

合景泰富 (1813 HK)

2020年总销售目标 1000 亿

- ❖ **在香港购置土地。**合景泰富在 2017 年开始进入香港房地产市场，公司分别与龙光地产(3380 HK, 买入)和龙湖地产(960 HK, 持有)合作在香港投资了两块土地，应占权益的土地储备共为 62,000 平方米，标志着公司在大湾区的一个重要投资。年初至今，合景泰富购入的应占权益的土地储备总数达 470 万平方米，目前公司持有的应占权益的土地储备总数达 1,640 万平方米，分布在 25 个城市。合景泰富聚焦于「2+1」的发展策略，2 是代表珠三角及长三角，而 1 是代表其他地方。此外，公司会扩大的产品组合至办公楼，因为办公楼提供的净利润率高达 25-30%
- ❖ **2017 年合约销售料达 300 亿元(人民币·下同)。**截止到今年 10 月，公司累计权益销售金额及面积分别增长 29.3%至 249.1 亿元及 5.5%至 156 万平方米，公司已经完成了全年目标 280 亿元的 89%，我们相信合景泰富在 2017 年的销售金额能达至 300 亿元。基于大手的补充土地储备，合景泰富希望在 2020 年的总销售金额能达至 1,000 亿元
- ❖ **再融资降低财务成本。**今年上半年，合景泰富发行了 2 笔共值 5 亿美元 6 厘票面利率的离岸债券。2017 上半年期内，公司的总体财务成本继续下降至 5.8%。今年 11 月份，公司提早赎回共 3 亿美元于 2019 年到期 8.25%票面利率的债券，并另外发行 4 亿美元 5.875 厘票面利率的债券。明显地，财务成本将节省下来，整体的盈利能力将会加强。
- ❖ **负债比率上升中。**一方面，公司加速买地以准备未来扩张，至今共斥资 284 亿元购地。另一方面，财政状况将受到影响，于今年上半年底，公司净负债比率为 64.1%，我们预期 2017-19 年的净负债比率将逐步上升至 75.1%、77.0%及 81.4%。因为在 2017 年中，一年内到期的债务占总债务的 5%，同期手持现金达 306 亿元，我们认为合景泰富可以应付财务问题。
- ❖ **引入 2018 年底净资产值及上调目标价。**我们维持 2017-2019 年的净利润预测不变。我们并引入 2018 年底的净资产预测为每股 21.84 港元，我们相信合景泰富估值吸引，目前股价相等于 4.7 倍 2018 年市盈率或较 2018 年底的净资产折让 63.6%，因此我们将目标价由 7.98 港元调升至 10.92 港元，相等于 50%的与净资产折让，维持**买入**评级。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万人民币) | 8,340 | 8,865 | 17,440 | 22,313 | 24,533 |
| 净利润(百万人民币) | 3,416 | 3,465 | 3,753 | 4,423 | 4,880 |
| 每股收益(人民币) | 1.15 | 1.15 | 1.23 | 1.45 | 1.60 |
| 每股收益变动(%) | 2.5 | -0.4 | 7.2 | 17.9 | 10.3 |
| 市盈率(x) | 5.9 | 5.9 | 5.5 | 4.7 | 4.2 |
| 市帐率(x) | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 股息率(%) | 4.3 | 7.5 | 7.1 | 8.3 | 9.6 |
| 权益收益率(%) | 15.3 | 14.5 | 14.4 | 15.2 | 15.1 |
| 净财务杠杆率(%) | 69.0 | 66.8 | 75.1 | 77.0 | 81.4 |

数据源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | HK\$10.92 |
| (过去目标价) | HK\$7.98 |
| 潜在升幅 | +37.4% |
| 当前股价 | HK\$7.95 |

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) | 25,083 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 135 |
| 5 周内股价高/低(港元) | 9.88/4.11 |
| 总股本(百万) | 3,054 |

数据源: 彭博

股东结构

| | |
|------|--------|
| 孔健岷 | 61.41% |
| 自由流通 | 38.59% |

数据源: HKEx

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -5.5% | -7.8% |
| 3-月 | 44.9% | 34.9% |
| 6-月 | 43.9% | 25.1% |

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 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) | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 8,340 | 8,865 | 17,440 | 22,313 | 24,533 |
| 物业发展 | 7,563 | 7,923 | 16,302 | 20,865 | 22,875 |
| 投资物业 | 154 | 182 | 253 | 478 | 595 |
| 酒店 | 367 | 390 | 486 | 521 | 543 |
| 其他 | 255 | 370 | 400 | 450 | 520 |
| 销售成本 | (5,330) | (5,795) | (10,796) | (13,908) | (15,432) |
| 毛利 | 3,009 | 3,070 | 6,644 | 8,405 | 9,101 |
| 销售费用 | (277) | (323) | (419) | (513) | (564) |
| 行政费用 | (775) | (969) | (872) | (1,071) | (1,178) |
| 其他收益 | 72 | 614 | 121 | 136 | 121 |
| 息税前收益 | 2,031 | 2,392 | 5,474 | 6,957 | 7,481 |
| 融资成本 | (10) | (160) | (428) | (448) | (454) |
| 联营公司 | 1,933 | 2,130 | 1,050 | 994 | 1,149 |
| 特殊收入 | 710 | 166 | 65 | - | - |
| 税前利润 | 4,662 | 4,527 | 6,161 | 7,502 | 8,175 |
| 所得税 | (1,249) | (1,066) | (2,306) | (2,882) | (3,049) |
| 非控制股东权益 | 3 | 3 | (103) | (196) | (246) |
| 净利润 | 3,416 | 3,465 | 3,753 | 4,423 | 4,880 |
| 核心净利润 | 2,596 | 2,922 | 3,636 | 4,423 | 4,880 |

