

## 力高地产 (1622 HK, HK\$3.39, 目标价: HK\$3.46, 持有) — 潜在的收购可增值

- ❖ **405 万平方米的土地储备。**力高地产为一综合的住宅及商业物业开发商，公司主力集中开发在国内的住宅物业项目。公司已进驻泛海峡西岸经济区、环渤海经济区、中西部及南中国多个重点经济城市，包括南昌市、天津市、济南市、烟台市、合肥市、咸阳市及深圳市。截至 2014 年 3 月 31 日，力高投资 16 个项目，总土地储备为 405 万平方米。
- ❖ **订立框架协议及意向书计划，包含 503 万平方米的项目。**公司已签订 4 项框架协议及意向书，准备未来收购位于南昌、天津、烟台及咸阳市的地产项目。如果力高能成功购入以上项目，其土地储备可额外增加 503 万平方米，而总投资金额达 179 亿元(人民币·下同)，我们估计这四个项目可令力高的资产净值上升 41.1 亿元。
- ❖ **具竞争力的土地成本。**力高采用审慎的土地收购策略，土地成本具竞争力。2010-12 年的入账平均土地成本分别为每平方米 445 元、每平方米 490 元及每平方米 528 元，相等于当年的入账平均售价的 8.8%、11.0% 及 8.9%。虽然 2013 年的入账平均土地成本上升至每平方米 1,112 元及相等于同期的入账平均售价的 12.0%，但仍然合理。
- ❖ **2014 年销售目标为 38 亿元。**2010-13 年的合约销售金额分别为 13 亿元、19 亿元、24 亿元及 31 亿元，公司定下 2014 年的销售目标为 38 亿元，我们估计 2014 年的可销售资源为 74 亿元及去货率为 52%。
- ❖ **首次评级为持有。**我们预测 2014-16 年盈利分别为 5.54 亿元、5.55 亿元及 7.14 亿元，相等于未来 3 年的年复合增长率 21.3%。此外，我们估计 2014 年底的每股资产净值为 6.92 港元。公司股价相等于 2014 年 7.7 倍市盈率及与资产净值折让 51.0%，估值较同业为高。公司一方面会受惠于框架协议中的新项目加入，但另一方面公司规模较小及天津项目开发时间较长，我们相信以 50% 折让率可反映公司目前面对的优缺点。目标价为 3.46 港元，相等于与资产净值折让 50%，潜在上升空间为 2.1%，首次评级为「持有」。

## 力高 (1622 HK)

评级	持有
收市价	HK\$3.39
目标价	HK\$3.46
市值(港币百万)	5,584
过去 3 月平均交易(港币百万)	13
52 周高/低(港币)	4.1/2.47
发行股数(百万)	1,600
主要股东	黄氏兄弟(75%)

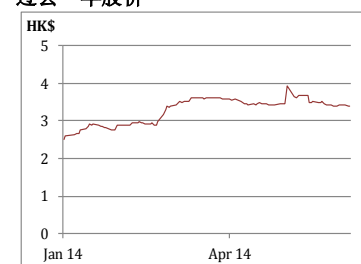
来源:彭博

## 股价表现

	绝对	相对
1 月	-13.7%	-15.4%
3 月	-2.6%	-6.7%
6 月	不适用	不适用

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)	1,551	2,985	3,844	3,887	5,713
净利润(百万元人民币)	66	400	554	555	714
每股收益(人民币)	0.055	0.333	0.354	0.347	0.446
每股收益变动(%)	不适用	506.2	6.1	(1.9)	28.6
市盈率(x)	49.3	8.1	7.7	7.8	6.1
市帐率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	0.0	1.8	2.7	2.7	3.3
权益收益率(%)	12.1	45.0	26.3	21.8	22.7
净财务杠杆率(%)	50.1	42.9	27.4	28.9	19.1

来源:公司、招银国际证券预测

## 利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	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>
物业发展	1,551	2,985	3,844	3,887	5,713
物业投资	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
销售成本	(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>
销售费用	(54)	(54)	(77)	(78)	(114)
行政费用	(81)	(107)	(143)	(124)	(171)
其他收益	(1)	21	2	3	3
<b>息税前收益</b>	<b>323</b>	<b>826</b>	<b>1,050</b>	<b>1,138</b>	<b>1,572</b>
融资成本	(1)	5	(1)	(2)	(2)
联营公司	(5)	(1)	(3)	(2)	(2)
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>317</b>	<b>829</b>	<b>1,046</b>	<b>1,134</b>	<b>1,568</b>
所得税	(151)	(428)	(483)	(510)	(703)
非控制股东权益	(99)	(1)	(9)	(69)	(151)
<b>净利润</b>	<b>66</b>	<b>400</b>	<b>554</b>	<b>555</b>	<b>714</b>
<b>核心净利润</b>	<b>66</b>	<b>400</b>	<b>554</b>	<b>555</b>	<b>714</b>

