

合景泰富 (1813 HK, HK\$5.88 目标价: HK\$7.68, 买入) — 股息丰厚

- ❖ **2016 年基础盈利增加 13%。**因为交付面积增加 6.3%至 63 万平方米，2016 年营业额增加 6.3%至 88.7 亿元(人民币·下同)，毛利率轻微下降 1.5 个百分点至 34.6%，但仍是行业中表现较好的一家。不过，3.05 亿元的外汇收益及 1.7 亿元的利息收入抵销了 1.17 亿元的债券赎回费用；此外，因为利息资本化的比例减少，财务费用由 2015 年的 1,000 万元上升至 2016 年的 1.6 亿元，因此 2016 年的基本盈利增加 12.6%至 29.2 亿元，比我们预期的 28.5 亿元高 2.4%。公司宣布派发末期息 0.4 元及特别股息 0.11 元。
- ❖ **2017 年物业销售目标 280 亿元。**2016 年的应占权益销售金额及面积分别增加 10.4%至 223 亿元及 12.5%至 171 万平方米。在 2017 首 2 个月，应占权益销售金额继续增加 18.9%至 32.1 亿元。2017 年，约值 460 亿元的 57 个物业项目会推出市场销售，其中 15 个为全新项目，所以 2017 年的销售目标定为 280 亿元。此外，销售商业物业将是 2017 年的焦点，位于北京、上海、广州及成都的写字楼将可能整栋销售，该批商业物业的货值估计达 100 亿元。
- ❖ **进入香港市场。**合景泰富与龙光地产(3380 HK, 未评级)联手投资香港物业市场，两家公司在 2017 年 2 月一同联手购入香港鸭脷洲的土地，总建筑面积为 76 万平方呎，总地价为 166 亿港元或平均地价为每平方呎 22,118 港元，该项目将于 2020 年推出发售。公司目前在 15 个城市投资共 68 个项目，总应占权益土地储备为 1,180 万平方米。两个位于上海及广州的购物中心在 2016 年开始营运，未来更多的购物中心会在北京、成都及苏州经营。
- ❖ **2016 年的净负债比率下跌至 67%。**净负债比率由 2015 年末的 69.0%下降至 2016 年末的 66.8%，于 2016 年 12 月，公司手持现金 269 亿元，总借贷为 430 亿元，其中 48 亿元为短期贷款。所以公司具足够财力派发高息，2016 年的派息比率为 44.4%。
- ❖ **上调目标价。**反映交付物业的假设改变，我们分别下调 2016 及 2017 年盈利预测 4.4%至 35.8 亿元及 5.2%至 42.0 亿元。我们更推出 2017 年底的每股资产净值预测为 15.36 港元，以资产净值折让 50%计算，目标价由 6.86 港元上调至 7.68 港元。评级维持为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万元人民币)	8,340	8,865	16,546	20,113	21,588
净利润 (百万元人民币)	3,416	3,465	3,584	4,199	4,656
每股收益 (人民币)	1.151	1.147	1.174	1.375	1.525
每股收益变动 (%)	18.1	2.5	(0.4)	2.3	17.2
市盈率(x)	4.5	4.6	4.5	3.8	3.4
市帐率(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	5.5	9.7	9.2	10.7	12.4
权益收益率 (%)	15.3	14.5	13.8	14.6	14.7
净财务杠杆率 (%)	69.0	66.8	67.7	60.4	68.2

来源: 公司、招银国际证券预测

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

合景泰富 (1813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$5.88
目标价	HK\$7.68
市值 (港币百万)	17,956
过去 3 月平均交易 (港币百万)	45.9
52 周高/低 (港币)	5.96/4.2
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	12.3%	9.8%
3 月	32.3%	17.3%
6 月	7.2%	2.6%

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	8,340	8,865	16,546	20,113	21,588
物业发展	7,563	7,923	15,408	18,665	19,930
投资物业	154	182	253	478	595
酒店	367	390	486	521	543
其他	255	370	400	450	520
销售成本	(5,330)	(5,795)	(10,463)	(12,493)	(13,274)
毛利	3,009	3,070	6,084	7,620	8,314
销售费用	(277)	(323)	(397)	(463)	(497)
行政费用	(775)	(969)	(827)	(965)	(1,036)
其他收益	72	614	86	108	103
息税前收益	2,031	2,392	4,945	6,300	6,884
融资成本	(10)	(160)	(413)	(420)	(434)
联营公司	1,933	2,130	1,050	994	1,149
特殊收入	710	166	-	-	-
税前利润	4,662	4,527	5,581	6,873	7,598
所得税	(1,249)	(1,066)	(1,894)	(2,458)	(2,715)
非控制股东权益	3	3	(103)	(216)	(226)
净利润	3,416	3,465	3,584	4,199	4,656
核心净利润	2,596	2,922	3,584	4,199	4,656

