

合景泰富 (1813 HK, HK\$5.05 目标价: HK\$6.86, 买入) — 2016 下半年推出大量货源

- ❖ **2016 上半年基础盈利增加 2%。**因为交付面积增加 28%及确认均价上升 10%，2016 上半年营业额增加 38.9%至 54.5 亿元(人民币·下同)，毛利率站稳于 35.6%，是行业中表现较好的一家。不过，利息资本化的比例减少及有效税率上升，2016 上半年盈利增加 3.6%至 14.2 亿元。扣除投资物业重估，2016 上半年基础盈利增加 2.1%至 12.3 亿元。
- ❖ **2016 下半年推出 200 亿元物业销售。**2016 年 1-7 月的销售金额及面积分别增加 22.2%至 132 亿元及 21.7%至 99 万平方米，完成全年销售目标 220 亿元的 60%。在 2016 下半年，约值 200 亿元的物业会推出市场销售，其中 3 个为全新项目，且利润较高，并且在 2016 下半年的可售货源，其中 44%为于一线城市，有利销售进度。
- ❖ **1,040 万平方米的土地储备于国内 11 个城市。**合景泰富在 2016 上半年新增 5 个项目，总应占权益土地储备为 82 万平方米。公司目前在国内 11 个城市投资共 60 个项目，总应占权益土地储备为 1,040 万平方米。合景泰富正在建立一个投资物业组合，希望至 2019 年租金收益达 20 亿元，占总营业额的 10%。
- ❖ **2016 年中的净负债比率下跌至 65%。**净负债比率由 2015 年末的 69.0%下降至 2016 年中的 65.4%，于 2016 年 6 月，公司手持现金 206 亿元，总借贷为 354 亿元。总借贷成本由 2015 年末的 7.4%下降至 2016 年中的 6.8%，合景泰富在 7 月成功发行 2 笔分别为 20 亿元及 13 亿元国内债，息率分别为 4.85%及 4.95%，料未来借贷成本会进一步降低。
- ❖ **微调预测及目标价。**反映投资物业重估收益，我们调高 2016 年盈利预测 5.9%至 30.5 亿元；因为交付物业的假设改变，我们分别将 2017 年及 2018 年的盈利预测下调 6.2%至 37.5 亿元及 5.9%至 44.3 亿元。我们 2016 年底的每股资产净值预测由 13.8 港元改为 13.72 港元，以资产净值折让 50%计算，目标价由 6.90 港元下调至 6.86 港元。评级维持为「买入」。

合景泰富 (1813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$5.05
目标价	HK\$6.86
市值(港币百万)	15,422
过去 3 月平均交易(港币百万)	27
52 周高/低(港币)	6.2/4.21
发行股数(百万)	3,054
主要股东	孔健岷(61.2%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	4.3%	1.1%
3 月	6.7%	-3.8%
6 月	13.0%	-6.4%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	10,466	8,340	14,586	18,767	23,164
净利润(百万元人民币)	3,271	3,416	3,048	3,750	4,431
每股收益(人民币)	1.122	1.151	1.009	1.228	1.451
每股收益变动(%)	18	3	(12)	22	18
市盈率(x)	3.9	3.8	4.3	3.5	3.0
市帐率(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	7.6	6.7	7.4	9.7	10.4
权益收益率(%)	16.0	15.3	12.4	13.7	14.5
净财务杠杆率(%)	66.8	69.0	60.4	63.5	64.2

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	10,466	8,340	14,586	18,767	23,164
物业发展	9,770	7,563	13,631	17,580	21,580
投资物业	147	154	174	325	652
酒店	332	367	501	527	553
其他	216	255	280	335	380
销售成本	(6,748)	(5,330)	(9,362)	(12,072)	(14,980)
毛利	3,718	3,009	5,224	6,695	8,185
销售费用	(298)	(277)	(379)	(450)	(533)
行政费用	(794)	(775)	(802)	(938)	(1,112)
其他收益	(214)	72	98	67	85
息税前收益	2,411	2,031	4,140	5,373	6,625
融资成本	(6)	(10)	(356)	(367)	(384)
联营公司	1,542	1,933	974	1,122	1,103
特殊收入	699	710	153	-	-
税前利润	4,646	4,662	4,910	6,129	7,344
所得税	(1,377)	(1,249)	(1,799)	(2,308)	(2,807)
非控制股东权益	4	3	(63)	(72)	(106)
净利润	3,273	3,416	3,048	3,750	4,431
核心净利润	2,577	2,596	2,853	3,750	4,431

