

合景泰富 (1813 HK, HK\$4.47, 目标价: HK\$7.23, 买入) — 新购土地加强资产净值

- ❖ **合同销售增长稳定。**合景泰富公布2013年首11个月的合同销售金额及面积分别上升33.0%至149亿元(人民币·下同)及30.0%至110万平方米,公司已完成全年销售目标160亿元的93%,应可轻易完成全年销售目标。我们预计公司的未来增长约为20%以上。因此,我们估计其2014及15年销售目标分别为200亿元和250亿元,期内的年复合增长率约为25%。
- ❖ **锁定2014年营业额的45%。**截至11月底止,约价值149亿元的物业已预售但仍未入账。扣除我们预计的75.2亿元在2013年下半年收入,约73.6亿元的未来销售将在2014年入账,或约45.4%我们估计2014年收入被锁定。盈利能见度高。
- ❖ **购入2.10万平方米新土地。**合景泰富在中期业绩会披露在2013年首7个月购入6块土地,总建筑面积为116万平方米。公司由9至11月继续补充新的土地储备,在过去的3个月,买入4幅地块,总建筑面积为95万平方米,公司新进入南宁和杭州两个城市。因此,总应占权益的土地储备达1,030万平方米,分别位于上海、苏州、成都、海南、北京、佛山、天津、杭州、南宁和广州。项目遍及一线和二线城市,以面积计算,比例为49/51;以2014年估值计算,比例为57/43。我们认为公司可以从近期一线城市房价上升中受惠。
- ❖ **负债仍然偏高。**因为建筑和土地收购的资本支出,我们估计合景泰富净负债比率由2012年的63.8%上升至2013年的70.7%。我们担心其净负债比率在明年会继续留在高位,但预计净负债比率在2015年下降至66.9%。
- ❖ **引入2014年估值。**我们轻微调整盈利预测,料2013-15年盈利分别为27.2亿元、30.5亿元及44.3亿元。此外,我们引入2014年资产净值估计。主要受惠于最近3个月收购的土地储备,我们预测在2014年底每股资产净值为14.46港元。因此,目标价从6.58港元调高至7.23港元,相当于50%的资产净值折让。重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY11E	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万元人民币)	10,123	9,676	12,164	16,223	24,954
净利润(百万元人民币)	2,104	2,406	2,721	3,051	4,432
每股收益(人民币)	0.727	0.832	0.940	1.055	1.532
每股收益变动(%)	64	14	13	12	45
市盈率(x)	4.9	4.2	3.8	3.3	2.3
市帐率(x)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
股息率(%)	6.2	4.2	5.1	6.5	9.1
权益收益率(%)	15.6	15.7	15.5	15.2	18.6
净财务杠杆率(%)	62.7	63.8	70.7	79.1	66.9

来源:公司及招银国际证券

合景泰富 (1813 HK)

评级	买入
收市价(港币)	4.47
目标价(港币)	7.23
市值(港币百万)	12,932
过去3个月平均交易(港币百万)	35.2
52周高/低(港币)	6.63/3.6
发行股数(百万)	2,893
主要股东	孔健岷(60.5%)

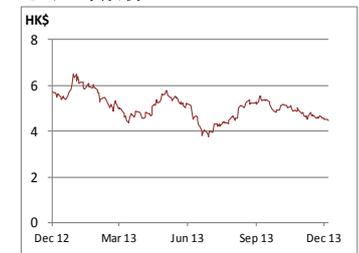
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-3.2%	-7.3%
3月	-18.2%	-21.0%
6月	-5.8%	-15.3%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

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	73	66
息税前收益	3,796	2,715	3,102	4,867	6,860
融资成本	(125)	(70)	(449)	(519)	(569)
联营公司	(17)	478	1,143	968	1,482
特殊收入	326	643	475	-	-
税前利润	3,980	3,766	4,270	5,316	7,773
所得税	(1,876)	(1,333)	(1,525)	(2,232)	(3,241)
非控制股东权益	-	(27)	(25)	(32)	(100)
净利润	2,104	2,406	2,721	3,051	4,432
核心净利润	1,860	1,951	2,365	3,051	4,432

来源: 公司及招银国际证券预测

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	19,265	20,630	21,590
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	5,805	6,000	6,200
联营公司	8,508	8,949	8,500	9,500	10,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	882	1,218	1,260	1,330	1,390
流动资产	28,123	29,699	35,245	40,570	45,387
现金及现金等价物	5,373	6,444	6,585	6,610	7,027
应收贸易款项	1,635	1,181	1,500	1,800	2,200
存货	20,956	21,938	27,000	32,000	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	21,000	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	11,000	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	15,911	18,361	18,861
借债	10,425	13,090	15,000	17,500	18,000
递延税项	767	815	900	850	850
其他	711	711	11	11	11
少数股东权益	202	72	30	40	50
净资产总值	13,491	15,282	17,569	20,099	23,866
股东权益	13,491	15,282	17,569	20,099	23,866

来源: 公司及招银国际证券预测

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	3,102	4,867	6,860
折旧和摊销	36	76	79	85	88
营运资金变动	(2,334)	(289)	(5,289)	(5,500)	(4,000)
税务开支	(1,021)	(1,149)	(1,314)	(2,082)	(3,141)
其他	(11)	(343)	1,609	1,073	1,781
经营活动所得现金净额	466	1,011	(1,813)	(1,557)	1,587
购置固定资产	(566)	(1,218)	(642)	(380)	(488)
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)	(193)	(1,380)	(988)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	277	2,624	2,809	3,500	500
股息	(318)	(636)	(434)	(521)	(665)
其他	10	20	-	-	-
融资活动所得现金净额	(32)	2,007	2,375	2,979	(165)
现金增加净额	(1,223)	902	370	42	434
年初现金及现金等价物	5,276	4,025	4,927	5,279	5,304
汇兑	(28)	0	(18)	(17)	(17)
年末现金及现金等价物	4,025	4,927	5,279	5,304	5,721
受限制现金	1,349	1,517	1,306	1,306	1,306
资产负债表的现金	5,373	6,444	6,585	6,610	7,027

来源: 公司及招银国际证券预测

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	35.1	32.8	31.2
净利润率	20.8	24.9	22.4	18.8	17.8
核心净利润率	18.4	20.2	19.4	18.8	17.8
有效税率	47.1	35.4	35.7	42.0	41.7
增长 (%)					
收入	35.6	(4.4)	25.7	33.4	53.8
毛利	44.4	(20.9)	13.6	45.6	41.8
息税前收益	51.0	(28.5)	14.3	56.9	40.9
净利润	64.1	14.4	13.1	12.2	45.3
核心净利润	45.3	4.9	21.2	29.0	45.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
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	469.6	395.8	267.2
平均存货周转天数	1,202.8	1,274.8	1,096.1	1,037.8	744.8
净负债/ 权益比率 (%)	62.7	63.8	70.7	79.1	66.9
回报率 (%)					
资本回报率	15.6	15.7	15.5	15.2	18.6
资产回报率	4.7	4.9	5.0	5.0	6.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.727	0.832	0.940	1.055	1.532
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	6.07	6.94	8.24

来源: 公司及招银国际证券预测

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

本报告期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法律责任。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(D)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。