

### 合景泰富(1813 HK, HK\$5.63, 目标价: HK\$8.95, 买入) — 更着力于一线城市

- ❖ **中期纯利平稳。**受到确认均价上升 31%至每平方米 12,134 元(人民币·下同)带动, 2014 年 1-6 月份的营业额上升 17.0%至 54.3 亿元。2014 年上半年毛利率维持于去年水平的 35.7%。公司在今年 1 月赎回美元高息债而产生 1.37 亿元开支, 不过, 高比率的利息资本化使利息开支减至 608 万元。2014 年上半年纯利下跌 0.9%至 13.5 亿元; 扣除投资物业重估收益, 2014 年上半年核心纯利上升 3.1%至 10.3 亿元。
- ❖ **2014 年 1-7 月销售上升 25%。**2014 年 1-7 月, 应占权益的合同销售金额及面积分别上升 25.4%至 115 亿元及 20.1%至 85 万平方米, 即表示公司已完成 2014 年销售目标 210 亿元的 54.7%。于 2014 上半年, 约 70%的销售来自一线城市、30%来自二线城市。合景泰富于 2014 下半年将推出 7 个分别位于南宁、杭州、天津及北京的新项目销售, 2014 下半年的可售资源为 190 亿元, 只要取得 58% 的去货率, 合景泰富便能达成全年的销售目标。公司在 2014 上半年的去货率为 63%。
- ❖ **集中于一线城市。**合景泰富于 2014 上半年购入 7 幅位于广州、杭州、北京及南宁的土地, 总建筑面积为 161 万平方米。目前公司的总应占权益的土地储备达 1,050 万平方米, 分布于上海、苏州、成都、海南、北京、佛山、天津、杭州、南宁及广州。以面积计算, 项目于一线及二线城市的比例为 56/44, 公司对一线城市的物业市场充满信心。
- ❖ **负债比率增加。**因为在 2014 上半年购入 67 亿元的土地, 净负债与总权益比率由 2013 年末的 56.3%上升至 2014 年中的 70.4%。公司在 2014 上半年已付出 65 亿元的土地金, 未付的土地金总额为 9.4 亿元, 其中 1.9 亿元将在 2014 下半年支付。为了减省借贷成本, 合景泰富于 2014 年 1 月及 8 月分别赎回 2 笔高息债, 因此分别录得支出 1.37 亿元及 8000 万元。公司目前的借贷成本减少 50 点子至 8.3%。
- ❖ **调高目标价。**我们分别轻微调整 2014-16 年盈利预测 4.4%/ -4.3%/ -7.8%至 34.0 亿元、41.0 亿元及 52.4 亿元。在 2014 上半年购入新的土地后, 我们将 2014 年底的每股资产净值预测由之前的 14.75 港元上升至 14.91 港元。因此目标价由 7.38 港元上升至 8.95 港元, 较每股资产净值折让 40%, 评级维持为买入。

#### 合景泰富 (1813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$5.63
目标价	HK\$8.95
市值(港币百万)	16,587
过去 3 月平均交易(港币百万)	39
52 周高/低(港币)	6.1/3.46
发行股数(百万)	2,893
主要股东	孔健岷(60.5%)

来源: 彭博

#### 股价表现

	绝对	相对
1 月	3.2%	2.8%
3 月	17.6%	9.7%
6 月	45.8%	34.5%

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万元人民币)	9,676	9,468	14,737	19,238	24,477
净利润(百万元人民币)	2,406	2,750	3,398	4,101	5,237
每股收益(人民币)	0.832	0.950	1.174	1.418	1.810
每股收益变动(%)	14.4	14.3	23.6	20.7	27.7
市盈率(x)	5.4	4.7	3.8	3.2	2.5
市帐率(x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	3.3	6.4	6.7	7.8	8.9
权益收益率(%)	15.7	15.4	16.7	17.4	18.8
净财务杠杆率(%)	63.5	56.3	61.7	59.5	54.4

