

合景泰富 (1813 HK, HK\$4.28, 目标价: HK\$5.07, 买入) — 高负债为隐忧, 但估值吸引

- ❖ **中期盈利持平。**2012 上半年收入同比下降 10.1%至 46 亿元(人民币·下同), 同期净利润轻微下跌 2.0%至 9.12 亿元。确认收入的面积减少 24.5%至 37.8 万平方米, 但入账的均价上升 18.2%至每平方米 11,785 元。因此, 来自物业发展收入下跌 10.7%至 45 亿元。整体毛利率由 2011 上半年的 44.3%收窄至期内的 43.8%。撇除重估收益, 基本盈利下降 13.7%至 7.99 亿元。
- ❖ **至 7 月的物业销售为全年销售目标的 54%。**合景泰富 2012 年 1-7 月的合同销售为 64 亿元, 同比下降 14.9%, 已实现全年销售目标 120 亿元的 53.5%。公司在 2012 上半年已成功推出 4 个在上海的新项目, 去货率达到 50-75%。另外 4 个新项目(包括成都天湖峰境, 广州生物岛第 1 期, 海南汀澜海岸和苏州领峰)将在 2012 下半年推出, 使出售项目总数从 2011 年的 15 个升至 2012 年的 20 个。而且, 合景泰富将投入更多的精力建设及销售小规模单位, 以满足用家和首次购房者的需求。截至 7 月底, 约 106 亿元物业已被预售但仍待入账。
- ❖ **谨慎的土地储备补充。**合景泰富在 2012 上半年没有购买任何土地, 公司 7 月收购了广州生物岛第 2 期项目, 建筑面积 8.4 万平方米, 平均地价为每平方米 1,600 元。因此, 应占土地储备总数为 870 万平方米, 分布在上海、苏州、成都、海南、北京、天津和广州。公司会继续密切留意任何潜在的土地储备的机会, 在现有的城市, 以较少金额购买小面积的土地。
- ❖ **负债率向上。**2012 年中的净负债比率为 72.4%, 较 2011 年底的 62.7%上升, 公司解释在期内偿还一些成本较高的信托贷款。公司估计 2012 年的经营性现金流为 34 亿元, 但我们预计净负债比率至 2012 年底将继续上升至 78.7%。
- ❖ **估值为对资产净值折让 66%。**考虑 1.32 亿元的税后投资物业重估收益后, 我们提高 2012 年净利润预测 7.0%至 20.7 亿元, 2013 年和 2014 年的预测保持不变。我们调高在 2012 年底每股资产净值预测, 由 11.28 港元调高 12.67 港元。合景泰富目前的估值为 4.9 倍 2012 年市盈率或较资产净值折让 66.2%, 估值并不昂贵。我们的目标价是 5.07 港元, 较资产净值折让 60%。评级由持有调高至买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万人民币)	7,466	10,123	10,840	11,153	19,360
净利润 (百万人民币)	1,282	2,104	2,069	2,409	4,002
每股收益 (人民币)	0.443	0.727	0.715	0.833	1.383
每股收益变动 (%)	68	64	(2)	16	66
市盈率(x)	7.8	4.8	4.9	4.2	2.5
市帐率(x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	3.1	6.3	5.1	6.3	8.5
权益收益率 (%)	11.1	15.6	13.9	14.3	19.8
净财务杠杆率 (%)	47.7	62.7	78.7	68.8	60.1

来源: 公司及招銀国际研究部

合景泰富 (1813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.28
目标价	HK\$5.07
市值 (港币百万)	12,354
过去 3 月平均交易 (港币百万)	36
52 周高/低 (港币)	5.4/2.28
发行股数 (百万)	2,893
主要股东	孔健岷(61%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-5.1%	-7.2%
3 月	0.2%	-6.3%
6 月	2.6%	9.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	7,466	10,123	10,840	11,153	19,360
物業發展	7,221	9,815	10,474	10,672	18,807
物業投資	124	139	137	145	149
酒店	57	70	109	196	244
物業管理	64	98	120	140	160
銷售成本	(4,368)	(5,650)	(6,698)	(7,459)	(12,532)
毛利	3,098	4,472	4,142	3,694	6,829
銷售費用	(243)	(232)	(260)	(335)	(484)
行政費用	(414)	(533)	(542)	(580)	(774)
其他收益	74	88	71	78	68
息稅前收益	2,515	3,796	3,410	2,858	5,638
融資成本	(20)	(125)	(142)	(161)	(159)
聯營公司	9	(17)	323	1,090	1,293
特殊收入	4	326	175	-	-
稅前利潤	2,508	3,980	3,766	3,788	6,772
所得稅	(1,226)	(1,876)	(1,665)	(1,354)	(2,737)
非控制股東權益	(0)	-	(32)	(25)	(32)
淨利潤	1,282	2,104	2,069	2,409	4,002
核心淨利潤	1,280	1,860	1,937	2,409	4,002