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	30,035	37,190	36,830	39,830	38,290
物业、厂房及设备	4,524	4,613	4,950	5,350	5,880
投资物业	7,046	9,550	10,500	11,400	12,800
联营公司	17,390	21,830	20,180	21,700	18,160
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,075	1,197	1,200	1,380	1,450
流动资产	41,512	42,492	58,337	59,380	65,858
现金及现金等价物	10,871	12,566	23,087	22,930	24,108
应收贸易款项	2,087	2,265	3,000	3,200	3,500
存货	28,385	27,429	32,000	33,000	38,000
关连款项	0	29	-	-	-
其他	168	203	250	250	250
流动负债	28,048	32,190	36,300	35,500	34,200
借债	3,465	3,983	5,000	5,400	5,800
应付贸易账款	9,948	9,562	11,300	12,700	12,800
应付税项	3,933	4,719	5,000	5,400	5,600
关连款项	10,701	13,926	15,000	12,000	10,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	23,063	25,133	34,161	36,211	39,291
借债	21,048	24,015	33,000	35,000	38,000
递延税项	1,013	1,116	1,150	1,200	1,280
其他	1,002	2	11	11	11
少数股东权益	21	18	50	60	70
净资产总值	20,416	22,341	24,656	27,439	30,587
股东权益	20,416	22,341	24,656	27,439	30,587

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	2,411	2,031	4,140	5,373	6,625
折旧和摊销	150	154	199	217	233
营运资金变动	(4,459)	(588)	(4,898)	(800)	(4,900)
税务开支	(1,168)	(517)	(1,484)	(1,858)	(2,527)
其他	2,689	(778)	2,852	(1,669)	(1,911)
经营活动所得现金净额	(376)	301	810	1,263	(2,479)
购置固定资产	(542)	(239)	(1,405)	(1,317)	(1,983)
联营公司	(1,882)	(1,131)	1,650	(1,520)	3,540
其他	-	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,424)	(1,370)	244	(2,837)	1,557
股份发行	-	4	-	-	-
净银行借贷	3,121	2,810	10,002	2,400	3,400
股息	(644)	(725)	(869)	(967)	(1,283)
其他	1,000	(200)	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,477	1,890	9,133	1,433	2,117
现金增加净额	677	820	10,188	(140)	1,195
年初现金及现金等价物	9,414	10,094	10,946	21,117	20,960
汇兑	3	32	(17)	(17)	(17)
年末现金及现金等价物	10,094	10,946	21,117	20,960	22,138
受限制现金	777	1,620	1,970	1,970	1,970
资产负债表的现金	10,871	12,566	23,087	22,930	24,108

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	93.4	90.7	93.5	93.7	93.2
投资物业	1.4	1.9	1.2	1.7	2.8
酒店	3.2	4.4	3.4	2.8	2.4
其他	2.1	3.1	1.9	1.8	1.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.5	36.1	35.8	35.7	35.3
税前利率	44.4	55.9	33.7	32.7	31.7
净利润率	31.3	41.0	20.9	20.0	19.1
核心净利润率	24.6	31.1	19.6	20.0	19.1
有效税率	29.6	26.8	36.6	37.7	38.2
增长 (%)					
收入	10.5	(20.3)	74.9	28.7	23.4
毛利	8.3	(19.0)	73.6	28.2	22.3
息税前收益	(3.3)	(15.8)	103.9	29.8	23.3
净利润	19.1	4.4	(10.8)	23.0	18.2
核心净利润	20.1	10.0	0.7	9.9	31.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.3	1.6	1.7	1.9
平均应收账款周转天数	36.4	49.6	37.5	31.1	27.6
平均应付账款周转天数	587.8	668.0	406.7	362.8	310.7
平均存货周转天数	1,388.6	1,911.0	1,158.5	982.7	865.0
净负债/ 总权益比率 (%)	66.8	69.0	60.4	63.5	64.2
回报率 (%)					
资本回报率	16.0	15.3	12.4	13.7	14.5
资产回报率	4.6	4.3	3.2	3.8	4.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.123	1.151	1.009	1.228	1.451
每股股息(人民币)	0.330	0.290	0.320	0.420	0.450
每股账面值(人民币)	6.93	7.46	8.07	8.99	10.02

来源: 公司、招银国际证券预测

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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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，并可能会受目标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人。