

合景泰富 (1813 HK, HK\$4.28, 目標價：HK\$5.07, 買入) — 高負債為隱憂，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 億元(人民幣·下同)，同期淨利潤輕微下跌 2.0%至 9.12 億元。確認收入的面積減少 24.5%至 37.8 萬平方米，但入賬的均價上升 18.2%至每平方米 11,785 元。因此，來自物業發展收入下跌 10.7%至 45 億元。整體毛利率由 2011 上半年的 44.3%收窄至期內的 43.8%。撇除重估收益，基本盈利下降 13.7%至 7.99 億元。
- ❖ **至 7 月的物業銷售為全年銷售目標的 54%。**合景泰富 2012 年 1-7 月的合同銷售為 64 億元，同比下降 14.9%，已實現全年銷售目標 120 億元的 53.5%。公司在 2012 上半年已成功推出 4 個在上海的新項目，去貨率達到 50-75%。另外 4 個新項目(包括成都天湖峰境，廣州生物島第 1 期，海南汀蘭海岸和蘇州領峰)將在 2012 下半年推出，使出售項目總數從 2011 年的 15 個升至 2012 年的 20 個。而且，合景泰富將投入更多的精力建設及銷售小規模單位，以滿足用家和首次購房者的需求。截至 7 月底，約 106 億元物業已被預售但仍待入賬。
- ❖ **謹慎的土地儲備補充。**合景泰富在 2012 上半年沒有購買任何土地，公司 7 月收購了廣州生物島第 2 期項目，建築面積 8.4 萬平方米，平均地價為每平方米 1,600 元。因此，應佔土地儲備總數為 870 萬平方米，分佈在上海、蘇州、成都、海南、北京、天津和廣州。公司會繼續密切留意任何潛在的土地儲備的機會，在現有的城市，以較少金額購買小面積的土地。
- ❖ **負債率向上。**2012 年中的淨負債比率為 72.4%，較 2011 年底的 62.7%上升，公司解釋在期內償還一些成本較高的信託貸款。公司估計 2012 年的經營性現金流為 34 億元，但我們預計淨負債比率至 2012 年底將繼續上升至 78.7%。
- ❖ **估值為對資產淨值折讓 66%。**考慮 1.32 億元的稅後投資物業重估收益後，我們提高 2012 年淨利潤預測 7.0%至 20.7 億元，2013 年和 2014 年的預測保持不變。我們調高在 2012 年底每股資產淨值預測，由 11.28 港元調高 12.67 港元。合景泰富目前的估值為 4.9 倍 2012 年市盈率或較資產淨值折讓 66.2%，估值並不昂貴。我們的目標價是 5.07 港元，較資產淨值折讓 60%。評級由持有調高至**買入**。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬人民幣)	7,466	10,123	10,840	11,153	19,360
淨利潤 (百萬人民幣)	1,282	2,104	2,069	2,409	4,002
每股收益 (人民幣)	0.443	0.727	0.715	0.833	1.383
每股收益變動 (%)	68	64	(2)	16	66
市盈率(x)	7.8	4.8	4.9	4.2	2.5
市帳率(x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	3.1	6.3	5.1	6.3	8.5
權益收益率 (%)	11.1	15.6	13.9	14.3	19.8
淨財務槓杆率 (%)	47.7	62.7	78.7	68.8	60.1

來源：公司及招銀國際研究部

合景泰富 (1813 HK)

評級	買入
收市價	HK\$4.28
目標價	HK\$5.07
市值 (港幣百萬)	12,354
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	36
52 周高/低 (港幣)	5.4/2.28
發行股數 (百萬)	2,893
主要股東	孔健岷(61%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.1%	-7.2%
3 月	0.2%	-6.3%
6 月	2.6%	9.8%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利潤表

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

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

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

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

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
購置固定資產	(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

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。