

**力高地產 (1622 HK, HK\$3.39, 目標價: HK\$3.46, 持有) — 潛在的收購可增值**

- ❖ **405 萬平方米的土地儲備。**力高地產為一綜合的住宅及商業物業開發商，公司主力集中開發在國內的住宅物業項目。公司已進駐泛海峽西岸經濟區、環渤海經濟區、中西部及南中國多個重點經濟城市，包括南昌市、天津市、濟南市、煙台市、合肥市、咸陽市及深圳市。截至 2014 年 3 月 31 日，力高投資 16 個項目，總土地儲備為 405 萬平方米。
- ❖ **訂立框架協議及意向書計劃，包含 503 萬平方米的項目。**公司已簽訂 4 項框架協議及意向書，準備未來收購位於南昌、天津、煙台及咸陽市的地產項目。如果力高能成功購入以上項目，其土地儲備可額外增加 503 萬平方米，而總投資金額達 179 億元(人民幣·下同)，我們估計這四個項目可令力高的資產淨值上升 41.1 億元。
- ❖ **具競爭力的土地成本。**力高採用審慎的土地收購策略，土地成本具競爭力。2010-12 年的入賬平均土地成本分別為每平方米 445 元、每平方米 490 元及每平方米 528 元，相等於當年的入賬平均售價的 8.8%、11.0% 及 8.9%。雖然 2013 年的入賬平均土地成本上升至每平方米 1,112 元及相等於同期的入賬平均售價的 12.0%，但仍然合理。
- ❖ **2014 年銷售目標為 38 億元。**2010-13 年的合約銷售金額分別為 13 億元、19 億元、24 億元及 31 億元，公司定下 2014 年的銷售目標為 38 億元，我們估計 2014 年的可銷售資源為 74 億元及去貨率為 52%。
- ❖ **首次評級為持有。**我們預測 2014-16 年盈利分別為 5.54 億元、5.55 億元及 7.14 億元，相等於未來 3 年的年複合增長率 21.3%。此外，我們估計 2014 年底的每股資產淨值為 6.92 港元。公司股價相等於 2014 年 7.7 倍市盈率及與資產淨值折讓 51.0%，估值較同業為高。公司一方面會受惠於框架協議中的新項目加入，但另一方面公司規模較小及天津項目開發時間較長，我們相信以 50% 折讓率可反映公司目前面對的優點及缺點。目標價為 3.46 港元，相等於與資產淨值折讓 50%，潛在上升空間為 2.1%，首次評級為「持有」。

**力高 (1622 HK)**

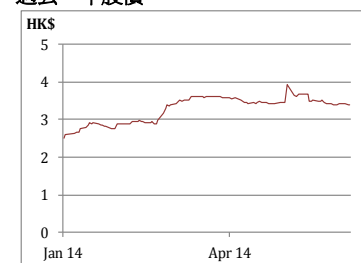
評級	持有
收市價	HK\$3.39
目標價	HK\$3.46
市值 (港幣百萬)	5,584
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	13
52 周高/低 (港幣)	4.1/2.47
發行股數 (百萬)	1,600
主要股東	黃氏兄弟(75%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	-13.7%	-15.4%
3 月	-2.6%	-6.7%
6 月	不適用	不適用

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	1,551	2,985	3,844	3,887	5,713
淨利潤 (百萬元人民幣)	66	400	554	555	714
每股收益 (人民幣)	0.055	0.333	0.354	0.347	0.446
每股收益變動 (%)	不適用	506.2	6.1	(1.9)	28.6
市盈率(x)	49.3	8.1	7.7	7.8	6.1
市帳率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
股息率 (%)	0.0	1.8	2.7	2.7	3.3
權益收益率 (%)	12.1	45.0	26.3	21.8	22.7
淨財務槓杆率 (%)	50.1	42.9	27.4	28.9	19.1

