

## 合景泰富 (1813 HK, HK\$5.00, 目標價: HK\$6.58, 買入) — 邊際利潤縮減但仍亮麗

- ❖ 2013上半年核心盈利升26%至10億元(人民幣•下同)。2013上半年收入持平，為46億元，但純利升48.9%至13.6億元。扣除投資物業重估收益，基本盈利上升25.5%至10.03億元。交付樓面建築面積增加26.2%至47.7萬平方米，但確認平均售價下降21.1%至每平方米9,293元。總體毛利率從2012上半年的43.8%收窄期內的35.9%，平均售價下跌因為要交付若干物業予廣州譽山國際前擁有人。此外，較低比率的利息資本化令利息開支增加至2.14億元。然而，通過合資公司交付的項目增加，例如廣州的天鑾、蘇州的蘇州領峰以及上海的天匯廣場及嘉譽灣，使合營公司貢獻的盈利增至3.96億元。
- ❖ 至7月底完成了57%的銷售目標。1至7月，公司共完成91.7億元的合同銷售，同比增長42.8%。因此，合景泰富實現全年銷售目標160億元的57.3%。公司專注銷售小戶型物業，以滿足最終用家和首次購房者的需求。例如，成都的萬景峰和上海疊翠峰分別推出40平方米和90平方米的單位。對於餘下的一年，合景泰富在廣州、海南和北京推出11個新項目，如廣州市大坦沙，廣州J2-2項目、海南月亮灣和北京房山項目。截至7月底，總值約91.7億元的物業已預賣但仍未入賬。
- ❖ 購入6幅土地。年初至今，合景泰富買入在北京房山兩幅土地、增城掛綠湖、蘇州曹虎、廣州市大坦沙項目共5幅土地，總樓面面積為82萬平方米。此外，公司在7月購入了另一片增城土地，樓面面積為34.4萬平方米，平均地價為每平方米3,300元。因此，總應佔權益的土地儲備為940萬平方米，平均地價為每平方米2,960元，位於廣州、成都、蘇州、上海、海南、天津和北京。
- ❖ 負債增加。由於項目開發的資本開支，淨負債比率由2012年底的63.8%上升至2013年中的72.1%。公司估計在2013年約有22億元的正營運現金流入。
- ❖ 較資產淨值折讓62%。鑑於稅後重估收益為3.54億元和資本化的利息金額較少，我們提高2013年淨利潤預測2.7%至27.06億元，但2014年和2015年淨利潤預測分別削減10.2%至30.37億元及7.6%至44.32億元。我們將2013年底的預測每股資產淨值從13.72港元下調至13.16港元。因此，目標價從6.86港元下調至6.58港元，相等於較資產淨值折讓50%。重申買入評級。

### 合景泰富(1813 HK)

評級	買入
收市價	HK\$5.00
目標價	HK\$6.58
市值(港幣百萬)	14,466
過去3月平均交易(港幣百萬)	36
52周高/低(港幣)	6.63/3.6
發行股數(百萬)	2,893
主要股東	孔健岷(60.5%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1月	7.0%	2.2%
3月	-16.1%	-13.6%
6月	-14.7%	-11.1%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬人民幣)	10,123	9,676	12,164	16,223	24,954
淨利潤(百萬人民幣)	2,104	2,406	2,706	3,037	4,432
每股收益(人民幣)	0.727	0.832	0.935	1.050	1.532
每股收益變動(%)	64	14	12	12	46
市盈率(x)	5.4	4.7	4.2	3.8	2.6
市帳率(x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率(%)	5.6	3.8	4.6	5.8	8.1
權益收益率(%)	15.6	15.7	15.4	15.1	18.6
淨財務槓杆率(%)	62.7	63.8	78.2	79.3	67.1

來源: 公司及招銀國際研究部

## 利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>10,123</b>	<b>9,676</b>	<b>12,164</b>	<b>16,223</b>	<b>24,954</b>
物業發展	9,815	9,330	11,733	15,670	24,342
投資物業	139	143	145	149	152
酒店	70	84	147	244	270
其他	98	119	140	160	190
銷售成本	(5,650)	(6,141)	(8,148)	(10,375)	(16,663)
<b>毛利</b>	<b>4,472</b>	<b>3,536</b>	<b>4,016</b>	<b>5,848</b>	<b>8,291</b>
銷售費用	(232)	(251)	(341)	(373)	(599)
行政費用	(533)	(643)	(657)	(681)	(898)
其他收益	88	72	84	74	66
<b>息稅前收益</b>	<b>3,796</b>	<b>2,715</b>	<b>3,102</b>	<b>4,867</b>	<b>6,859</b>
融資成本	(125)	(70)	(468)	(538)	(569)
聯營公司	(17)	478	1,143	968	1,482
特殊收入	326	643	475	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>3,980</b>	<b>3,766</b>	<b>4,252</b>	<b>5,297</b>	<b>7,773</b>
所得稅	(1,876)	(1,333)	(1,521)	(2,228)	(3,241)
非控制股東權益	-	(27)	(25)	(32)	(100)
<b>淨利潤</b>	<b>2,104</b>	<b>2,406</b>	<b>2,706</b>	<b>3,037</b>	<b>4,432</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,860</b>	<b>1,951</b>	<b>2,350</b>	<b>3,037</b>	<b>4,432</b>

