售價中位數每股 3.25 港元及未行使超額配股權)

	(百萬港元)
用作開發目前產業市鎮開發項目	651.4
用作發展潛在產業市鎮開發項目	100.2
用於開發潛在住宅及商業物業項目投資	150.3
用作一般企業及運營資金之用途	100.2

□ 財務資產概覽：

	截至十二月三十一日止年度			截至三月三十一日止 3 個月	
	2011	2012	2013	2013	2014
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
收入	1,201,189	467,452	1,212,904	269,108	312,791
毛利	625,880	130,469	818,192	184,384	209,440
有關認股權證的收益及虧損	(55,840)	208,140	17,248	(162,684)	0
投資物業公平值變動的收益	86,957	9,164	31,900	12,400	5,000
溢利	586,917	228,014	763,461	15,738	101,277
毛利率	52.1%	27.9%	67.5%	68.5%	67.0%
純利率	48.9%	48.8%	62.9%	5.8%	32.4%
	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/03/2013	31/03/2014
淨負債比率 [^]	不適用	不適用	330.3%	未提供	246.6%

([^]):由於其權益於 2011 及 2012 年為負數，相關的債務淨額權益比率並不適用

□ 按業務性質的收入明細分析：

(人民幣千元)	截至十二月三十一日止年度						截至三月三十一日止 3 個月			
	2011		2012		2013		2013		2014	
土地開發項目之										
銷售費用收入	693,208	57.7%	93,085	19.9%	1,025,443	84.5%	266,842	99.2%	174,079	55.7%
物業銷售	499,500	41.6%	362,056	77.5%	177,022	14.6%	0	0.0%	134,175	42.9%
物業租賃	8,481	0.7%	12,311	2.6%	10,439	0.9%	2,266	0.8%	4,537	1.5%
總計	1,201,189	100.0%	467,452	100.0%	1,212,904	100.0%	269,108	100.0%	312,791	100.0%

□ 同業比較：

名稱	股票號碼	市值 (百萬港元)	淨負債比率	2013 市盈率
光谷聯合	00798	3,120	14.6%	7.3x
首創置業	02868	5,930	54.0%	2.8x
億達中國	03639	6,873	161.8%	6.6x
旭輝控股	00884	9,341	68.1%	3.8x
佳兆業	01638	14,416	69.8%	3.9x
越秀地產	00123	16,318	75.5%	4.5x
合景泰富	01813	17,235	64.4%	4.9x
方興地產	00817	19,697	44.9%	4.7x
融創中國	01918	22,816	85.6%	5.6x
遠洋地產	03377	33,046	53.9%	5.2x
S O H O 中國	00410	34,317	18.0%	3.5x
平均值		16,646	64.6%	4.8x
宏泰	06166	5,200*	330.3%	5.5x*

資源來源：彭博

(*)：根據發售價中位數每股 3.25 港元

□ 優勢與發展機遇：

- ✓ 受惠於中國高速城鎮化的發展，宏泰計劃進入新市場，並以京津冀地區為其策略性目標。但是，截至最後實際可行日期 (2014 年 8 月 6 日)，集團尚未於中國其他地區物色或承諾開發任何新產業市鎮項目。

□ 劣勢與風險：

- × 由於集團與中國政府機關合作開發產業市鎮項目，其商業模式需依賴與中國地方政府的良好關係。此外，宏泰與河北省廊坊市地方政府的聯屬機關成立合資企業以開發廣陽科技園。倘若集團未能與彼等政府合資夥伴維持良好的關係，其業務、財務狀況及經營業績將造成重大不利影響。
- × 其業績將很大程度取決於地方政付出讓集團所開發產業市鎮項目的土地使用權的確實時間。另一方面，集團向 CDH Hillside Company Limited 以及 OCBC Capital Investment I PTE. LTD. 所發行的認股權證的公平值虧損以及其投資物業之公允值變動，亦導致集團於往績記錄期間 (2011 年至 2014 年首 3 個月) 之盈利出現嚴重的波動。
- × 宏泰承受高度的集中風險。目前，集團只有四個產業市鎮項目，其中三個位於河北省。於往績記錄期間，其所有來自產業市鎮項目的費用收入均來自龍河高新區，而餘下三個項目仍處於開發初期。
- × 集團債台高築。截至 2014 年 3 月 31 日，其淨負債比率高達 246.6%。由於物業開發業務需要大量資金，其負債於日後或會進一步攀高。此外，由於期內貿易及其他應付款項減少人民幣 1.646 億元以及土地開發活動的可退還按金減少人民幣 9,070 萬元，宏泰於 2014 年首三個月錄得人民幣 2,660 萬元之經營活動所得的現金淨支出。
- × 於 2014 年上半年，集團之毛利率及淨利潤均下跌，主要由於 (i) 毛利率較低之物業銷售的佔比增加 (於 2014 年首三個月，物業銷售之毛利率為 42.6%，相較於開發產業市鎮項目的 84.9%); (ii) 業務借貸增加，以致融資成本增加，及 (iii) 於 2014 年，其三家附屬公司的稅務優惠到期，以致期內稅務開支顯著增加。

- × 以宏泰的招股價中位數計算，其 2013 年市盈率為 5.5 倍，相對於其同業平均值的 4.8 倍，其估值並不算吸引。考慮到其極高負債比率以及高估值，我們的投資建議為“不認購”。

投資建議：不認購

重要披露 / 分析員聲明 / 免責聲明

本報告為東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）之全資附屬機構 – 東亞證券有限公司（「東亞證券」）所編制。

主要負責本報告內容（不論全部或部分）之每一位元分析員申明 (i) 本報告內容準確反映其對本報告所提及的公司或證券所持的個人觀點；及 (ii) 其所得報酬與本報告所提及的意見或觀點並不構成任何直接或間接之關係。

本報告僅作參考資料之用，本公司無意就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容，均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據東亞證券認為可靠的資料而編制，惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。而本報告所載之資料及意見，乃反映本報告在發表之日有關分析員的見解，本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。本報告所提及的意見，並未考慮讀者之任何特定投資目標、財務狀況及任何特定需要，投資者須獨立思考，不應依賴本報告而作出其投資決定。投資涉及風險，投資者應小心作出投資決定。如有需要，並應向其他專業顧問尋求獨立的法律或財務意見。東亞證券有限公司及/或東亞銀行集團不會就任何人士因使用本報告或其內容而招致的任何直接或間接損失而負上任何責任。

于本報告編制之時，東亞證券並未持有本報告所提及的公司之任何權益，而東亞銀行與集團內之其他聯屬/聯營公司及/或有聯繫人士，則可能不時持有本報告提及的公司權益。東亞銀行及其聯屬/聯營公司、有關的董事及/或員工均可能就本報告所提及的股份持倉、及/或就該等股份作出交易，及/或為該等公司提供/尋求提供經紀、投資銀行及其它銀行服務。

東亞銀行及/或其聯屬/聯營公司可能就本報告所提及之股份實益持有 1%或以上之任何普通股權益；並可能於過去 12 個月及/或未來 3 個月內，因向本報告所提及的公司提供投資銀行服務而向該公司 / 該等公司收取相關的報酬。

本報告並不擬向屬於任何司法管轄區的市民或居民，或其所在的任何人士或機構派發或供其使用，以致該等派發、刊載、提供或使用違反當地適用之法律或規例。