

合景泰富 (1813 HK, HK\$4.21, 目标价: HK\$6.86, 买入) — 销售稳步向前

- ❖ **完成了 43% 的销售目标。**合景泰富宣布在 2013 年首 5 月合约销售额增长 65.3% 至 68.6 亿元(人民币·下同)，同期的签约销售面积为 53 万平方米。因此，合约销售的平均售价达到每平方米 12,915 元。现在，公司已完成其全年销售目标 160 亿的 42.9%。除了在 2 月的 11 亿元的销售额外，合景泰富在过去的 5 个月的每月销售额超过 13 亿元。如果这一趋势持续下去，我们认为合景泰富可完成 2013 年销售目标。
- ❖ **锁定了 163 亿元的物业销售。**截至 5 月底，总值约 163 亿元的物业已预卖但仍未入账。由于我们估计来自物业发展的收入在 2013 及 14 年分别为 117 亿元和 157 亿元，我们相信公司现在已经锁定 2013 及 14 年收入分别为 85-90% 和 50%，合景泰富的盈利能见度高。
- ❖ **应占权益的土地储备达 970 万平方米。**年初至今，合景泰富在广州、苏州和北京买了 5 幅土地，应占总楼面面积为 47 万平方米。因此，总应占权益的土地储备为 970 万平方米。位于广州、成都、苏州、上海、海南、天津和北京的土地储备分别占总额约 46.1%、13.1%、10.8%、9.5%、7.9%、7.5% 和 5.0%。即使北京近日已经执行了一系列新的住房政策，对合景泰富的影响是有限。
- ❖ **新的 W 酒店已开业。**合景泰富的酒店组合在 2013 年中增加了广州 W 酒店。在广州的 W 酒店大约有 300 个房间。同时，其邻边的 W 服务公寓将在 2013 年下半年开业。这两个项目将可提高合景泰富的租金收入。
- ❖ **有吸引力的估值，为 3.7 倍 2013 年市盈率或 69% 的资产净值折让。**公司股价比年初下跌约 22%，目前估值相当于 3.7 倍 13 年市盈率或较资产净值折让 69.3%，我们认为估值并不昂贵。因为广州天銮项目（拥有 33% 权益）在 2014 年不会有新竣工楼面，所以我们削减 2014 年的盈利预测 9.7% 至 33.8 亿元。另一方面，我们小幅上调 2013 及 2015 年的盈利预测 1.0% 至 26.4 亿元和 2.6% 至 48.0 亿元。由于较高的加权平均资本成本，2013 年底的每股资产净值预测由 14.9 港元下调至 13.72 港元。基于一个合适的负债情况，我们的目标价从 6.7 港元提高到 6.86 港元，较资产净值折让 50%。重申买入评级。

合景泰富(1813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.21
目标价	HK\$6.86
市值(港币百万)	12,180
过去 3 月平均交易(港币百万)	36
52 周高/低(港币)	6.63/3.95
发行股数(百万)	2,893
主要股东	孔健岷 (60.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-21.5%	-10.0%
3 月	-10.5%	-2.8%
6 月	-22.3%	-13.6%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万人民币)	10,123	9,676	12,164	16,223	24,954
净利润(百万人民币)	2,104	2,406	2,635	3,384	4,796
每股收益(人民币)	0.727	0.832	0.911	1.170	1.658
每股收益变动(%)	64	14	9	28	42
市盈率(x)	4.6	4.0	3.7	2.8	2.0
市帐率(x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
股息率(%)	6.6	4.5	5.4	6.9	9.6
权益收益率(%)	15.6	15.7	15.1	16.6	19.6
净财务杠杆率(%)	62.7	63.8	60.0	59.1	55.7

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	10,123	9,676	12,164	16,223	24,954
物业发展	9,815	9,330	11,733	15,670	24,342
投资物业	139	143	145	149	152
酒店	70	84	147	244	270
其他	98	119	140	160	190
销售成本	(5,650)	(6,141)	(8,148)	(10,375)	(16,663)
毛利	4,472	3,536	4,016	5,848	8,291
销售费用	(232)	(251)	(341)	(373)	(599)
行政费用	(533)	(643)	(657)	(681)	(898)
其他收益	88	72	83	74	65
息税前收益	3,796	2,715	3,101	4,868	6,859
融资成本	(125)	(70)	(85)	(91)	(99)
联营公司	(17)	478	1,143	968	1,482
特殊收入	326	643	-	-	-
税前利润	3,980	3,766	4,159	5,744	8,243
所得税	(1,876)	(1,333)	(1,500)	(2,328)	(3,347)
非控制股东权益	-	(27)	(25)	(32)	(100)
净利润	2,104	2,406	2,635	3,384	4,796
核心净利润	1,860	1,951	2,635	3,384	4,796

