



日期	所屬行業
2014/04/16	建築業

前收市價	目標價
0.93 港元	1.80 港元

股份資料

代號	404
總流動股數(億)	51.89
市值(億港元)	48.25
6個月每日平均成交值(萬港元)	590.57
12個月高/低(港元)	1.16/0.84
每股現金流(港元)	-0.66
每股資產淨值(港元)	1.61
市盈率(倍)	7.01
市帳率(倍)	0.58
股本回報率(%)	8.80
資產回報率(%)	3.18
淨負債比率(%)	58.53
股息率(%)	3.33

資料來源：彭博、英皇證券研究部

股價表現圖



股價表現	1個月	3個月	6個月	12個月
股價變動(%)	6.9	-6.1	-2.1	-13.1
相對恒指(%)	-7.7	-18.4	-19.2	-28.9

資料來源：彭博

英皇證券(香港)有限公司研究部

電話：(852) 2836 2763

傳真：(852) 2574 2622

電郵：esl.research@emperorgroup.com

新昌營造(0404.HK)

買入

2014 財年業績

收入減少 1%，淨利潤增長 110%：新昌 2014 年收入按年減少 1%至 90.38 億元(不包括 NSC 分判工程)。主要受樓宇建造業務收入減少 13%至 45.50 億元。毛利按年上升 9.7%至 6.33 億元，毛利率提升至 7.0%。主要受惠於樓宇建造業務毛利率提升 1.8 個百分點至 6.4%和機電工程業務提升 0.8 個百分點至 7.7%。經營溢利減少 26%至 2.04 億元。淨利潤按年增加 110%至 3.88 億元。每股盈利按年上升 13%至 13.6 港仙。主要是核心建造及物業管理業務財務有所改善和中國物業重估盈餘所致。公司派末期股息 2.2 港仙，包括中期息 1.0 港仙，全年股息為 3.2 港仙。

新增合同訂單 44 億元：新昌 2014 年投得總額達 44 億元的新訂單，合約包括：一)港鐵沙中線之南北線前期工程；二)黃竹坑街及登龍街樓宇；三)何文田住宅發展項目及希慎道商業發展項目地盤平整；四)中國染廠大廈、利園一期及蝴蝶廣場翻新；五)新世界中心及珠海學院的通風、冷氣系統安裝。截至 2014 年 12 月 31 日，集團手頭未完成訂單增至 146 億元。

受惠建造業務毛利率回升：2014 年新昌樓宇建造業務毛利率改善 1.8 個百分點至 6.4%。由於該業務佔集團 2014 年總收入 50.3%以及其他建造業務毛利率預期將可提升。因此，我們預期有助 2015 年集團整體毛利率提升。

星悅南岸將於 2015 年首次提供盈利貢獻：集團預期星悅南岸(鐵嶺項目)第一期住宅項目將於 2015 年下半年分階段銷售。此外，集團計劃星悅南岸商業發展項目首期包括購物村，將於 2015 年夏天開業。因此，預期 2015 年物業發展業務將為集團收入和盈利帶來明顯增長。

維持買入評級，目標價港幣\$1.80：我們估計集團收購佛山物業和股權攤薄後，每股資產淨值由 2.24 元調整至 1.99 元。建議維持買入，目標價由 1.99 元重調至 1.80 元，較每股資產淨值折讓 10%。

財務數據

截至 12 月 31 日止	2011	2012	2013	2014	2015E
營業額(百萬人港元)	5,884	8,810	9,148	9,038	11,115
變動(%)	53%	50%	4%	-1%	23%
淨利潤(百萬元)	172	180	185	403	676
變動(%)	26%	5%	3%	117%	68%
每股盈利(港元)	0.25	0.19	0.12	0.14	0.13
變動(%)	22%	-23%	-37%	13%	-4%
市盈率(倍)	3.7	4.9	7.8	6.8	7.1
每股派息(港元)	0.06	0.05	0.04	0.04	0.04
股息率(%)	6.5%	5.0%	4.5%	4.2%	3.9%

