

合景泰富 (1813 HK)

2020 年核心利潤目標 90 億人民幣

❖ **中期核心利潤增長 17%。**2017 年上半年，公司物業交付面積增加 16.4%至 45 萬平方米；平均銷售價格上漲 25.5%至 16,303 元人民幣/平米。因此，當期物業銷售收入大幅增長 46.1%至 73 元人民幣。同時，由於投資物業增加，租金收入也大幅增長 76.3%至 1.29 億元人民幣。當期總收入為 78.6 億元人民幣，同比增長 46.1%。毛利率則與去年同期持平，維持在 36.0%。由於合營及聯營公司利潤貢獻下滑以及投資物業重估減少拖累了盈利增長，當期淨利潤增長 9.5%至 15.6 億元人民幣。剔除投資物業重估的影響後，核心利潤增長 17.4%至 14.4 億元人民幣。公司宣佈中期每股派息 0.1 元人民幣。

❖ **合約銷售增長低於同業平均。**截止到今年 6 月，公司累計權益銷售為 146.2 億元人民幣，同比增長 28.0%，低於同業平均水準。我們認為這是由於上半年 45%的權益銷售來自一線城市，包括廣州、上海、北京。這些一線城市嚴格的調控措施使得公司銷售有所放緩。公司維持了今年 280 億元人民幣的銷售目標，並且下半年將有 335 億人民幣的可售貨值。截止到 7 月，公司已經去化了其中 60.5%

❖ **總可售貨值達 4,500 億元人民幣。**今年上半年，公司通過招拍掛獲得了 13 塊土地，權益面積達 125 萬平方米；通過收並購獲得了 10 個項目，權益建築面積約 291 萬平方米。此外，公司分別與龍湖地產(960HK,買入)和龍光地產(3380HK,買入)合作在香港投資了兩個地塊。截止到 8 月，公司總權益土地儲備達 1,567 萬平方米。公司預計現有土地儲備貨值達 4,500 億元人民幣。能夠在 2018-2020 年期間，為公司帶來每年 30-40%的盈利增長，預計核心利潤將在 2020 年超過 90 億元人民幣。

❖ **目標在 2020 年經常性收入達 30 億元人民幣。**經常性收入(包括租金、酒店和物業管理收入)在今年上半年增長 22.3%至 5.23 億元人民幣。公司預計到 2020 年，將有 14 座寫字樓、14 座酒店以及 8 家購物中心投入運營。屆時總可租賃面積達 200 萬平方米，權益經常性收入將達到 30 億元人民幣。截止到上半年底，公司平均借貸成本為 5.8%。我們相信公司穩定的經常性收入在未來能夠幫助公司繼續降低借貸成本。

❖ **上調預測及目標價。**截止到上半年底，公司淨負債率為 64.1%。我們認為由於銷售和持有投資物業的需要，淨負債率將有所上升，考慮到公司良好的業務前景以及平均售價的上升，我們分別上調 2017-2019 年的淨利潤預測 4.7%、5.3%及 4.8%至 37.5 億、44.2 億和 48.8 億元人民幣。我們同時將 2017 年底的淨資產預測由 15.36 港元升至 15.97 港元，因此目標價由 7.68 港元調升至 7.98 港元，相等於 50%的與淨資產折讓，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	8,340	8,865	17,440	22,313	24,533
淨利潤 (百萬人民幣)	3,416	3,465	3,753	4,423	4,880
每股收益 (人民幣)	1.15	1.15	1.23	1.45	1.60
每股收益變動 (%)	2.5	-0.4	7.2	17.9	10.3
市盈率(x)	4.7	4.7	4.4	3.7	3.4
市帳率(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	5.4	9.4	8.9	10.3	12.0
權益收益率 (%)	15.3	14.5	14.4	15.2	15.1
淨財務杠杆率(%)	69.0	66.8	75.1	77.0	81.4

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	HK\$7.98
(過去目標價)	HK\$7.68)
潛在升幅	+26.7%
當前股價	HK\$6.30

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

中國房地產行業

市值(百萬港元)	19,814
3月平均流通量(百萬港元)	65.5
5周內股價高/低(港元)	6.38/4.11
總股本(百萬)	3,054

資料來源：彭博

股東結構

孔健岷	61.2%
自有流通	38.8%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.1%	-0.1%
3-月	-3.3%	-10.8%
6-月	19.7%	2.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Ernst & Young

