

合景泰富 (1813 HK)

股价已反映现况

- ❖ **预期的业绩。**2017年营业额及纯利分别增加30.2%至115亿元(人民币·下同)及4.5%至36.2亿元，营业额的上升主要由12%的交付面积上升及18%的确认均价增加所带动，2017年毛利率平稳而维持在34.8%，不过其他费用因提前赎回优先票据及境内企业债券的汇兑亏损而增加3.2倍至5.02亿元，而且，税务开支因土地增值税拨备增加及投资物业公允价值收益导致所得税上升而上扬82.9%至19.5亿元。2017年基础盈利增加20.6%至35.2亿元，较我们预期低3.1%。
- ❖ **2018年合约销售目标650亿元。**合景泰富在2017年推出12个新项目销售，当年总权益销售金额分别增长33.2%至380亿元及28.7%至287亿元。公司在2018年计划的可售货源总值1,100亿元，超过20个新项目在今年推出，1线及2线城市占据可售货源总值分别达27%及65%，这将可支撑销售增长，因此公司定下2018年合约销售目标650亿元。
- ❖ **1,352万平方米的应占权益土地储备。**2017上半年期内，公司在中国及香港购入34幅土地，新购入土地的总楼面面积为531万平方米。不计算香港2幅土地，新购入土地的平均楼面价为每平方米5,000元。截至2017年12月，合景泰富在29个城市持有101个项目，应占权益的土地储备为1,352万平方米。若包括城市更新未挂牌项目，应占权益土地储备约1,800万平方米。
- ❖ **三个系列的长租公寓。**合景泰富在2018年将参与长租公寓的业务，公司计划推出三个系列的长租公寓，满足不同消费人群的需要。例如广州的W酒店式公寓为高档市场服务，超过15,000个房间位于广州、深圳及上海的听舍将服务中档市场。包括长租公寓、写字楼、商场及酒店，合景泰富预期在2020年投资物业的面积将达超过270万平方米。
- ❖ **上调目标价及预测，但降评级。**净负债比率由2016年的66.8%增至2017年的67.9%，我们预期未来3年的净负债比率仍然上升但于70%内，我们相信财政状况健康。我们将2018及2019年的净利润预测分别上调4.7%至46.3亿元及2.0%至49.8亿元。我们更改2018年底的净资产预测为每股20.86港元，我们将目标价由10.92港元调升至12.52港元，相等于40%的与净资产折让。合景泰富股价由年初至今上升27.7%，我们相信其估值已反映前景，因此下降其评级为**持有**。

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	20,059	21,712	24,900
净利润(百万人民币)	3,465	3,620	4,632	4,978	5,965
每股收益(人民币)	1.15	1.17	1.47	1.58	1.89
每股收益变动(%)	-0.4	1.9	25.6	7.5	19.8
市盈率(x)	8.5	8.4	6.7	6.2	5.2
市帐率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	5.2	4.2	5.3	5.7	6.6
权益收益率(%)	14.5	13.1	15.0	14.6	15.6
净财务杠杆率(%)	66.8	67.9	69.2	68.9	68.6

数据来源：公司及招银国际预测

持有(下降)

目标价	HK\$12.52
(过去目标价)	HK\$10.92)
潜在升幅	+7.4%
当前股价	HK\$11.66

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)	36,789
3月平均流通量(百万港元)	209
5周内股价高/低(港元)	14.22/5.17
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%

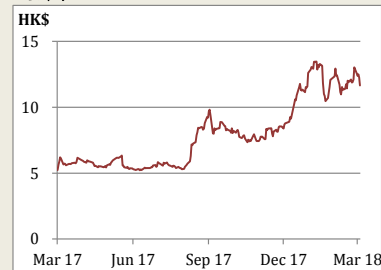
数据来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.9%	-6.6%
3-月	32.8%	29.6%
6-月	23.6%	13.7%

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	20,059	21,712	24,900
物业发展	7,923	10,432	18,752	20,201	23,180
投资物业	182	231	286	388	461
酒店	390	424	521	543	565
其他	370	455	500	580	695
销售成本	(5,795)	(7,523)	(12,700)	(13,716)	(15,760)
毛利	3,070	4,020	7,358	7,996	9,140
销售费用	(323)	(433)	(522)	(586)	(672)
行政费用	(969)	(937)	(1,063)	(1,194)	(1,370)
其他收益	614	131	223	282	307
息税前收益	2,392	2,782	5,997	6,498	7,405
融资成本	(160)	(330)	(437)	(492)	(534)
联营公司	2,130	1,898	1,888	2,180	2,594
特殊收入	166	1,205	-	-	-
税前利润	4,527	5,555	7,448	8,186	9,464
所得税	(1,066)	(1,950)	(2,743)	(2,958)	(3,390)
非控制股东权益	3	15	(73)	(250)	(110)
净利润	3,465	3,620	4,632	4,978	5,965
核心净利润	2,922	3,523	4,632	4,978	5,965

