

2022年8月19日

中海宏洋 (81.HK)

公司动态

证券研究报告

房地产行业

中长期仍受惠行业整合

报告内容

盈利倒退幅度优于同业。中海宏洋2022年上半年收入同比上升15.8%至298亿元（人民币，下同，特别指明除外），其中物业发展分部收入同比上升15.9%至297亿元，仍然是公司最大的营收来源；物业投资租金收入同比下降5.1%至1.1亿元，主要因为疫情反覆及政府减免租金政策影响。毛利同比下跌9.7%至54.8亿元，毛利率同比下降5.2个百分点至18.4%，毛利率下跌主要因为期内结转结构改变，加上撇减物业存货带来的计提影响所导致，撇除存货减价计提，经调整的毛利率为19.2%。我们估算公司上半年的核心经常性净利润约24.5亿元，同比下降6.7%。公司宣布派发中期股息，每股港币0.06元，总额相当于1.84亿元（或2.14亿港元），上半年核心分派比率约7.5%，同比下降1.2个百分点。

三条红线继续达标。中海宏洋总有息负债同比上升15%至480亿元。在手现金同比上升11.1%至305亿元，其中，非受限现金同比上升18.3%至198亿元。净杠杆比率同比改善1.1个百分点至46.9%维持较低水平。总资产同比上升3.9%至1899亿元、总负债同比下降0.3%至1525亿元、合同负债减少8.4%至723亿元，扣除合同负债后的资产负债比率约68.2%，同比改善3.1个百分点。公司短期有息负债约144亿元，现金短债比率约1.4倍，同比改善13.6个百分点。三项红线指标均达标，属绿档房企。

销售额虽下跌，但回款比率上升。地产行业上半年整体延续去年的悲观情绪，百强房企整体销售同比下跌50.7%。于回顾期内，受市场下行和疫情多发的影响，中海宏洋上半年销售下跌51.9%至208亿元，然而公司加大力度在现金回款方面，销售回款同比跌幅约33%至249亿元，销售回款率同比上升33.5个百分点至119.7%，反映央企背景之比较优势。截至2022年6月，公司总土储面积约2730万平方米，权益土储面积约2350万平方米，我们估算总货值约2700亿元。上半年共购入9宗地块，其中4块来自向出险民企的收并购，总权益地价约55亿元。

短期受压但中长期仍受惠行业整合。整体而言，考虑到在地产逆周期，虽然公司结转的毛利率及利润出现同比下跌，但跌幅估计远低于同业水平，尤其是相比起民营房企。在资金链压力下，加上民企在资本市场再融资难度急升，中海宏洋靠着央企股东的背景，仍然能够以低成本融资，平均成本约3.9%。截至6月，公司已售未结金额约830亿元，预计下半年毛利率有望回升。虽然公司土储集中在低能级城市，但靠着「中海」品牌之优势，公司将成为逆周期后的生还者，可在地区上受惠整合红利，有利中长期发展。

风险提示：疫情影响、调控放松效果不确定、同业出险影响行业及购房情绪。

(31/12 年结；百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	42,909	53,830	62,269	65,453	71,403
增长率(%)	50.1%	25.5%	15.7%	5.1%	9.1%
核心净利润	4,369	4,975	5,130	5,134	5,440
增长率(%)	33.3%	13.9%	3.1%	0.1%	6.0%
毛利率(%)	27.1%	23.0%	20.0%	19.8%	19.4%
净利润率(%)	10.2%	9.2%	8.2%	7.8%	7.6%
每股核心收益(人民币)	1.28	1.45	1.51	1.51	1.55
每股账面价值(人民币)	7.05	8.39	10.08	11.46	12.71
每股股息(人民币)	0.31	0.31	0.30	0.31	0.30
市盈率	2.33	2.05	1.97	1.97	1.92
市净率	0.42	0.35	0.30	0.26	0.23
股息收益率(%)	10.3%	10.5%	10.2%	10.3%	10.2%

