

合景泰富(1813 HK)

2018 全年销售达标

- ❖ **2018 年交货略有放缓。**我们最近与公司会面，管理层表示 2018 年房地产交货或较预期慢，但实际数量仍在审计中。此外，受市场情绪变动影响，去化率从 2018 上半年的 65% 放缓至 2018 下半年的 60%。因此，我们将 2018 年的盈利预测下调 12.5% 至 45 亿元 (人民币·下同)，但上调 2019 年预测 5.6% 至 54.5 亿元。
- ❖ **完成 2018 年销售目标。**2018 年合同销售总额上升 72.3% 至 655 亿元，刚刚达到 650 亿元的全年目标。长三角区和大湾区 2018 年的销售额分别占公司总销售额 40% 和 30%。在 2018 年下半年，公司以 230 亿元收购了 430 万平方米应占权益土地储备，并进军温州、江门、中山和肇庆。虽然 2019 年销售目标尚待确定，但合景泰富有信心在 2019 年实现低至中双位数销售额增长。
- ❖ **两个香港项目将于 2019 年开售。**合景泰富已与龙光 (3380 HK, 买入) 和龙湖 (960 HK, 买入) 合伙投资香港房地产市场。我们最近考察了公司的建筑工地，两个地盘现阶段正进行地基工作，因此我们预计项目最早可在 2019 年下半年推出市场。启德项目 (与龙湖 50/50 投资) 的目标是中端市场，计划 2019 年和 2020 年共推售约 900 个单位，预测平均售价每平方米 28 万元。另一个鸭脷洲项目 (与龙光 50/50 投资) 则针对高端市场，计划 2019 年及 2020 年共推售 200 个单位。鸭脷洲项目每个单位的面积约为 180 至 200 平方米，预测平均售价每平方米 38 万元。
- ❖ **2018 年新开四家购物中心。**2018 年共有四家购物中心于北京、成都和苏州开业，租用率达 90%，但全年效应将于 2019 年显现。我们预计 2019 年租金收入将增加 35.6% 至 3.88 亿元。此外，公司还投资于轻资产商业模式的长期租赁公寓，目前约有 2,000 套出租公寓正在营运。
- ❖ **下调目标价至 11.32 港元。**截至 2018 年 6 月，公司净负债比率为 77.3%。我们预计 2018 年底净负债比率会略为回落至 73.4%。公司去年末发行了约 1.5 亿美元的两年期票据，票息率为 9.85%，较之前的票息高。我们认为这是由于市场环境所致。我们预测 2019 年公司每股净资产为 18.87 港元，并将目标价由 12.09 港元下调至 11.32 港元，相当于资产净值折让 40%。重申**买入**。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	8,865	11,543	12,994	26,532	29,642
净利润 (百万人民币)	3,465	3,620	4,502	5,452	5,897
每股盈利 (人民币)	1.15	1.17	1.43	1.73	1.87
每股盈利变动 (%)	-0.4	1.9	22.1	21.1	8.2
市盈率 (倍)	8.5	8.4	4.8	4.0	3.7
市帐率 (倍)	1.2	1.1	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	5.2	4.2	9.5	9.5	11.2
权益收益率 (%)	14.5	13.1	14.8	16.2	15.7
净财务杠杆率 (%)	66.8	67.9	73.4	71.7	74.9

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$11.32
(过去目标价)	HK\$12.52)
潜在升幅	+44.9%
当前股价	HK\$7.81

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值 (百万港元)	24,790
3 月平均流通量 (百万港元)	61.3
52 周内股价高/低 (港元)	13.27/4.84
总股本 (百万)	3,155

资料来源：彭博

股东结构

孔健岷	61.7%
自由流通	38.3%

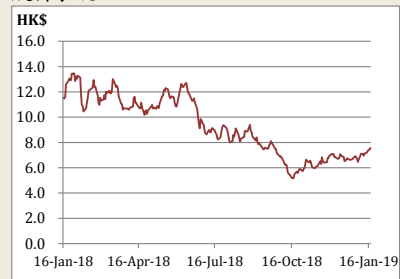
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.0%	7.8%
3-月	38.1%	30.3%
6-月	-8.0%	-4.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: E&Y

公司网站: www.kwgproperty.com

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	8,865	11,543	12,994	26,532	29,642
物業發展	7,923	10,432	11,647	24,961	27,897
投資物業	182	231	286	388	461
酒店	390	424	521	543	565
其他	370	455	540	640	720
銷售成本	(5,795)	(7,523)	(8,282)	(17,103)	(19,283)
毛利	3,070	4,020	4,712	9,429	10,359
銷售費用	(323)	(433)	(416)	(663)	(800)
行政費用	(969)	(937)	(988)	(1,327)	(1,630)
其他收益	614	131	1,706	634	753
息稅前收益	2,392	2,782	5,015	8,073	8,681
融資成本	(160)	(330)	(1,115)	(1,255)	(1,335)
聯營公司	2,130	1,898	1,519	2,462	2,767
特殊收入	166	1,205	1,186	-	-
稅前利潤	4,527	5,555	6,604	9,280	10,113
所得稅	(1,066)	(1,950)	(2,093)	(3,578)	(3,886)
非控制股東權益	3	15	(9)	(250)	(330)
淨利潤	3,465	3,620	4,502	5,452	5,897
核心淨利潤	2,922	3,523	4,292	5,452	5,897

