

合景泰富 (1813 HK, HK\$5.88 目標價: HK\$7.68, 買入) — 股息豐厚

- ❖ **2016年基礎盈利增加13%**。因為交付面積增加6.3%至63萬平方米，2016年營業額增加6.3%至88.7億元(人民幣·下同)，毛利率輕微下降1.5個百分點至34.6%，但仍是行業中表現較好的一家。不過，3.05億元的外匯收益及1.7億元的利息收入抵銷了1.17億元的債券贖回費用；此外，因為利息資本化的比例減少，財務費用由2015年的1,000萬元上升至2016年的1.6億元，因此2016年的基本盈利增加12.6%至29.2億元，比我們預期的28.5億元高2.4%。公司宣佈派發末期息0.4元及特別股息0.11元。
- ❖ **2017年物業銷售目標280億元**。2016年的應佔權益銷售金額及面積分別增加10.4%至223億元及12.5%至171萬平方米。在2017首2個月，應佔權益銷售金額繼續增加18.9%至32.1億元。2017年，約值460億元的57個物業項目會推出市場銷售，其中15個為全新項目，所以2017年的銷售目標定為280億元。此外，銷售商業物業將是2017年的焦點，位於北京、上海、廣州及成都的寫字樓將可能整棟銷售，該批商業物業的貨值估計達100億元。
- ❖ **進入香港市場**。合景泰富與龍光地產(3380 HK, 未評級)聯手投資香港物業市場，兩家公司在2017年2月一同聯手購入香港鴨脷洲的土地，總建築面積為76萬平方呎，總地價為166億港元或平均地價為每平方呎22,118港元，該項目將於2020年推出發售。公司目前在15個城市投資共68個項目，總應佔權益土地儲備為1,180萬平方米。兩個位於上海及廣州的購物中心在2016年開始營運，未來更多的購物中心會在北京、成都及蘇州經營。
- ❖ **2016年的淨負債比率下跌至67%**。淨負債比率由2015年末的69.0%下降至2016年末的66.8%，於2016年12月，公司手持現金269億元，總借貸為430億元，其中48億元為短期貸款。所以公司具足夠財力派發高息，2016年的派息比率為44.4%。
- ❖ **上調目標價**。反映交付物業的假設改變，我們分別下調2016及2017年盈利預測4.4%至35.8億元及5.2%至42.0億元。我們更推出2017年底的每股資產淨值預測為15.36港元，以資產淨值折讓50%計算，目標價由6.86港元上調至7.68港元。評級維持為「買入」。

文幹森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

合景泰富 (1813 HK)

評級	買入
收市價	HK\$5.88
目標價	HK\$7.68
市值(港幣百萬)	17,956
過去3月平均交易(港幣百萬)	45.9
52周高/低(港幣)	5.96/4.2
發行股數(百萬)	3,054
主要股東	孔健岷(61.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	12.3%	9.8%
3月	32.3%	17.3%
6月	7.2%	2.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬元人民幣)	8,340	8,865	16,546	20,113	21,588
淨利潤(百萬元人民幣)	3,416	3,465	3,584	4,199	4,656
每股收益(人民幣)	1.151	1.147	1.174	1.375	1.525
每股收益變動(%)	18.1	2.5	(0.4)	2.3	17.2
市盈率(x)	4.5	4.6	4.5	3.8	3.4
市帳率(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	5.5	9.7	9.2	10.7	12.4
權益收益率(%)	15.3	14.5	13.8	14.6	14.7
淨財務槓桿率(%)	69.0	66.8	67.7	60.4	68.2

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	8,340	8,865	16,546	20,113	21,588
物業發展	7,563	7,923	15,408	18,665	19,930
投資物業	154	182	253	478	595
酒店	367	390	486	521	543
其他	255	370	400	450	520
銷售成本	(5,330)	(5,795)	(10,463)	(12,493)	(13,274)
毛利	3,009	3,070	6,084	7,620	8,314
銷售費用	(277)	(323)	(397)	(463)	(497)
行政費用	(775)	(969)	(827)	(965)	(1,036)
其他收益	72	614	86	108	103
息稅前收益	2,031	2,392	4,945	6,300	6,884
融資成本	(10)	(160)	(413)	(420)	(434)
聯營公司	1,933	2,130	1,050	994	1,149
特殊收入	710	166	-	-	-
稅前利潤	4,662	4,527	5,581	6,873	7,598
所得稅	(1,249)	(1,066)	(1,894)	(2,458)	(2,715)
非控制股東權益	3	3	(103)	(216)	(226)
淨利潤	3,416	3,465	3,584	4,199	4,656
核心淨利潤	2,596	2,922	3,584	4,199	4,656

