

合景泰富 (1813 HK)

应占收入稳步上升

- ❖ **收入可能会误导。**今年上半年，公司收入下滑 55.9% 至 34.6 亿元(人民币，下同)，这是由于交付面积下降 46%，以及确认均价下降 32% 所致。同时，由于上半年只有 70% 的利息在资本化(去年同期为 92%)，财务费用增加 3.5 倍至 6.42 亿元。但期内公司整栋出售了位于广州的写字楼整栋，录得 1.17 元的收益，并且是免税的。因此，上半年的税费下降 28.9% 至 7.62 亿元。剔除投资物业重估的影响后，18 年上半年核心盈利增长 36.2% 至 19.6 亿元。公司宣派每股 0.25 元的中期股息，而去年同期为 0.1 元。
- ❖ **上半年占比收入增长 8.5%。**公司将办公楼出售收入(30.5 亿元)和应占联营/合资公司(36.4 亿元)收入重新调整，列为占比收入。18 年上半年，占比收入增长 8.5% 至 101 亿元。此外，占比交付面积从 17 年上半年的 55.6 万平增加至 18 年上半年的 61.8 万平(包括联营/合资公司的 23 万平)。
- ❖ **未来合同销售额年均复合增长 40-50%。**2018 年公司将有 1,100 亿元的可售货值。公司在上半年推出了 11 个新项目，期内合同销售总额增长 82% 至 324 亿元。下半年将推出另外 20 个新项目，以实现全年 650 亿元的销售目标。目前，公司权益土储达 2,000 万平，在 39 个城市拥有 137 个项目，总货值达 5,500 亿元。公司期望在 2018 - 20 年期间合约销售实现 40-50% 的复合年增长。
- ❖ **到 2020 年出租面积达 300 万平。**上半年，公司投资物业，酒店及物业管理收入分别增长 4.7%，12.3% 及 29.3% 至 1.35 亿，2.23 亿及 2.53 亿元。公司计划到 2020 年形成一个 300 万平的投资物业资产。目前，共有 4 个购物中心和 5 个办公楼已经开业运营。北京，广州和佛山的另外 4 家购物中心计划在 2018 年 10 月至 12 月开业。公司今年也新开张了长期出租公寓业务。预计今年上海，杭州，南京，深圳，广州，佛山等 20 个项目开始出租。
- ❖ **上调目标价和预测。**净负债比率由 2017 年底的 67.9% 上升至 2018 年中的 77.3%。截至 2018 年 6 月，现金及 1 年内到期的债务分别为 416 亿元和 91 亿元。我们认为净负债率将在未来 3 年保持在 70% 左右，而整体资产负债表仍处于健康水平。我们将 2018 年的盈利预测上调 11.0% 至 51.4 亿元，以反映出售收益和较低的税率假设。我们将 18 年底每股预测资产净值从 20.86 港元调整为 20.15 港元。目标价由 11.21 港元上调至 12.09 港元，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	15,754	24,472	31,042
净利润(百万人民币)	3,465	3,620	5,143	5,165	6,074
每股收益(人民币)	1.15	1.17	1.63	1.64	1.92
每股收益变动(%)	-0.4	1.9	39.5	0.4	17.6
市盈率(x)	8.5	8.4	4.7	4.7	4.0
市帐率(x)	1.2	1.1	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	5.2	4.2	8.5	8.5	10.1
权益收益率(%)	14.5	13.1	16.6	15.1	16.0
净财务杠杆率(%)	66.8	67.9	70.0	70.1	72.6

数据来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$12.52
(过去目标价)	HK\$11.21
潜在升幅	+35.8%
当前股价	HK\$8.90

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

中国房地产行业

市值(百万港元)	28,237
3 月平均流通量(百万港元)	113.3
5 周内股价高/低(港元)	14.22/5.74
总股本(百万)	3,155

数据来源：彭博

股东结构

孔健岷	61.7%
自由流通	38.3%

数据来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.8%	-0.9%
3-月	-23.3%	-14.7%
6-月	-28.5%	-19.2%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.kwgproperty.com

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	8,865	11,543	15,754	24,472	31,042
物业发展	7,923	10,432	14,407	22,901	29,297
投资物业	182	231	286	388	461
酒店	390	424	521	543	565
其他	370	455	540	640	720
销售成本	(5,795)	(7,523)	(10,137)	(15,698)	(20,183)
毛利	3,070	4,020	5,617	8,774	10,859
销售费用	(323)	(433)	(410)	(661)	(838)
行政费用	(969)	(937)	(835)	(1,346)	(1,707)
其他收益	614	131	1,674	656	740
息税前收益	2,392	2,782	6,047	7,423	9,054
融资成本	(160)	(330)	(1,115)	(1,255)	(1,335)
联营公司	2,130	1,898	1,522	2,465	2,767
特殊收入	166	1,205	1,186	-	-
税前利润	4,527	5,555	7,639	8,634	10,486
所得税	(1,066)	(1,950)	(2,495)	(3,219)	(4,082)
非控制股东权益	3	15	(1)	(250)	(330)
净利润	3,465	3,620	5,143	5,165	6,074
核心净利润	2,922	3,523	4,933	5,165	6,074