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	58,790	62,980	66,220
物业、厂房及设备	4,931	5,246	5,490	5,880	5,920
投资物业	10,533	13,719	14,800	15,600	16,800
联营公司	18,998	32,832	37,000	40,000	42,000
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,333	1,411	1,500	1,500	1,500
流动资产	74,947	81,738	85,810	93,871	101,425
现金及现金等价物	26,902	40,467	41,930	44,391	45,945
应收贸易款项	2,357	3,499	2,800	3,200	3,200
存货	45,370	37,449	40,800	46,000	52,000
关连款项	30	30	30	30	30
其他	288	293	250	250	250
流动负债	47,309	49,407	51,700	56,100	59,200
借债	4,754	3,741	3,800	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	26,400	27,500	28,500
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	39,424	57,292	61,282	65,782	69,282
借债	38,196	55,905	60,000	64,500	68,000
递延税项	1,226	1,385	1,280	1,280	1,280
其他	2	2	2	2	2
少数股东权益	58	638	735	780	840
净资产总值	23,950	27,607	30,883	34,189	38,323
股东权益	23,950	27,607	30,883	34,189	38,323

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	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,392	2,782	5,997	6,498	7,405
折旧和摊销	150	147	184	197	208
营运资金变动	(10,640)	3,669	(2,296)	(5,300)	(5,700)
税务开支	(553)	(583)	(3,486)	(2,658)	(3,390)
其他	6,560	13,535	3,754	4,920	3,945
经营活动所得现金净额	(2,091)	19,550	4,152	3,657	2,468
购置固定资产	(1,358)	(7,111)	(1,336)	(1,241)	(1,401)
联营公司	4,675	(13,834)	(4,168)	(3,000)	(2,000)
其他	-	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	3,318	(20,944)	(5,505)	(4,241)	(3,401)
股份发行	0	-	-	-	-
净银行借贷	15,016	16,695	4,155	4,700	4,300
股息	(654)	(1,890)	(1,357)	(1,672)	(1,830)
其他	(782)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	13,580	14,805	2,798	3,028	2,470
现金增加净额	14,807	13,411	1,446	2,444	1,537
年初现金及现金等价物	10,946	25,771	39,199	40,662	43,123
汇兑	17	17	17	17	17
年末现金及现金等价物	25,771	39,199	40,662	43,123	44,677
受限制现金	1,131	1,268	1,268	1,268	1,268
资产负债表中的现金	26,902	40,467	41,930	44,391	45,945

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	93.5	93.0	93.1
投资物业	2.1	2.0	1.4	1.8	1.9
酒店	4.4	3.7	2.6	2.5	2.3
其他	4.2	3.9	2.5	2.7	2.8
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	36.7	36.8	36.7
税前利率	51.1	48.1	37.1	37.7	38.0
净利润率	39.1	31.4	23.1	22.9	24.0
核心净利润率	33.0	30.5	23.1	22.9	24.0
有效税率	23.5	35.1	36.8	36.1	35.8
增长 (%)					
收入	6.3	30.2	73.8	8.2	14.7
毛利	2.0	30.9	83.0	8.7	14.3
息税前收益	17.8	16.3	115.6	8.4	13.9
净利润	1.4	4.5	28.0	7.5	19.8
核心净利润	0.7	12.6	20.6	31.5	7.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
平均应收账款周转天数	48.5	55.3	25.5	26.9	23.5
平均应付账款周转天数	792.2	647.5	382.2	449.7	438.9
平均存货周转天数	2,292.6	2,009.0	1,124.4	1,155.0	1,134.8
净负债/总权益比率 (%)	66.8	67.9	69.2	68.9	68.6
回报率 (%)					
资本回报率	14.5	13.1	15.0	14.6	15.6
资产回报率	3.1	2.7	3.2	3.2	3.6
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.147	1.169	1.468	1.578	1.890
每股股息 (人民币)	0.510	0.410	0.520	0.560	0.650
每股账面值 (人民币)	7.84	8.75	9.79	10.84	12.15

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关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，请与我们联络。

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士。