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	16,463	19,166	18,490	19,750	20,600
物业、厂房及设备	2,839	3,744	3,700	3,800	4,000
投资物业	4,234	5,255	5,300	5,400	5,500
联营公司	8,508	8,949	8,500	9,500	10,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	882	1,218	990	1,050	1,100
流动资产	28,123	29,699	34,173	38,936	44,726
现金及现金等价物	5,373	6,444	6,513	6,976	6,366
应收贸易款项	1,635	1,181	1,500	1,800	2,200
存货	20,956	21,938	26,000	30,000	36,000
关连款项	44	-	45	45	45
其他	115	135	115	115	115
流动负债	18,991	18,895	20,600	22,700	24,200
借债	3,410	3,100	4,000	5,000	5,000
应付贸易账款	10,619	9,966	10,600	11,500	12,900
应付税项	3,291	3,374	3,500	3,700	3,800
关连款项	1,671	2,454	2,500	2,500	2,500
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	11,903	14,616	14,500	15,550	16,550
借债	10,425	13,090	13,000	14,000	15,000
递延税项	767	815	800	850	850
其他	711	711	700	700	700
少数股东权益	202	72	80	90	100
净资产总值	13,491	15,282	17,483	20,346	24,476
股东权益	13,491	15,282	17,483	20,346	24,476

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	3,796	2,715	3,101	4,868	6,859
折旧和摊销	36	76	79	80	82
营运资金变动	(2,334)	(289)	(4,689)	(4,100)	(6,000)
税务开支	(1,021)	(1,149)	(1,389)	(2,078)	(3,247)
其他	(11)	(343)	2,296	1,511	2,260
经营活动所得现金净额	466	1,011	(601)	281	(46)
购置固定资产	(566)	(1,218)	(137)	(280)	(382)
联营公司	(1,092)	(897)	449	(1,000)	(500)
其他	-	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,657)	(2,116)	312	(1,280)	(882)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	277	2,624	809	2,000	1,000
股息	(318)	(636)	(434)	(521)	(665)
其他	10	20	-	-	-
融资活动所得现金净额	(32)	2,007	375	1,479	335
现金增加净额	(1,223)	902	87	480	(593)
年初现金及现金等价物	5,276	4,025	4,927	4,996	5,459
汇兑	(28)	0	(18)	(17)	(17)
年末现金及现金等价物	4,025	4,927	4,996	5,459	4,849
受限现金	1,349	1,517	1,517	1,517	1,517
资产负债表的现金	5,373	6,444	6,513	6,976	6,366

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	97.0	96.4	96.5	96.6	97.5
投资物业	1.4	1.5	1.2	0.9	0.6
酒店	0.7	0.9	1.2	1.5	1.1
其他	1.0	1.2	1.2	1.0	0.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	44.2	36.5	33.0	36.0	33.2
税前利率	39.3	38.9	34.2	35.4	33.0
净利润率	20.8	24.9	21.7	20.9	19.2
核心净利润率	18.4	20.2	21.7	20.9	19.2
有效税率	47.1	35.4	36.1	40.5	40.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
平均应收账款周转天数	29.5	22.3	22.5	20.2	16.1
平均应付账款周转天数	679.4	611.8	460.6	388.7	267.2
平均存货周转天数	1,202.8	1,274.8	1,073.7	985.0	722.8
总负债/ 权益比率 (%)	102.5	105.9	97.2	93.4	81.7
净负债/ 权益比率 (%)	62.7	63.8	60.0	59.1	55.7
回报率 (%)					
资本回报率	15.6	15.7	15.1	16.6	19.6
资产回报率	4.7	4.9	5.0	5.8	7.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.727	0.832	0.911	1.170	1.658
每股股息(人民币)	0.220	0.150	0.180	0.230	0.320
每股账面值(人民币)	4.66	5.28	6.04	7.03	8.45

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責任。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商投资者

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。