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>1,551</b>	<b>2,985</b>	<b>3,844</b>	<b>3,887</b>	<b>5,713</b>
物業發展	1,551	2,985	3,844	3,887	5,713
物業投資	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
銷售成本	(1,093)	(2,018)	(2,575)	(2,550)	(3,858)
<b>毛利</b>	<b>458</b>	<b>966</b>	<b>1,268</b>	<b>1,337</b>	<b>1,855</b>
銷售費用	(54)	(54)	(77)	(78)	(114)
行政費用	(81)	(107)	(143)	(124)	(171)
其他收益	(1)	21	2	3	3
<b>息稅前收益</b>	<b>323</b>	<b>826</b>	<b>1,050</b>	<b>1,138</b>	<b>1,572</b>
融資成本	(1)	5	(1)	(2)	(2)
聯營公司	(5)	(1)	(3)	(2)	(2)
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>317</b>	<b>829</b>	<b>1,046</b>	<b>1,134</b>	<b>1,568</b>
所得稅	(151)	(428)	(483)	(510)	(703)
非控制股東權益	(99)	(1)	(9)	(69)	(151)
<b>淨利潤</b>	<b>66</b>	<b>400</b>	<b>554</b>	<b>555</b>	<b>714</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>66</b>	<b>400</b>	<b>554</b>	<b>555</b>	<b>714</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流動資產</b>	<b>339</b>	<b>285</b>	<b>261</b>	<b>236</b>	<b>220</b>
物業、廠房及設備	13	12	13	14	15
投資物業	-	-	-	-	-
聯營公司	175	151	168	167	165
無形資產	121	95	50	20	-
其他	30	27	30	35	40
<b>流動資產</b>	<b>5,603</b>	<b>7,716</b>	<b>8,049</b>	<b>9,166</b>	<b>10,616</b>
現金及現金等價物	907	960	1,039	886	936
應收貿易款項	553	1,864	620	650	740
存貨	358	309	300	340	350
關連款項	3,688	4,505	6,000	7,200	8,500
其他	97	77	90	90	90
<b>流動負債</b>	<b>4,199</b>	<b>5,790</b>	<b>4,453</b>	<b>4,995</b>	<b>5,980</b>
借債	479	474	540	580	650
應付貿易賬款	3,395	4,323	3,580	4,050	4,940
應付稅項	117	246	270	300	325
關連款項	209	748	63	65	65
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>908</b>	<b>1,060</b>	<b>1,300</b>	<b>1,310</b>	<b>1,110</b>
借債	846	980	1,200	1,200	1,000
遞延稅項	62	80	100	110	110
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>288</b>	<b>263</b>	<b>450</b>	<b>550</b>	<b>600</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>546</b>	<b>889</b>	<b>2,107</b>	<b>2,547</b>	<b>3,146</b>
<b>股東權益</b>	<b>546</b>	<b>889</b>	<b>2,107</b>	<b>2,547</b>	<b>3,146</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	323	826	1,050	1,138	1,572
折舊和攤銷	17	16	13	9	7
營運資金變動	158	(1,338)	(1,133)	(1,160)	(1,300)
稅務開支	(175)	(215)	(441)	(475)	(683)
其他	(0)	(66)	(358)	444	703
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>322</b>	<b>(776)</b>	<b>(869)</b>	<b>(44)</b>	<b>298</b>
購置固定資產	(5)	(4)	-	-	-
聯營公司	-	-	(8)	(39)	(8)
其他	(124)	803	5	5	5
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(129)</b>	<b>799</b>	<b>(3)</b>	<b>(34)</b>	<b>(3)</b>
股份發行	-	-	744	-	-
淨銀行借貸	120	232	286	40	(130)
股息	-	-	(80)	(115)	(115)
其他	163	(129)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>283</b>	<b>103</b>	<b>950</b>	<b>(75)</b>	<b>(245)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>476</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>(153)</b>	<b>50</b>
年初現金及現金等價物	229	704	828	907	754
匯兌	(0)	(1)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>704</b>	<b>828</b>	<b>907</b>	<b>754</b>	<b>804</b>
受限制現金	203	132	132	132	132
<b>資產負債表的現金</b>	<b>907</b>	<b>960</b>	<b>1,039</b>	<b>886</b>	<b>936</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
物業投資	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>總額</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	29.5	32.4	33.0	34.4	32.5
稅前利率	20.4	27.8	27.2	29.2	27.5
淨利潤率	4.3	13.4	14.4	14.3	12.5
核心淨利潤率	4.3	13.4	14.4	14.3	12.5
有效稅率	47.8	51.7	46.1	44.9	44.9
<b>增長率 (%)</b>					
收入	14.4	92.4	28.8	1.1	47.0
毛利率	70.2	110.9	31.3	5.4	38.8
稅前利潤	95.2	161.9	26.1	8.4	38.3
淨利潤	(22.7)	506.2	38.5	0.1	28.6
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	14.4	92.4	28.8	1.1	47.0
平均應收賬款周轉天數	130.0	228.0	58.9	61.0	47.3
平均應付帳款周轉天數	1,134.0	781.8	507.4	579.6	467.4
平均存貨周轉天數	1,232.0	814.7	850.4	1,030.4	804.2
淨負債/ 總股本比率 (%)	50.1	42.9	27.4	28.9	19.1
淨負債/ 權益比率 (%)	76.5	55.5	33.3	35.1	22.7
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	12.1	45.0	26.3	21.8	22.7
資產回報率	1.1	5.0	6.7	5.9	6.6
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.055	0.333	0.354	0.347	0.446
每股股息(人民幣)	-	0.050	0.072	0.072	0.090
每股賬面值(人民幣)	4.95	6.67	5.19	5.88	6.77

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: 香港中環夏愨道 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(1)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。