来源: 公司及招銀國際研究部

资产负债表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	15,114	16,463	16,078	17,440	18,700
物業、廠房及設備	2,210	2,839	3,150	3,250	3,300
投資物業	3,462	4,234	4,450	4,700	4,850
聯營公司	8,839	8,508	7,500	8,500	9,500
無形資產	-	-	-	-	-
其他	604	882	978	990	1,050
流動資產	24,920	28,123	32,654	35,080	38,536
現金及現金等價物	6,804	5,373	6,744	6,420	5,876
應收貿易款項	1,727	1,635	2,250	2,500	2,500
存貨	16,284	20,956	23,500	26,000	30,000
關連款項	46	44	45	45	45
其他	59	115	115	115	115
流動負債	15,432	18,991	18,600	21,000	23,300
借債	2,282	3,410	5,000	5,000	6,000
應付貿易賬款	10,416	10,619	8,500	10,800	12,000
應付稅項	2,218	3,291	3,500	3,600	3,700
關連款項	516	1,671	1,600	1,600	1,600
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	13,008	11,903	14,980	14,500	13,550
借債	10,050	10,425	13,500	13,000	12,000
遞延稅項	669	767	780	800	850
其他	2,289	711	700	700	700
少數股東權益	10	202	220	200	200
淨資產總值	11,584	13,491	14,932	16,820	20,186
股東權益	11,584	13,491	14,932	16,820	20,186

来源: 公司及招銀國際研究部

现金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	2,515	3,796	3,410	2,858	5,638
折舊和攤銷	33	36	42	46	49
營運資金變動	3,176	(2,334)	(3,593)	(2,450)	(3,800)
稅務開支	(623)	(1,021)	(1,443)	(1,234)	(2,587)
其他	(783)	(11)	(1,435)	2,891	2,059
經營活動所得現金淨額	4,318	466	(3,018)	2,111	1,358
購買固定資產	(638)	(566)	(629)	(396)	(249)
聯營公司	(4,487)	(1,092)	1,008	(1,000)	(1,000)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(5,125)	(1,657)	379	(1,396)	(1,249)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	3,679	277	4,666	(500)	-
股息	(145)	(318)	(636)	(521)	(636)
其他	10	10	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,544	(32)	4,029	(1,021)	(636)
現金增加淨額	2,737	(1,223)	1,390	(306)	(527)
年初現金及現金等價物	2,541	5,276	4,025	5,395	5,071
匯兌	(2)	(28)	(19)	(18)	(17)
年末現金及現金等價物	5,276	4,025	5,395	5,071	4,527
受限制現金	1,528	1,349	1,349	1,349	1,349
資產負債表的現金	6,804	5,373	6,744	6,420	5,876

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.7	97.0	96.6	95.7	97.1
物業投資	1.7	1.4	1.3	1.3	0.8
酒店	0.8	0.7	1.0	1.8	1.3
物業管理	0.9	1.0	1.1	1.3	0.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	41.5	44.2	38.2	33.1	35.3
稅前利率	33.6	39.3	34.7	34.0	35.0
淨利潤率	17.2	20.8	19.1	21.6	20.7
核心淨利潤率	17.1	18.4	17.9	21.6	20.7
有效稅率	48.9	47.1	44.2	35.8	40.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.8	1.7	1.7
速動比率 (x)	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
平均應收賬款周轉天數	42.2	29.5	37.9	40.9	23.6
平均應付帳款周轉天數	534.6	679.4	521.0	472.2	332.0
平均存貨周轉天數	940.3	1,202.8	1,211.4	1,211.2	815.5
總負債/ 權益比率 (%)	106.5	102.5	123.9	107.0	89.2
淨負債/ 權益比率 (%)	47.7	62.7	78.7	68.8	60.1
回報率 (%)					
資本回報率	11.1	15.6	13.9	14.3	19.8
資產回報率	3.2	4.7	4.2	4.6	7.0
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.443	0.727	0.715	0.833	1.383
每股股息 (港元)	0.110	0.220	0.180	0.220	0.300
每股賬面值 (人民幣)	4.00	4.66	5.16	5.81	6.97

來源: 公司及招銀國際研究部

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风险。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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国投资者

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个人。