

买入

2016 年 9 月 1 日

中期收入超预期，等待廊坊土地出让

- 廊坊外园区开始贡献收益，中期收入超预期：**中国宏泰发展上半年实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 314.0%。鉴于廊坊市上半年土地出让规模为近几年的最低水平，公司中期收入规模超过我们此前预期。其中一级土地开发收入 5.92 亿元，去年同期仅为 0.47 亿元，廊坊外的鄂州产业园、石家庄通航园区和张家口产业园分别贡献了 0.45、2.29 和 0.56 亿元收入，廊坊龙河高新园区虽然没有完成土地出让，但通过股权转让实现了 2.0 亿元收入。随着区域规划方案落地的临近，我们认为龙河高新区大概率年内仍能实现土地出让。
- 石家庄通航产业市镇园区进入开发回报阶段：**石家庄园区总规划面积约 20 平方公里，规模仅次于龙河高新区（28 平方公里），园区定位于通用飞机制造与运营、通航产业配套及产业新城镇，目前已经开始土地整理和基础设施建设，并在上半年贡献了可观的一级土地开发回报。石家庄园区的委托开发协议与龙河高新区相似，中国宏泰可在基础设施开发阶段获取一定比例的基建投资返还，并在招商项目中获取较大比例的实际落地投资规模分成。
- 二级市场土储资源丰富，可持续补充现金流：**公司上半年结转二级市场开发项目约 10 万平米，住宅及商业结转均价 7,000 元/平米，较 2015 全年结转均价上涨约 5%，截止上半年末公司尚拥有土地储备 152.6 万平米，可支持未来三至四年的开发需求。
- 房价仍在上升通道，廊坊土地存在价值重估：**WIND 数据显示 4 月 1 号至今廊坊市区未有土地出让，同期全国大中城市房价仍在逐月环比上涨中，第三方数据显示今年 1 至 7 月份廊坊房价上涨幅度超过 20%，1 至 7 月份住宅成交量同比增加 40%，廊坊市区土地存在价值重估。中国宏泰中期内可实现土地出让收益的园区仍主要是龙河高新区，预计今年下半年土地出让价格较去年会有大幅提升。
- 维持买入评级，上调目标价至 4.46 港元：**我们测算公司的每股 NAV 约为 6.06 港元，当前股价 3.40 港元存在 46.7% 的折价。我们看好公司独特的商业模式和产业新市镇前景，参照可对比公司估值水平，上调目标价至 4.46 港元，对应 2016-2018 年的 PE 分别为 12.8、12.8 和 11.5 倍，相对每股 NAV 折价 30.0%。

王师奋

852-25321960

Lucas.wang@firstshanghai.com.hk

行业	园区开发
股价	3.40 港元
目标价	4.46 港元 (+31.2%)
股票代码	6166
已发行股本	16.38 亿股
市值	55.68 亿港元
52 周高/低	3.41/2.21 港元
NAV	6.38 港元/每股
主要股东	利东有限公司 (70.59%) Chance Talent (7.63%) 建银国际 (3.08%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	2,391	1,424	2,249	2,308	2,549
变动 (%)	97.1%	-40.5%	57.9%	2.7%	10.4%
核心利润(百万元)	687	427	548	555	616
变动 (%)	-5.4%	-37.9%	28.4%	1.3%	10.9%
EPS(元)	0.50	0.31	0.35	0.35	0.39
市盈率@3.4港元	6.8	10.8	9.8	9.7	8.7
DPS(元)	0.12	0.09	0.10	0.10	0.11
息率 (%)	3.6%	2.5%	3.0%	3.0%	3.3%

来源：公司资料，第一上海

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	2,391	1,424	2,249	2,308	2,549	增长率 (%)					
-一级开发	1,046	472	1,201	1,133	1,230	收入	97.1%	-40.5%	57.9%	2.7%	10.4%
-物业销售	1,332	941	1,036	1,163	1,305	毛利	37.9%	-45.8%	70.0%	1.1%	10.8%
-物业租赁	13	11	12	13	14	经营利润	20.0%	-29.5%	17.9%	1.5%	10.5%
毛利	1,128	611	1,038	1,050	1,164	税后利润	-8.2%	-26.7%	10.9%	1.0%	10.9%
投资物业估值收益	18	116	28	26	29	核心利润	-5.4%	-37.9%	28.4%	1.3%	10.9%
其他收入与损益	26	175	24	33	33	每股盈利	-7.3%	-37.4%	10.9%	1.0%	10.9%
销售与管理费用	124	163	220	226	250						
经营利润	1,048	738	870	883	976	盈利分析 (%)					
应占联营合营收益	-4	19	18	18	18	毛利率	47.2%	42.9%	46.2%	45.5%	45.7%
净财务成本	112	76	136	141	150	净利润率	29.3%	36.1%	25.3%	24.9%	25.0%
税前利润	932	681	752	760	843	回报率 (%)					
税项	231	167	183	185	206	ROE	28.0%	18.2%	17.5%	15.7%	15.4%
少数股东权益	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	6.2%	5.7%	5.4%	5.5%
归属利率	701	514	569	575	638	股息率	3.55%	2.50%	2.95%	2.99%	3.32%
核心利润	687	427	548	555	616						
派息	198	139	164	167	185	偿还能力 (%)					
未分配利润	503	374	405	408	453	流动比率(倍)	1.82	2.17	2.38	2.71	2.83
每股盈利 (元)	0.501	0.314	0.348	0.351	0.389	估值 (x)					
每股派息 (元)	0.121	0.085	0.100	0.102	0.113	PE(x)	6.8	10.8	9.8	9.7	8.7

资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	803	1,059	1,941	3,209	3,331	税前利润	932	681	752	760	843
存货	4,401	4,537	4,514	4,676	5,327	营运资金变动	1,028	887	-31	-51	583
其他	811	1,496	1,608	1,441	1,539	经营创造现金	3	-273	909	897	360
流动资产	6,015	7,091	8,064	9,326	10,197	税项	114	167	183	185	206
固定资产	30	31	18	18	18	经营现金流	-111	-441	726	712	154
投资物业	748	943	1,037	1,141	1,255						
联合营企业投资	90	147	147	147	147	资本开支	-1	1	-12	0	0
其他	59	97	673	75	82	投资与并购	-118	39	-18	-18	-18
总资产	6,940	8,309	9,939	10,707	11,700	投资物业	0	80	66	78	86
						投资现金流	282	-123	-639	540	-68
销售预售款	249	97	52	58	65						
应付账款	1,032	979	1,124	1,154	1,274	债务融资	-587	1,009	934	180	203
短期借贷	1,816	1,855	1,855	1,855	1,855	股权融资	837	0	0	0	0
流动负债	3,301	3,273	3,394	3,439	3,605	股利分配	0	198	139	164	167
长期借贷	1,094	2,141	3,211	3,532	3,885	融资现金流	209	812	795	16	36
递延税务	45	74	83	74	76						
总负债	4,439	5,488	6,688	7,045	7,567	现金变动	381	248	882	1,268	123
股东权益	2,501	2,821	3,252	3,662	4,133	期初现金及等价物	421	803	1,059	1,941	3,209
少数股东权益	0	0	0	0	0	期末现金及等价物	803	1,050	1,941	3,209	3,331
负债与权益合计	6,940	8,309	9,939	10,707	11,700						
总资产负债率	0.0%	64.0%	66.0%	67.3%	65.8%						
净资产负债率	38.7%	86.1%	80.5%	45.6%	46.0%						

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。