数据来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	35,795	53,207	56,940	60,980	64,320
物业、厂房及设备	4,931	5,246	5,640	5,880	6,020
投资物业	10,533	13,719	14,800	15,600	16,800
联营公司	18,998	32,832	35,000	38,000	40,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,333	1,411	1,500	1,500	1,500
流动资产	74,947	81,738	99,625	101,369	104,159
现金及现金等价物	26,902	40,467	43,545	43,389	43,879
应收贸易款项	2,357	3,499	4,800	3,200	3,200
存货	45,370	37,449	50,800	54,500	56,800
关连款项	30	30	30	30	30
其他	288	293	450	250	250
流动负债	47,309	49,407	62,400	60,600	59,200
借债	4,754	3,741	6,400	4,000	4,800
应付贸易账款	15,593	11,099	15,500	18,300	19,600
应付税项	5,431	6,638	6,000	6,300	6,300
关连款项	21,531	27,929	34,500	32,000	28,500
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	39,424	57,292	61,502	65,902	69,422
借债	38,196	55,905	60,000	64,500	68,000
递延税项	1,226	1,385	1,500	1,400	1,420
其他	2	2	2	2	2
少数股东权益	58	638	1,680	1,750	1,800
净资产总值	23,950	27,607	30,983	34,097	38,057
股东权益	23,950	27,607	30,983	34,097	38,057

数据来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,392	2,782	6,047	7,423	9,054
折旧和摊销	150	147	184	198	208
营运资金变动	(11,145)	(15,567)	(12,296)	(800)	(2,000)
税务开支	(553)	(710)	(3,018)	(3,019)	(4,062)
其他	6,343	13,535	8,425	68	(1,412)
经营活动所得现金净额	(2,813)	187	(659)	3,870	1,787
购置固定资产	(1,358)	(870)	(1,486)	(1,092)	(1,501)
联营公司	4,675	(1,174)	(2,168)	(3,000)	(2,000)
其他	-	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	3,318	(2,043)	(3,655)	(4,092)	(3,501)
股份发行	0	-	-	-	-
净银行借贷	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)	-	-	-
融资活动所得现金净额	14,302	24,972	4,988	49	2,186
现金增加净额	14,807	23,115	674	(173)	473
年初现金及现金等价物	10,946	25,771	39,199	39,890	39,734
汇兑	17	(31)	17	17	17
年末现金及现金等价物	25,771	48,855	39,890	39,734	40,224
受限制现金	1,131	1,268	3,655	3,655	3,655
资产负债表中的现金	26,902	50,123	43,545	43,389	43,879

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业发展	89.4	90.4	91.5	93.6	94.4
投资物业	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
酒店	4.4	3.7	3.3	2.2	1.8
其他	4.2	3.9	3.4	2.6	2.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	34.6	34.8	35.7	35.9	35.0
税前利率	51.1	48.1	48.5	35.3	33.8
净利润率	39.1	31.4	32.6	21.1	19.6
核心净利润率	33.0	30.5	31.3	21.1	19.6
有效税率	23.5	35.1	32.7	37.3	38.9
增长(%)					
收入	6.3	30.2	36.5	55.3	26.8
毛利	2.0	30.9	39.7	56.2	23.8
息税前收益	17.8	16.3	117.4	22.8	22.0
净利润	1.4	4.5	42.1	0.4	17.6
核心净利润	0.7	12.6	20.6	40.0	4.7
资产负债比率					
流动比率(x)	1.6	1.7	1.6	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	48.5	55.3	55.6	23.9	18.8
平均应付账款周转天数	792.2	647.5	478.9	392.9	342.7
平均存货周转天数	2,292.6	2,009.0	1,588.8	1,224.2	1,006.4
净负债/总权益比率(%)	66.8	67.9	70.0	70.1	72.6
回报率(%)					
资本回报率	14.5	13.1	16.6	15.1	16.0
资产回报率	3.1	2.7	3.3	3.2	3.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.147	1.169	1.630	1.637	1.925
每股股息(人民币)	0.510	0.410	0.650	0.650	0.770
每股账面值(人民币)	7.84	8.75	9.82	10.81	12.06

数据来源:公司及招银国际预测

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之分析员，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于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。