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	35,795	53,207	56,940	60,980	64,320
物業、廠房及設備	4,931	5,246	5,640	5,880	6,020
投資物業	10,533	13,719	14,800	15,600	16,800
聯營公司	18,998	32,832	35,000	38,000	40,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,333	1,411	1,500	1,500	1,500
流動資產	74,947	81,738	98,985	101,016	103,629
現金及現金等價物	26,902	40,467	42,905	43,036	43,349
應收貿易款項	2,357	3,499	4,800	3,200	3,200
存貨	45,370	37,449	50,800	54,500	56,800
關連款項	30	30	30	30	30
其他	288	293	450	250	250
流動負債	47,309	49,407	62,400	60,600	59,200
借債	4,754	3,741	6,400	4,000	4,800
應付貿易賬款	15,593	11,099	15,500	18,300	19,600
應付稅項	5,431	6,638	6,000	6,300	6,300
關連款項	21,531	27,929	34,500	32,000	28,500
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	39,424	57,292	61,502	65,902	69,422
借債	38,196	55,905	60,000	64,500	68,000
遞延稅項	1,226	1,385	1,500	1,400	1,420
其他	2	2	2	2	2
少數股東權益	58	638	1,680	1,750	1,800
淨資產總值	23,950	27,607	30,343	33,744	37,527
股東權益	23,950	27,607	30,343	33,744	37,527

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,392	2,782	5,015	8,073	8,681
折舊和攤銷	150	147	184	198	208
營運資金變動	(11,145)	(15,567)	(12,296)	(800)	(2,000)
稅務開支	(553)	(710)	(2,617)	(3,378)	(3,866)
其他	6,343	13,535	8,414	64	(1,412)
經營活動所得現金淨額	(2,813)	187	(1,299)	4,157	1,611
購置固定資產	(1,358)	(870)	(1,486)	(1,092)	(1,501)
聯營公司	4,675	(1,174)	(2,168)	(3,000)	(2,000)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	3,318	(2,043)	(3,655)	(4,092)	(3,501)
股份發行	0	-	-	-	-
淨銀行借貸	15,233	26,139	6,755	2,100	4,300
股息	(654)	(1,093)	(1,767)	(2,051)	(2,114)
其他	(277)	(74)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	14,302	24,972	4,988	49	2,186
現金增加淨額	14,807	23,115	34	114	296
年初現金及現金等價物	10,946	25,771	39,199	39,250	39,381
匯兌	17	(31)	17	17	17
年末現金及現金等價物	25,771	48,855	39,250	39,381	39,694
受限制現金	1,131	1,268	3,655	3,655	3,655
資產負債表的現金	26,902	50,123	42,905	43,036	43,349

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	89.4	90.4	89.6	94.1	94.1
投資物業	2.1	2.0	2.2	1.5	1.6
酒店	4.4	3.7	4.0	2.0	1.9
其他	4.2	3.9	4.2	2.4	2.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.6	34.8	36.3	35.5	34.9
稅前利率	51.1	48.1	50.8	35.0	34.1
淨利潤率	39.1	31.4	34.6	20.5	19.9
核心淨利潤率	33.0	30.5	33.0	20.5	19.9
有效稅率	23.5	35.1	31.7	38.6	38.4
增長 (%)					
收入	6.3	30.2	12.6	104.2	11.7
毛利	2.0	30.9	17.2	100.1	9.9
息稅前收益	17.8	16.3	80.3	61.0	7.5
淨利潤	1.4	4.5	24.4	21.1	8.2
核心淨利潤	0.7	12.6	20.6	21.8	27.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.6	1.7	1.6	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	48.5	55.3	67.4	22.0	19.7
平均應付帳款周轉天數	792.2	647.5	586.2	360.7	358.7
平均存貨周轉天數	2,292.6	2,009.0	1,944.7	1,123.6	1,053.4
淨負債/總權益比率 (%)	66.8	67.9	73.4	71.7	74.9
回報率 (%)					
資本回報率	14.5	13.1	14.8	16.2	15.7
資產回報率	3.1	2.7	2.9	3.4	3.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.147	1.169	1.427	1.728	1.869
每股股息(人民幣)	0.510	0.410	0.650	0.650	0.770
每股賬面值(人民幣)	7.84	8.75	9.62	10.69	11.89

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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关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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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作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上责任。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士。