公司網站: www.kwgproperty.com

財務摘要

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	17,440	22,313	24,533
物業發展	7,563	7,923	16,302	20,865	22,875
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)	(10,796)	(13,908)	(15,432)
毛利	3,009	3,070	6,644	8,405	9,101
銷售費用	(277)	(323)	(419)	(513)	(564)
行政費用	(775)	(969)	(872)	(1,071)	(1,178)
其他收益	72	614	121	136	121
息稅前收益	2,031	2,392	5,474	6,957	7,481
融資成本	(10)	(160)	(428)	(448)	(454)
聯營公司	1,933	2,130	1,050	994	1,149
特殊收入	710	166	65	-	-
稅前利潤	4,662	4,527	6,161	7,502	8,175
所得稅	(1,249)	(1,066)	(2,306)	(2,882)	(3,049)
非控制股東權益	3	3	(103)	(196)	(246)
淨利潤	3,416	3,465	3,753	4,423	4,880
核心淨利潤	2,596	2,922	3,636	4,423	4,880

資料來源：公司及招銀國際預測

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	53,250	57,950	62,180
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	35,000	39,000	42,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,197	1,333	1,500	1,500	1,500
流動資產	42,492	74,947	68,998	71,870	74,355
現金及現金等價物	12,566	26,902	28,348	26,820	22,905
應收貿易款項	2,265	2,357	2,400	2,800	3,200
存貨	27,429	45,370	38,000	42,000	48,000
關連款項	29	30	-	-	-
其他	203	288	250	250	250
流動負債	32,190	47,309	49,200	52,700	56,400
借債	3,983	4,754	3,500	3,800	4,000
應付貿易賬款	9,562	15,593	15,700	17,500	19,600
應付稅項	4,719	5,431	6,000	6,000	6,300
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	46,202	47,282	47,082
借債	24,015	38,196	45,000	46,000	45,800
遞延稅項	1,116	1,226	1,200	1,280	1,280
其他	2	2	2	2	2
少數股東權益	18	58	700	735	780
淨資產總值	22,341	23,950	26,146	29,103	32,273
股東權益	22,341	23,950	26,146	29,103	32,273

資料來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	2,031	2,392	5,474	6,957	7,481
折舊和攤銷	154	144	216	233	242
營運資金變動	(588)	(14,671)	4,773	(4,100)	(6,300)
稅務開支	(517)	(244)	(1,763)	(2,802)	(2,749)
其他	(778)	11,629	6,215	3,201	3,531
經營活動所得現金淨額	301	(749)	14,916	3,488	2,204
購置固定資產	(239)	(1,325)	(1,343)	(833)	(1,392)
聯營公司	(1,131)	2,831	(16,002)	(4,000)	(3,000)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,370)	1,507	(17,344)	(4,833)	(4,392)
股份發行	4	-	-	-	-
淨銀行借貸	2,810	14,952	5,550	1,300	-
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	3,993	(166)	(1,710)
現金增加淨額	820	14,841	1,564	(1,511)	(3,898)
年初現金及現金等價物	10,094	10,946	25,771	27,318	25,790
匯兌	32	(17)	(17)	(17)	(17)
年末現金及現金等價物	10,946	25,771	27,318	25,790	21,875
受限制現金	1,620	1,131	1,030	1,030	1,030
資產負債表的現金	12,566	26,902	28,348	26,820	22,905

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業發展	90.7	89.4	93.5	93.5	93.2
投資物業	1.9	2.1	1.4	2.1	2.4
酒店	4.4	4.4	2.8	2.3	2.2
其他	3.1	4.2	2.3	2.0	2.1
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	38.1	37.7	37.1
稅前利率	55.9	51.1	35.3	33.6	33.3
淨利潤率	41.0	39.1	21.5	19.8	19.9
核心淨利潤率	31.1	33.0	20.8	19.8	19.9
有效稅率	26.8	23.5	37.4	38.4	37.3
增長 (%)					
收入	(20.3)	6.3	96.7	27.9	9.9
毛利	(19.0)	2.0	116.4	26.5	8.3
息稅前收益	(15.8)	17.8	128.9	27.1	7.5
淨利潤	4.4	1.4	8.3	17.9	10.3
核心淨利潤	10.0	0.7	12.6	24.4	21.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.6	1.4	1.4	1.3
平均應收款周轉天數	49.6	48.5	25.1	22.9	23.8
平均應付帳款周轉天數	668.0	792.2	529.0	435.6	438.8
平均存貨周轉天數	1,911.0	2,292.6	1,409.3	1,049.7	1,064.4
淨負債/總權益比率 (%)	69.0	66.8	75.1	77.0	81.4
回報率 (%)					
資本回報率	15.3	14.5	14.4	15.2	15.1
資產回報率	4.3	3.1	3.1	3.4	3.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.151	1.147	1.229	1.448	1.598
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	8.56	9.53	10.57

資料來源：公司及招銀國際預測

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，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士。