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	37,190	35,795	39,830	42,900	46,930
物業、廠房及設備	4,613	4,931	5,350	5,550	5,880
投資物業	9,550	10,533	11,400	11,900	12,800
聯營公司	21,830	18,998	21,700	24,000	26,800
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,197	1,333	1,380	1,450	1,450
流動資產	42,492	74,947	78,918	84,471	88,282
現金及現金等價物	12,566	26,902	27,768	29,421	26,832
應收貿易款項	2,265	2,357	2,400	2,800	3,200
存貨	27,429	45,370	48,500	52,000	58,000
關連款項	29	30	-	-	-
其他	203	288	250	250	250
流動負債	32,190	47,309	51,500	55,300	58,680
借債	3,983	4,754	5,400	4,800	4,980
應付貿易賬款	9,562	15,593	16,700	19,500	21,600
應付稅項	4,719	5,431	5,400	5,600	5,600
關連款項	13,926	21,531	24,000	25,400	26,500
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	25,133	39,424	41,211	43,291	44,791
借債	24,015	38,196	40,000	42,000	43,500
遞延稅項	1,116	1,226	1,200	1,280	1,280
其他	2	2	11	11	11
少數股東權益	18	58	60	70	85
淨資產總值	22,341	23,950	25,977	28,710	31,656
股東權益	22,341	23,950	25,977	28,710	31,656

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	2,031	2,392	4,945	6,300	6,884
折舊和攤銷	154	144	216	233	242
營運資金變動	(588)	(14,671)	(5,727)	(3,600)	(6,300)
稅務開支	(517)	(244)	(1,951)	(2,178)	(2,715)
其他	(778)	11,629	6,553	4,114	3,540
經營活動所得現金淨額	301	(749)	4,035	4,869	1,650
購置固定資產	(239)	(1,325)	(1,343)	(833)	(1,392)
聯營公司	(1,131)	2,831	(2,702)	(2,300)	(2,800)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,370)	1,507	(4,044)	(3,133)	(4,192)
股份發行	4	-	-	-	-
淨銀行借貸	2,810	14,952	2,450	1,400	1,680
股息	(725)	(869)	(1,557)	(1,466)	(1,710)
其他	(200)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,890	14,083	893	(66)	(30)
現金增加淨額	820	14,841	883	1,670	(2,572)
年初現金及現金等價物	10,094	10,946	25,771	26,637	28,290
匯兌	32	(17)	(17)	(17)	(17)
年末現金及現金等價物	10,946	25,771	26,637	28,290	25,701
受限制現金	1,620	1,131	1,131	1,131	1,131
資產負債表的現金	12,566	26,902	27,768	29,421	26,832

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	90.7	89.4	93.1	92.8	92.3
投資物業	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
總額	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
稅前利率	55.9	51.1	33.7	34.2	35.2
淨利潤率	41.0	39.1	21.7	20.9	21.6
核心淨利潤率	31.1	33.0	21.7	20.9	21.6
有效稅率	26.8	23.5	33.9	35.8	35.7
增長 (%)					
收入	(20.3)	6.3	86.6	21.6	7.3
毛利	(19.0)	2.0	98.1	25.3	9.1
息稅前收益	(15.8)	17.8	106.7	27.4	9.3
淨利潤	4.4	1.4	3.4	17.2	10.9
核心淨利潤	10.0	0.7	12.6	22.7	17.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5
平均應收賬款周轉天數	49.6	48.5	26.5	25.4	27.1
平均應付帳款周轉天數	668.0	792.2	563.3	528.8	565.1
平均存貨周轉天數	1,911.0	2,292.6	1,637.4	1,468.1	1,512.3
淨負債/ 總權益比率 (%)	69.0	66.8	67.7	60.4	68.2
回報率 (%)					
資本回報率	15.3	14.5	13.8	14.6	14.7
資產回報率	4.3	3.1	3.0	3.3	3.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.151	1.147	1.174	1.375	1.525
每股股息(人民幣)	0.290	0.510	0.480	0.560	0.650
每股賬面值(人民幣)	7.46	7.84	8.51	9.40	10.37

來源: 公司、招銀國際證券預測

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。