資料來源：彭博、英皇證券研究部

公司要點

收入減少 1% 淨利潤增長 110%：新昌 2014 年收入按年減少 1%至 90.38 億元 (不包括 NSC 分判工程) ·主要受樓宇建造業務收入按年減少 13%至 45.50 億元 ·但受惠於室內裝飾及特殊業務按年增長 45%至 10.07 億元抵銷其負面影響 ·毛利按年上升 9.7%至 6.33 億元 ·毛利率提升至 7.0%(2013 年：6.3%) ·主要受惠於樓宇建造業務毛利率提升 1.8 個百分點至 6.4%和機電工程業務提升 0.8 個百分點至 7.7% ·抵消室內裝飾及特殊項目業務毛利率下降影響 ·經營溢利按年減少 26%至 2.04 億元 ·主要是沒有來自 2013 年的其他收益(從議價收購收益 7,321 萬元和贖回可換股債券收益 1,877 萬元) 淨利潤按年增加 110%至 3.88 億元 (若除去中國物業重估盈餘所致 ·核心盈利虧損 81.6 萬元) ·每股盈利按年上升 13%至 13.6 港仙 ·主要是核心建造及物業管理業務財務有所改善和中國物業重估盈餘所致 ·公司派末期股息 \$2.2 港仙 ·包括中期息 \$1.0 港仙 ·全年股息為 \$3.2 港仙 ·(見圖表一)

新增合同訂單 44 億元：新昌 2014 年投得總額達 44 億元的新訂單 ·合約包括：一)港鐵沙中線之南北線前期工程；二)黃竹坑街及登龍街樓宇；三)何文田住宅發展項目及希慎道商業發展項目地盤平整；四)中國染廠大廈、利園一期及蝴蝶廣場翻新；五)新世界中心及珠海學院的通風、冷氣系統安裝；六)銀河合約 ·包括樁帽工程、港珠澳大橋的橋基工程及建造工程；七)澳門格蘭酒店翻新 ·截至 2014 年 12 月 31 日 ·集團手頭未完成訂單增至 146 億元 ·

圖表一：2013 年/2014 年新昌損益表

截至12月31日止	2014年 港元(百萬)	2013年 港元(百萬)	變動(%)	
樓宇建造	4550	5202	-13%	
土木工程	1821	1835	-1%	目前集團擁有6份港鐵合約
室內裝飾及特殊	1007	694	45%	加建工程業務與維修保養業務所產生協同效應
機電工程	690	575	20%	
物業及設施管理	848	791	7%	
物業投資	122	50	146%	1. 新年華購物中心部分出租率約為 88% ·購物中心所產生租金及相關收入為港幣 4,680 萬元 · 2. 2014 年下半年 ·開始發售 SOHO 單位後 ·帶來逾港幣 5,430 萬元收益 ·總銷售面積約 1,200 平方米 ·平均售價為每平方米人民幣 42,500 元 ·
營業額	9038	9148	-1.2%	
成本	(8405)	(8571)	-1.9%	
樓宇建造	290	237	22.4%	
土木工程	97	90	7.3%	
室內裝飾及特殊	69	55	25.8%	
機電工程	53	40	33.8%	
物業及設施管理	101	117	-14.1%	
物業投資	23	37	-39%	
毛利	633	577	9.7%	
其他收入	8.52	104.80	-92%	
佔總收入比例(%)	-0.1%	-1.1%	+1.05 百分點	
行政開支	(436)	(407)	7%	
佔總收入比例(%)	4.8%	4.4%	+0.37 百分點	
其他經營開支	(2)	0	N/A	
佔總收入比例(%)	0.0%	0.0%	N/A	
經營溢利	204	275	-26%	
投資物業公允價值虧損	404	(18)	N/A	
無形資產攤銷	(12)	(14)	-12%	
利息收益	1	7	-80%	
利息開支	(43)	(24)	77%	收購北京投資物業—新年華購物中心後 ·增加利息開支
除稅前溢利	553	226	145%	
所得稅開支	(151)	(32)	369%	
淨利潤	403	193	108%	
核心盈利	(0.82)	211	N/A	
股東應佔溢利	388	185	109%	主要由於核心建造及物業管理業務財務有所改善以及中國物業重估盈餘所致
少數股東權益	15	8	91%	
每股盈利				
基本 (港仙)	13.6	12.0	13%	
攤薄 (港仙)	13.6	9.6	42%	
毛利率	7.0%	6.3%	+0.70 百分點	發展高增值業務和有效成本管理
經營溢利率	2.3%	3.0%	-0.75 百分點	
淨利率	4.5%	2.1%	+2.34 百分點	

資料來源：新昌營造集團有限公司

損益表					
港元(百萬元)	2011	2012	2013	2014	2015E
財務年度截至12月底					
收入	5884	8810	9148	9038	11115
銷售成本	(5378)	(8257)	(8571)	(8405)	(10143)
毛利潤	506	553	577	633	972
行政費用	(319)	(342)	(407)	(436)	(445)
其他收益	22	23	105	9	20
其他(虧損)	(27)	0	0	(2)	0
經營溢利	216	233	275	204	547
投資物業公允值變動	0	(16)	(18)	404	400
無形資產攤銷	0	(14)	(14)	(12)	(12)
融資成本淨額	(4.0)	7.8	(17.4)	(41.7)	(32.9)
稅前盈利	212	211	226	553	902
稅項	(22)	(31)	(32)	(151)	(225)
少數股東權益	(17)	(0)	(8)	0	0
淨利潤	172	180	185	403	676
每股盈利	0.25	0.19	0.12	0.14	0.13
每股股息	0.06	0.05	0.04	0.04	0.04