来源: 公司、招银国际证券预测

## 资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>339</b>	<b>285</b>	<b>261</b>	<b>236</b>	<b>220</b>
物业、厂房及设备	13	12	13	14	15
投资物业	-	-	-	-	-
联营公司	175	151	168	167	165
无形资产	121	95	50	20	-
其他	30	27	30	35	40
<b>流动资产</b>	<b>5,603</b>	<b>7,716</b>	<b>8,049</b>	<b>9,166</b>	<b>10,616</b>
现金及现金等价物	907	960	1,039	886	936
应收贸易款项	553	1,864	620	650	740
存货	358	309	300	340	350
关连款项	3,688	4,505	6,000	7,200	8,500
其他	97	77	90	90	90
<b>流动负债</b>	<b>4,199</b>	<b>5,790</b>	<b>4,453</b>	<b>4,995</b>	<b>5,980</b>
借债	479	474	540	580	650
应付贸易账款	3,395	4,323	3,580	4,050	4,940
应付税项	117	246	270	300	325
关连款项	209	748	63	65	65
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>908</b>	<b>1,060</b>	<b>1,300</b>	<b>1,310</b>	<b>1,110</b>
借债	846	980	1,200	1,200	1,000
递延税项	62	80	100	110	110
其他	-	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>288</b>	<b>263</b>	<b>450</b>	<b>550</b>	<b>600</b>
<b>净资产总值</b>	<b>546</b>	<b>889</b>	<b>2,107</b>	<b>2,547</b>	<b>3,146</b>
<b>股东权益</b>	<b>546</b>	<b>889</b>	<b>2,107</b>	<b>2,547</b>	<b>3,146</b>

来源: 公司、招银国际证券预测

**现金流量表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	323	826	1,050	1,138	1,572
折旧和摊销	17	16	13	9	7
营运资金变动	158	(1,338)	(1,133)	(1,160)	(1,300)
税务开支	(175)	(215)	(441)	(475)	(683)
其他	(0)	(66)	(358)	444	703
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>322</b>	<b>(776)</b>	<b>(869)</b>	<b>(44)</b>	<b>298</b>
购置固定资产	(5)	(4)	-	-	-
联营公司	-	-	(8)	(39)	(8)
其他	(124)	803	5	5	5
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(129)</b>	<b>799</b>	<b>(3)</b>	<b>(34)</b>	<b>(3)</b>
股份发行	-	-	744	-	-
净银行借贷	120	232	286	40	(130)
股息	-	-	(80)	(115)	(115)
其他	163	(129)	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>283</b>	<b>103</b>	<b>950</b>	<b>(75)</b>	<b>(245)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>476</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>(153)</b>	<b>50</b>
年初现金及现金等价物	229	704	828	907	754
汇兑	(0)	(1)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>704</b>	<b>828</b>	<b>907</b>	<b>754</b>	<b>804</b>
受限制现金	203	132	132	132	132
<b>资产负债表的现金</b>	<b>907</b>	<b>960</b>	<b>1,039</b>	<b>886</b>	<b>936</b>

来源: 公司、招银国际证券预测

**主要比率**

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合(%)</b>					
物业发展	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
物业投资	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<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	29.5	32.4	33.0	34.4	32.5
税前利率	20.4	27.8	27.2	29.2	27.5
净利润率	4.3	13.4	14.4	14.3	12.5
核心净利润率	4.3	13.4	14.4	14.3	12.5
有效税率	47.8	51.7	46.1	44.9	44.9
<b>撥率 (%)</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
税前利润	95.2	161.9	26.1	8.4	38.3
净利润	(22.7)	506.2	38.5	0.1	28.6
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	14.4	92.4	28.8	1.1	47.0
平均应收账款周转天数	130.0	228.0	58.9	61.0	47.3
平均应付帐款周转天数	1,134.0	781.8	507.4	579.6	467.4
平均存货周转天数	1,232.0	814.7	850.4	1,030.4	804.2
净负债/ 总股本比率 (%)	50.1	42.9	27.4	28.9	19.1
净负债/ 权益比率 (%)	76.5	55.5	33.3	35.1	22.7
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	12.1	45.0	26.3	21.8	22.7
资产回报率	1.1	5.0	6.7	5.9	6.6
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.055	0.333	0.354	0.347	0.446
每股股息(人民币)	-	0.050	0.072	0.072	0.090
每股账面值(人民币)	4.95	6.67	5.19	5.88	6.77

来源: 公司、招银国际证券预测

## 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上责任。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。