

合景泰富(1813 HK)

2018 全年銷售達標

- ❖ **2018 年交貨略有放緩。**我們最近與公司會面，管理層表示 2018 年房地產交貨或較預期慢，但實際數量仍在審計中。此外，受市場情緒變動影響，去化率從 2018 上半年的 65% 放緩至 2018 下半年的 60%。因此，我們將 2018 年的盈利預測下調 12.5% 至 45 億元 (人民幣·下同)，但上調 2019 年預測 5.6% 至 54.5 億元。
- ❖ **完成 2018 年銷售目標。**2018 年合同銷售總額上升 72.3% 至 655 億元，剛剛達到 650 億元的全年目標。長三角區和大灣區 2018 年的銷售額分別佔公司總銷售額 40% 和 30%。在 2018 年下半年，公司以 230 億元收購了 430 萬平方米應佔權益土地儲備，並進軍溫州、江門、中山和肇慶。雖然 2019 年銷售目標尚待確定，但合景泰富有信心在 2019 年實現低至中雙位數銷售額增長。
- ❖ **兩個香港項目將於 2019 年開售。**合景泰富已與龍光 (3380 HK, 買入) 和龍湖 (960 HK, 買入) 合夥投資香港房地產市場。我們最近考察了公司的建築工地，兩個地盤現階段正進行地基工作，因此我們預計項目最早可在 2019 年下半年推出市場。啟德項目 (與龍湖 50/50 投資) 的目標是中端市場，計劃 2019 年和 2020 年共推售約 900 個單位，預測平均售價每平方米 28 萬元。另一個鴨脷洲項目 (與龍光 50/50 投資) 則針對高端市場，計劃 2019 年及 2020 年共推售 200 個單位。鴨脷洲項目每個單位的面積約為 180 至 200 平方米，預測平均售價每平方米 38 萬元。
- ❖ **2018 年新開四家購物中心。**2018 年共有四家購物中心於北京、成都和蘇州開業，租用率達 90%，但全年效應將於 2019 年顯現。我們預計 2019 年租金收入將增加 35.6% 至 3.88 億元。此外，公司還投資於輕資產商業模式的長期租賃公寓，目前約有 2,000 套出租公寓正在營運。
- ❖ **下調目標價至 11.32 港元。**截至 2018 年 6 月，公司淨負債比率為 77.3%。我們預計 2018 年底淨負債比率會略為回落至 73.4%。公司去年末發行了約 1.5 億美元的兩年期票據，票息率為 9.85%，較之前的票息高。我們認為這是由於市場環境影響所致。我們預測 2019 年公司每股資產淨值為 18.87 港元，並將目標價由 12.09 港元下調至 11.32 港元，相當於資產淨值折讓 40%。重申買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	8,865	11,543	12,994	26,532	29,642
淨利潤 (百萬人民幣)	3,465	3,620	4,502	5,452	5,897
每股盈利 (人民幣)	1.15	1.17	1.43	1.73	1.87
每股盈利變動 (%)	-0.4	1.9	22.1	21.1	8.2
市盈率 (倍)	8.5	8.4	4.8	4.0	3.7
市帳率 (倍)	1.2	1.1	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	5.2	4.2	9.5	9.5	11.2
權益收益率 (%)	14.5	13.1	14.8	16.2	15.7
淨財務杠杆率 (%)	66.8	67.9	73.4	71.7	74.9

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$11.32
(過去目標價)	HK\$12.52)
潛在升幅	+44.9%
當前股價	HK\$7.81

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值 (百萬港元)	24,790
3 月平均流通量 (百萬港元)	61.3
52 周內股價高/低 (港元)	13.27/4.84
總股本 (百萬)	3,155

資料來源：彭博

股東結構

孔健岷	61.7%
自由流通	38.3%

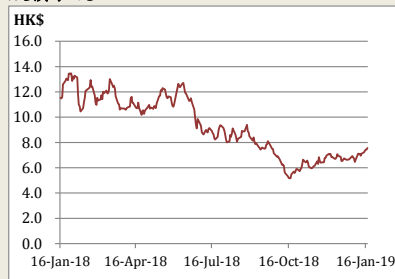
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.0%	7.8%
3-月	38.1%	30.3%
6-月	-8.0%	-4.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: E&Y

公司網站: 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并無直接或間接關係。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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并不時自行及/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信息，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士。