資料來源：彭博、英皇證券研究部

現金流量表					
港元(百萬元)	2011	2012	2013	2014	2015E
財務年度截至12月底					
稅前溢利	212	211	226	553	902
物業、廠房及設備折舊	35	37	44	37	38
企業所得稅	(22)	(26)	(30)	(57)	(92)
營運資金變動	(205)	316	(1417)	(264)	(275)
其他	(29)	(14)	(96)	13	27
營運性現金流	(9)	524	(1275)	283	599
資本開支	(53)	(42)	(1007)	(722)	(429)
收購合併	(10)	0	0	0	0
其他	(209)	(77)	(237)	15	15
投資性現金流	(273)	(120)	(1245)	(707)	(414)
借貸變動	392	138	979	100	0
發行股份所得款項	142	0	1359	310	300
已付股息	(54)	(56)	(61)	(61)	(61)
其他	(4)	(5)	(321)	(11)	(11)
融資性現金流	476	78	1956	338	228
現金變化	340	482	(563)	(86)	413
期初持有現金	647	994	1477	917	834
匯兌差額	8	1	3	3	3
三個月以上定期存款	47	118	5	31	31
期末持有現金	1041	1595	921	864	1219

資料來源：彭博、英皇證券研究部

資產負債表					
港元(百萬元)	2011	2012	2013	2014	2015E
財務年度截至12月底					
發展中物業	2522	2839	3880	4287	4670
存貨及興建中工程	880	830	2429	2052	2257
應收賬款及票據	1327	1340	1716	2394	2944
其他流動資產	0	6	23	7	0
現金及現金等價物	1041	1595	926	895	1250
總流動資產	5771	6609	8974	9635	11121
物業、廠房及設備	388	419	464	579	819
投資物業	46	30	1537	2807	3922
無形資產	115	101	99	88	83
商譽	42	42	42	42	42
共同控制實體	0	0	0	0	0
其他資產	3	10	27	43	51
總非流動資產	594	601	2169	3558	4918
總資產	6365	7211	11143	13193	16039
短期貸款	895	1167	1593	2194	2194
應付帳款	2380	2996	3798	4228	4719
當期稅項負債	22	31	42	59	88
其他	14	224	18	165	(0)
總短期負債	3311	4418	5450	6646	7001
優先貸款票據	500	0	0	0	0
可換股債券	491	523	0	0	0
遞延稅項負債	103	107	519	643	293
其他長期負債	8	9	932	1245	1254
總長期負債	1102	639	1451	1889	1547
總負債	4413	5057	6901	8535	8548
股東權益	1952	2154	4242	4658	7491

資料來源：彭博、英皇證券研究部

財務比率					
財務年度截至12月底	2011	2012	2013	2014	2015E
盈利能力(%)					
毛利率	8.6%	6.3%	6.3%	7.0%	8.7%
息稅折舊前盈利率	4.5%	3.2%	3.6%	2.8%	5.4%
經營溢利率	3.7%	2.6%	3.0%	2.3%	4.9%
稅前盈利率	3.6%	2.4%	2.5%	6.1%	8.1%
淨盈利率	3.2%	2.0%	2.1%	4.5%	6.1%
增長幅度(%)					
收入	53%	50%	4%	-1%	23%
息稅折舊前盈利率	17%	7%	17%	-23%	135%
經營溢利	16%	8%	18%	-26%	168%
淨盈利	26%	5%	3%	117%	68%
每股盈利	22%	-23%	-37%	13%	-4%
營運表現					
流動比率(倍)	1.74	1.50	1.65	1.45	1.59
速動比率(倍)	1.74	1.50	1.65	1.45	1.59
行政銷售費用/收入(%)	5%	4%	4%	5%	4%
應收帳款日數(天)	82	56	68	97	97
應付帳款日數(天)	162	132	162	184	170
其他比率					
派息比率(%)	27%	24%	28%	28%	28%
淨負債/股本(淨現金)(%)	43%	15%	38%	55%	29%
收入/總資產(倍)	0.92	1.22	0.82	0.69	0.69
總資產/權益(倍)	3.26	3.35	2.63	2.83	2.14
資產回報率(%)	4%	3%	2%	3%	5%
股本回報率(%)	14%	9%	6%	9%	11%