数据来源：公司资料、彭博

投资评级：未评级

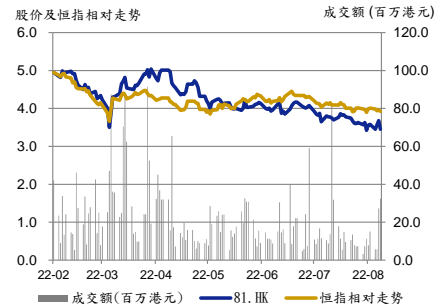
目标价格：未评级

现价 (2022-08-18)：3.45 港元

总市值(百万港元)	12,280
流通市值(百万港元)	7,598
总股本(百万股)	3,559
流通股本(百万股)	2,202
12个月低/高(港元)	3.03 / 4.96
平均成交(百万港元)	21.8

股东结构
中国海外 38.13%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.7	-9.2	-7.2
绝对收益	-6.8	-13.8	-32.1

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师

+852-22131402

stevewong@eif.com.hk

图 1：业绩总结

(百万元)	2020 年			2021 年		2022 年	同比变动	
	上半年	下半年		上半年	下半年	上半年		
合约销售额	27,868	36,841	64,709	43,287	27,917	71,204	20,817	-51.9%
销售面积 (百万平方米)	2.42	2.88	5.30	3.19	2.50	5.68	1.99	-37.5%
销售均价	11,512	12,780	12,201	13,589	11,176	12,528	10,450	-23.1%
营业额	16,109	26,800	42,909	25,738	28,093	53,830	29,796	15.8%
物业发展	15,981	26,720	42,701	25,614	27,980	53,594	29,681	15.9%
物业投资	116	70	186	117	101	218	111	-5.1%
其他	12	10	22	7	11	19	4	-42.3%
毛利	5,265	6,377	11,641	6,063	6,336	12,399	5,477	-9.7%
毛利率 (%)	32.7%	23.8%	27.1%	23.6%	22.6%	23.0%	18.4%	-5.2pp
销售及行政开支	(1,029)	(1,410)	(2,439)	(1,243)	(1,488)	(2,731)	(1,296)	
营业利润	4,236	4,966	9,203	4,819	4,849	9,668	4,181	-13.2%
营业利率 (%)	26.3%	18.5%	21.4%	18.7%	17.3%	18.0%	14.0%	
净利润	2,081	2,523	4,604	2,991	2,654	5,645	2,677	
其中，归属公司拥有人	2,035	2,340	4,375	2,700	2,350	5,051	2,450	-9.3%
净利润率 (%)	12.6%	8.7%	10.2%	10.5%	8.4%	9.4%	8.2%	
减：税后非核心收益	6	-	6	76	-	76	-	
减：税后非经常收益	-	-	-	-	-	-	-	
核心经常性净利润	2,029	2,340	4,369	2,625	2,350	4,975	2,450	-6.7%
核心经常性净利润率 (%)	12.6%	8.7%	10.2%	10.2%	8.4%	9.2%	8.2%	
减：应占合联营企业业绩	(9)	28	19	6	(13)	(7)	(3)	
经调整核心净利润	2,085	2,495	4,579	2,910	2,667	5,577	2,680	-7.9%
经调整核心净利率 (%)	12.9%	9.3%	10.7%	11.3%	9.5%	10.4%	9.0%	
所得税开支	(2,291)	(2,645)	(4,936)	(2,103)	(2,401)	(4,504)	(1,835)	
所得税开率 (%)	-52.4%	-51.2%	-51.7%	-41.3%	-47.5%	-44.4%	-40.7%	
总资产	149,529	17,884	167,413	182,739	16,047	198,786	189,927	3.9%
应占权益	20,700	3,433	24,133	26,254	2,474	28,728	29,803	13.5%
土储建面 (百万平方米)						29.77	27.34	
总债务	37,601		40,464	41,766		45,222	48,031	15.0%
减：现金	26,337		28,069	27,446		32,492	30,497	11.1%
净债务	11,264		12,395	14,319		12,730	17,534	
总权益	23,039		27,236	29,813		35,756	37,401	
净杠杆比率 (%)	48.9%		45.5%	48.0%		35.6%	46.9%	-1.1pp
资产负债比 (%)	73.2%		71.9%	71.3%		69.4%	68.2%	-3.1pp
现金短债比 (%)	103.5%		149.3%	123.9%		155.6%	137.5%	13.6pp

资料来源：公司资料、安信国际整理

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010