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	37,190	35,795	39,830	42,900	46,930
物业、厂房及设备	4,613	4,931	5,350	5,550	5,880
投资物业	9,550	10,533	11,400	11,900	12,800
联营公司	21,830	18,998	21,700	24,000	26,800
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,197	1,333	1,380	1,450	1,450
流动资产	42,492	74,947	78,918	84,471	88,282
现金及现金等价物	12,566	26,902	27,768	29,421	26,832
应收贸易款项	2,265	2,357	2,400	2,800	3,200
存货	27,429	45,370	48,500	52,000	58,000
关连款项	29	30	-	-	-
其他	203	288	250	250	250
流动负债	32,190	47,309	51,500	55,300	58,680
借债	3,983	4,754	5,400	4,800	4,980
应付贸易账款	9,562	15,593	16,700	19,500	21,600
应付税项	4,719	5,431	5,400	5,600	5,600
关连款项	13,926	21,531	24,000	25,400	26,500
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	25,133	39,424	41,211	43,291	44,791
借债	24,015	38,196	40,000	42,000	43,500
递延税项	1,116	1,226	1,200	1,280	1,280
其他	2	2	11	11	11
少数股东权益	18	58	60	70	85
净资产总值	22,341	23,950	25,977	28,710	31,656
股东权益	22,341	23,950	25,977	28,710	31,656

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)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	2,031	2,392	4,945	6,300	6,884
折旧和摊销	154	144	216	233	242
营运资金变动	(588)	(14,671)	(5,727)	(3,600)	(6,300)
税务开支	(517)	(244)	(1,951)	(2,178)	(2,715)
其他	(778)	11,629	6,553	4,114	3,540
经营活动所得现金净额	301	(749)	4,035	4,869	1,650
购置固定资产	(239)	(1,325)	(1,343)	(833)	(1,392)
联营公司	(1,131)	2,831	(2,702)	(2,300)	(2,800)
其他	-	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,370)	1,507	(4,044)	(3,133)	(4,192)
股份发行	4	-	-	-	-
净银行借贷	2,810	14,952	2,450	1,400	1,680
股息	(725)	(869)	(1,557)	(1,466)	(1,710)
其他	(200)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,890	14,083	893	(66)	(30)
现金增加净额	820	14,841	883	1,670	(2,572)
年初现金及现金等价物	10,094	10,946	25,771	26,637	28,290
汇兑	32	(17)	(17)	(17)	(17)
年末现金及现金等价物	10,946	25,771	26,637	28,290	25,701
受限制现金	1,620	1,131	1,131	1,131	1,131
资产负债表的现金	12,566	26,902	27,768	29,421	26,832

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	90.7	89.4	93.1	92.8	92.3
投资物业	1.9	2.1	1.5	2.4	2.8
酒店	4.4	4.4	2.9	2.6	2.5
其他	3.1	4.2	2.4	2.2	2.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.1	34.6	36.8	37.9	38.5
税前利率	55.9	51.1	33.7	34.2	35.2
净利润率	41.0	39.1	21.7	20.9	21.6
核心净利润率	31.1	33.0	21.7	20.9	21.6
有效税率	26.8	23.5	33.9	35.8	35.7
增长 (%)					
收入	(20.3)	6.3	86.6	21.6	7.3
毛利	(19.0)	2.0	98.1	25.3	9.1
息税前收益	(15.8)	17.8	106.7	27.4	9.3
净利润	4.4	1.4	3.4	17.2	10.9
核心净利润	10.0	0.7	12.6	22.7	17.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	49.6	48.5	26.5	25.4	27.1
平均应付账款周转天数	668.0	792.2	563.3	528.8	565.1
平均存货周转天数	1,911.0	2,292.6	1,637.4	1,468.1	1,512.3
净负债/ 总权益比率 (%)	69.0	66.8	67.7	60.4	68.2
回报率 (%)					
资本回报率	15.3	14.5	13.8	14.6	14.7
资产回报率	4.3	3.1	3.0	3.3	3.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.151	1.147	1.174	1.375	1.525
每股股息(人民币)	0.290	0.510	0.480	0.560	0.650
每股账面值(人民币)	7.46	7.84	8.51	9.40	10.37

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。