資料來源：彭博、英皇證券研究部

免責聲明及披露

本報告所載之資料和意見乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟英皇證券(香港)有限公司(「英皇證券」)或英皇證券集團其他任何成員(「英皇證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊。本報告對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，本報告亦並非，及不應被解作提供明示或默示的買入或沽出證券的要約。英皇證券或英皇證券集團在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。

編寫本報告的分析員(們)特此證明，本報告中所表達的意見只反映分析員(們)對此公司及其證券的個人意見。分析員(們)亦證明分析員(們)沒有，也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到直接或間接的報酬。英皇證券或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或僱員可能在本報告中提到的公司或其證券擁有權益或以其他方式直接或間接利害關係，或可能不時購買、出售、或交易或提供購買、出售、或交易此類證券或與此類證券交易，無論是以其或其各自的帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。

本刊物之版權及所有權利均受保護及歸於英皇證券，在未經英皇證券明確指示下，任何人仕或團體均不得將本刊物之任何部份以任何形式發放、使用或轉載。

英皇證券(香港)有限公司研究部分分析員

陳錦興

聯席董事

電話：(852) 2836 2733

電郵：stanleychan@emperorgroup.com

阮家洛

高級研究分析員

電話：(852) 2836 2797

電郵：davidyuen@emperorgroup.com

陳冠兆

研究分析員

電話：(852) 2836 2566

電郵：frankiechan@emperorgroup.com

聯絡資料

英皇證券(香港)有限公司

總行
香港灣仔軒尼詩道 288 號英皇集團中心 23-24 樓

電話：
香港聯絡熱線 (852) 2919 2919
中國北方聯絡熱線 10800 852 1674
中國南方聯絡熱線 10800 152 1674

傳真：
香港傳真號碼 (852) 2893 1540
中國北方傳真號碼 10800 852 1673
中國南方傳真號碼 10800 152 1673

英皇投資理財中心

九龍旺角上海街 525 號東海閣地下 2-6 號舖

電話：
香港聯絡熱線 (852) 3966 0668
中國北方聯絡熱線 10800 852 1805
中國南方聯絡熱線 10800 152 1805

傳真：
香港傳真號碼 (852) 2919 2938
中國北方傳真號碼 10800 852 1804
中國南方傳真號碼 10800 152 1804

香港分行

中環威靈頓街 63-69 號富麗樓地下 67 號舖
電話: (852) 2522 1181
傳真: (852) 2522 2919

灣仔莊士敦道 181 號大有大廈 7 樓 705-6 室
電話: (852) 2818 7278
傳真: (852) 2838 8368

鰂魚湧英皇道 983-987A 號地下 E 號舖
電話: (852) 2911 0778
傳真: (852) 2911 0378

九龍分行

紅磡蕪湖街 53-59 號 C 舖地下
電話: (852) 2364 9213
傳真: (852) 2765 8425

深水埗桂林街 149 號富雅閣地下
電話: (852) 2725 7883
傳真: (852) 2728 6257

九龍城衙前圍道 132-134 號地下 4 號舖
電話: (852) 2383 2262
傳真: (852) 2383 2246

太子道西 150-152 號太子商業大廈地下
電話: (852) 2827 1188
傳真: (852) 2838 2319

新界分行

荃灣沙咀道 289 號恆生荃灣大廈 16 字樓
電話: (852) 2838 2939
傳真: (852) 2412 0249

沙頭角順隆街 3-15 號錦和樓錦興樓 2 號舖地下
電話: (852) 2659 7668
傳真: (852) 2659 7381

大圍大圍道 19 號地下
電話: (852) 2699 8226
傳真: (852) 2699 8749

元朗康樂路 27-31 號嘉好樓地下 B7 號舖
電話: (852) 2479 9820
傳真: (852) 2470 5280

國內諮詢中心

上海
上海市徐匯區漕溪北路 398 號匯智大廈 2202 室
電話: (86) 21 5396 6228 / (86) 21 5396 6218
傳真: (86) 21 6386 6280

北京
北京市朝陽區東三環中路 39 號建外 SOHO A 座 607 室
電話: (86) 10 5900 0858
傳真: (86) 10 5900 0602

英皇財富管理有限公司

九龍旺角上海街 525 號東海閣地下 2-6 號舖
電話: (852) 2919 2913
傳真: (852) 2919 2930

英皇證券研究部

電話: (852) 2836 2763
傳真: (852) 2831 8089
電郵: esl.research@emperorgroup.com

聯絡電郵

英皇證券(香港)有限公司
esl.cs@emperorgroup.com
英皇期貨有限公司
efl.cs@emperorgroup.com
英皇財富管理有限公司
wealthmanagement@emperorgroup.com