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>非流動資產</b>	<b>16,463</b>	<b>19,166</b>	<b>22,765</b>	<b>22,630</b>	<b>21,590</b>
物業、廠房及設備	2,839	3,744	3,700	3,800	4,000
投資物業	4,234	5,255	5,805	6,000	6,200
聯營公司	8,508	8,949	12,000	11,500	10,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	882	1,218	1,260	1,330	1,390
<b>流動資產</b>	<b>28,123</b>	<b>29,699</b>	<b>33,430</b>	<b>38,542</b>	<b>45,359</b>
現金及現金等價物	5,373	6,444	6,770	6,582	6,999
應收貿易款項	1,635	1,181	1,500	1,800	2,200
存貨	20,956	21,938	25,000	30,000	36,000
關連款項	44	-	45	45	45
其他	115	135	115	115	115
<b>流動負債</b>	<b>18,991</b>	<b>18,895</b>	<b>21,200</b>	<b>22,700</b>	<b>24,200</b>
借債	3,410	3,100	4,000	5,000	5,000
應付貿易賬款	10,619	9,966	11,200	11,500	12,900
應付稅項	3,291	3,374	3,500	3,700	3,800
關連款項	1,671	2,454	2,500	2,500	2,500
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>11,903</b>	<b>14,616</b>	<b>17,411</b>	<b>18,361</b>	<b>18,861</b>
借債	10,425	13,090	16,500	17,500	18,000
遞延稅項	767	815	900	850	850
其他	711	711	11	11	11
<b>少數股東權益</b>	<b>202</b>	<b>72</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>50</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>13,491</b>	<b>15,282</b>	<b>17,554</b>	<b>20,071</b>	<b>23,838</b>
<b>股東權益</b>	<b>13,491</b>	<b>15,282</b>	<b>17,554</b>	<b>20,071</b>	<b>23,838</b>

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	3,796	2,715	3,102	4,867	6,859
折舊和攤銷	36	76	79	85	88
營運資金變動	(2,334)	(289)	(3,289)	(5,500)	(6,000)
稅務開支	(1,021)	(1,149)	(1,310)	(2,078)	(3,141)
其他	(11)	(343)	1,789	855	1,781
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>466</b>	<b>1,011</b>	<b>372</b>	<b>(1,770)</b>	<b>(413)</b>
購置固定資產	(566)	(1,218)	(642)	(380)	(488)
聯營公司	(1,092)	(897)	(3,051)	500	1,500
其他	-	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(1,657)</b>	<b>(2,116)</b>	<b>(3,693)</b>	<b>120</b>	<b>1,012</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	277	2,624	4,309	2,000	500
股息	(318)	(636)	(434)	(521)	(665)
其他	10	20	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(32)</b>	<b>2,007</b>	<b>3,875</b>	<b>1,479</b>	<b>(165)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,223)</b>	<b>902</b>	<b>555</b>	<b>(171)</b>	<b>434</b>
年初現金及現金等價物	5,276	4,025	4,927	5,464	5,276
匯兌	(28)	0	(18)	(17)	(17)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>4,025</b>	<b>4,927</b>	<b>5,464</b>	<b>5,276</b>	<b>5,693</b>
受限制現金	1,349	1,517	1,306	1,306	1,306
<b>資產負債表的現金</b>	<b>5,373</b>	<b>6,444</b>	<b>6,770</b>	<b>6,582</b>	<b>6,999</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	97.0	96.4	96.5	96.6	97.5
投資物業	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
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	44.2	36.5	33.0	36.0	33.2
稅前利率	39.3	38.9	35.0	32.7	31.2
淨利潤率	20.8	24.9	22.3	18.7	17.8
核心淨利潤率	18.4	20.2	19.3	18.7	17.8
有效稅率	47.1	35.4	35.8	42.1	41.7
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.5	1.6	1.6	1.7	1.9
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
平均應收賬款周轉天數	29.5	22.3	22.5	20.2	16.1
平均應付賬款周轉天數	679.4	611.8	474.1	399.3	267.2
平均存貨周轉天數	1,202.8	1,274.8	1,051.3	967.4	722.8
總負債/ 權益比率 (%)	102.5	105.9	116.8	112.1	96.5
淨負債/ 權益比率 (%)	62.7	63.8	78.2	79.3	67.1
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	15.6	15.7	15.4	15.1	18.6
資產回報率	4.7	4.9	4.8	5.0	6.6
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.727	0.832	0.935	1.050	1.532
每股股息 (人民幣)	0.220	0.150	0.180	0.230	0.320
每股賬面值 (人民幣)	4.66	5.28	6.07	6.93	8.23

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) 他們的新酬在過往、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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。接收本報告之行為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。