来源: 公司及招銀国际研究部

**利润表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E	FY15E
<b>收入</b>	<b>9,676</b>	<b>9,468</b>	<b>14,737</b>	<b>19,238</b>	<b>24,477</b>
物业发展	9,330	8,977	14,118	18,528	23,722
投资物业	143	145	149	152	157
酒店	84	203	269	308	318
其他	119	143	200	250	280
销售成本	(6,141)	(6,036)	(9,397)	(12,304)	(15,579)
<b>毛利</b>	<b>3,536</b>	<b>3,432</b>	<b>5,340</b>	<b>6,934</b>	<b>8,898</b>
销售费用	(251)	(261)	(339)	(385)	(490)
行政费用	(643)	(753)	(884)	(923)	(1,053)
其他收益	72	74	(125)	103	120
<b>息税前收益</b>	<b>2,715</b>	<b>2,492</b>	<b>3,992</b>	<b>5,729</b>	<b>7,476</b>
融资成本	(70)	(214)	(20)	(22)	(24)
联营公司	478	884	949	805	1,028
特殊收入	643	541	111	-	-
<b>税前利润</b>	<b>3,766</b>	<b>3,704</b>	<b>5,032</b>	<b>6,512</b>	<b>8,480</b>
所得税	(1,333)	(955)	(1,625)	(2,396)	(3,100)
非控制股东权益	(27)	1	(10)	(14)	(142)
<b>净利润</b>	<b>2,406</b>	<b>2,750</b>	<b>3,398</b>	<b>4,101</b>	<b>5,237</b>
<b>核心净利润</b>	<b>1,951</b>	<b>2,344</b>	<b>3,087</b>	<b>4,101</b>	<b>5,237</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E	FY15E
<b>非流动资产</b>	<b>19,166</b>	<b>25,140</b>	<b>28,650</b>	<b>30,500</b>	<b>32,700</b>
物业、厂房及设备	3,744	4,035	4,150	4,400	4,500
投资物业	5,255	6,135	6,450	6,800	7,000
联营公司	8,949	13,974	17,000	18,200	20,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,218	996	1,050	1,100	1,200
<b>流动资产</b>	<b>29,699</b>	<b>36,451</b>	<b>43,377</b>	<b>49,405</b>	<b>55,535</b>
现金及现金等价物	6,444	10,859	10,917	11,225	11,835
应收贸易款项	1,181	2,476	2,800	3,000	3,200
存货	21,938	22,960	29,500	35,000	38,500
关连款项	-	0	-	-	-
其他	135	156	160	180	2,000
<b>流动负债</b>	<b>18,895</b>	<b>24,987</b>	<b>30,700</b>	<b>34,800</b>	<b>37,400</b>
借债	3,100	3,065	3,500	4,800	5,000
应付贸易账款	9,966	11,786	11,500	12,900	13,600
应付税项	3,374	3,735	3,700	3,800	3,800
关连款项	2,454	6,402	12,000	13,300	15,000
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>14,616</b>	<b>18,761</b>	<b>20,921</b>	<b>21,461</b>	<b>22,961</b>
借债	13,090	17,840	20,000	20,500	22,000
递延税项	815	910	910	950	950
其他	711	11	11	11	11
<b>少数股东权益</b>	<b>72</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>
<b>净资产总值</b>	<b>15,282</b>	<b>17,818</b>	<b>20,376</b>	<b>23,609</b>	<b>27,834</b>
<b>股东权益</b>	<b>15,282</b>	<b>17,818</b>	<b>20,376</b>	<b>23,609</b>	<b>27,834</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**现金流量表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY15E
息税前收益	2,715	2,492	3,992	5,729	7,476
折旧和摊销	76	69	84	87	92
营运资金变动	(289)	635	(7,197)	(5,300)	(3,500)
税务开支	(1,149)	(549)	(1,659)	(2,256)	(3,100)
其他	(343)	1,409	6,829	2,920	1,164
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,011</b>	<b>4,056</b>	<b>2,048</b>	<b>1,180</b>	<b>2,131</b>
购置固定资产	(1,218)	(932)	(473)	(587)	(392)
联营公司	(897)	(3,743)	(3,026)	(1,200)	(1,800)
其他	-	-	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(2,116)</b>	<b>(4,675)</b>	<b>(3,498)</b>	<b>(1,787)</b>	<b>(2,192)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	2,624	5,558	2,595	1,800	1,700
股息	(636)	(434)	(839)	(868)	(1,013)
其他	20	2	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>2,007</b>	<b>5,126</b>	<b>1,756</b>	<b>932</b>	<b>687</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>902</b>	<b>4,507</b>	<b>306</b>	<b>325</b>	<b>627</b>
年初现金及现金等价物	4,025	4,927	9,414	9,703	10,011
汇兑	0	(20)	(17)	(17)	(17)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>4,927</b>	<b>9,414</b>	<b>9,703</b>	<b>10,011</b>	<b>10,621</b>
受限制现金	1,517	1,444	1,214	1,214	1,214
<b>资产负债表的现金</b>	<b>6,444</b>	<b>10,859</b>	<b>10,917</b>	<b>11,225</b>	<b>11,835</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**主要比率**

年结: 12月31日	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E	FY15E
<b>销售组合(%)</b>					
物业发展	96.4	94.8	95.8	96.3	96.9
投资物业	1.5	1.5	1.0	0.8	0.6
酒店	0.9	2.1	1.8	1.6	1.3
其他	1.2	1.5	1.4	1.3	1.1
<b>总额</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	36.5	36.2	36.2	36.0	36.4
税前利率	38.9	39.1	34.1	33.8	34.6
净利润率	24.9	29.0	23.1	21.3	21.4
核心净利润率	20.2	24.8	20.9	21.3	21.4
有效税率	35.4	25.8	32.3	36.8	36.6
<b>增长(%)</b>					
收入	(4.4)	(2.2)	55.6	30.5	27.2
毛利	(20.9)	(2.9)	55.6	29.9	28.3
息税前收益	(28.5)	(8.2)	60.2	43.5	30.5
净利润	14.4	14.3	23.6	20.7	27.7
核心净利润	45.3	4.9	20.1	31.7	32.9
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	22.3	47.7	34.7	28.5	23.9
平均应付帐款周转天数	611.8	657.7	452.2	361.9	310.4
平均存货周转天数	1,274.8	1,357.5	1,018.9	956.7	861.0
净负债/ 总权益比率 (%)	63.5	56.3	61.7	59.5	54.4
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	15.7	15.4	16.7	17.4	18.8
资产回报率	4.9	4.5	4.7	5.1	5.9
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.832	0.950	1.174	1.418	1.810
每股股息(人民币)	0.150	0.290	0.300	0.350	0.400
每股账面值(人民币)	5.28	6.16	7.04	8.15	9.61

来源: 公司及招银国际研究部

## 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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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为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法律责任。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。

本公司或其附属关联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商投资者

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。