数据源：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) | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | 37,190 | 35,795 | 53,250 | 57,950 | 62,180 |
| 物业、厂房及设备 | 4,613 | 4,931 | 5,350 | 5,550 | 5,880 |
| 投资物业 | 9,550 | 10,533 | 11,400 | 11,900 | 12,800 |
| 联营公司 | 21,830 | 18,998 | 35,000 | 39,000 | 42,000 |
| 无形资产 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 1,197 | 1,333 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| 流动资产 | 42,492 | 74,947 | 68,998 | 71,870 | 74,355 |
| 现金及现金等价物 | 12,566 | 26,902 | 28,348 | 26,820 | 22,905 |
| 应收贸易款项 | 2,265 | 2,357 | 2,400 | 2,800 | 3,200 |
| 存货 | 27,429 | 45,370 | 38,000 | 42,000 | 48,000 |
| 关连款项 | 29 | 30 | - | - | - |
| 其他 | 203 | 288 | 250 | 250 | 250 |
| 流动负债 | 32,190 | 47,309 | 49,200 | 52,700 | 56,400 |
| 借债 | 3,983 | 4,754 | 3,500 | 3,800 | 4,000 |
| 应付贸易账款 | 9,562 | 15,593 | 15,700 | 17,500 | 19,600 |
| 应付税项 | 4,719 | 5,431 | 6,000 | 6,000 | 6,300 |
| 关连款项 | 13,926 | 21,531 | 24,000 | 25,400 | 26,500 |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 非流动负债 | 25,133 | 39,424 | 46,202 | 47,282 | 47,082 |
| 借债 | 24,015 | 38,196 | 45,000 | 46,000 | 45,800 |
| 递延税项 | 1,116 | 1,226 | 1,200 | 1,280 | 1,280 |
| 其他 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 少数股东权益 | 18 | 58 | 700 | 735 | 780 |
| 净资产总值 | 22,341 | 23,950 | 26,146 | 29,103 | 32,273 |
| 股东权益 | 22,341 | 23,950 | 26,146 | 29,103 | 32,273 |

数据源：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) | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|-------------------|----------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|
| 息税前收益 | 2,031 | 2,392 | 5,474 | 6,957 | 7,481 |
| 折旧和摊销 | 154 | 144 | 216 | 233 | 242 |
| 营运资金变动 | (588) | (14,671) | 8,273 | (4,100) | (6,300) |
| 税务开支 | (517) | (244) | (1,763) | (2,802) | (2,749) |
| 其他 | (778) | 11,629 | 6,215 | 3,201 | 3,531 |
| 经营活动所得现金净额 | 301 | (749) | 18,416 | 3,488 | 2,204 |
| 购置固定资产 | (239) | (1,325) | (4,843) | (833) | (1,392) |
| 联营公司 | (1,131) | 2,831 | (16,002) | (4,000) | (3,000) |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 投资活动所得现金净额 | (1,370) | 1,507 | (20,844) | (4,833) | (4,392) |
| 股份发行 | 4 | - | - | - | - |
| 净银行借贷 | 2,810 | 14,952 | 5,550 | 1,300 | - |
| 股息 | (725) | (869) | (1,557) | (1,466) | (1,710) |
| 其他 | (200) | - | - | - | - |
| 融资活动所得现金净额 | 1,890 | 14,083 | 3,993 | (166) | (1,710) |
| 现金增加净额 | 820 | 14,841 | 1,564 | (1,511) | (3,898) |
| 年初现金及现金等价物 | 10,094 | 10,946 | 25,771 | 27,318 | 25,790 |
| 汇兑 | 32 | (17) | (17) | (17) | (17) |
| 年末现金及现金等价物 | 10,946 | 25,771 | 27,318 | 25,790 | 21,875 |
| 受限制现金 | 1,620 | 1,131 | 1,030 | 1,030 | 1,030 |
| 资产负债表中的现金 | 12,566 | 26,902 | 28,348 | 26,820 | 22,905 |

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

| 年结:12月31日 | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售组合(%) | | | | | |
| 物业发展 | 90.7 | 89.4 | 93.5 | 93.5 | 93.2 |
| 投资物业 | 1.9 | 2.1 | 1.4 | 2.1 | 2.4 |
| 酒店 | 4.4 | 4.4 | 2.8 | 2.3 | 2.2 |
| 其他 | 3.1 | 4.2 | 2.3 | 2.0 | 2.1 |
| 总额 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率(%) | | | | | |
| 毛利率 | 36.1 | 34.6 | 38.1 | 37.7 | 37.1 |
| 税前利率 | 55.9 | 51.1 | 35.3 | 33.6 | 33.3 |
| 净利润率 | 41.0 | 39.1 | 21.5 | 19.8 | 19.9 |
| 核心净利润率 | 31.1 | 33.0 | 20.8 | 19.8 | 19.9 |
| 有效税率 | 26.8 | 23.5 | 37.4 | 38.4 | 37.3 |
| 增长(%) | | | | | |
| 收入 | (20.3) | 6.3 | 96.7 | 27.9 | 9.9 |
| 毛利 | (19.0) | 2.0 | 116.4 | 26.5 | 8.3 |
| 息税前收益 | (15.8) | 17.8 | 128.9 | 27.1 | 7.5 |
| 净利润 | 4.4 | 1.4 | 8.3 | 17.9 | 10.3 |
| 核心净利润 | 10.0 | 0.7 | 12.6 | 24.4 | 21.7 |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率(x) | 1.3 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| 平均应收账款周转天数 | 49.6 | 48.5 | 25.1 | 22.9 | 23.8 |
| 平均应付帐款周转天数 | 668.0 | 792.2 | 529.0 | 435.6 | 438.8 |
| 平均存货周转天数 | 1,911.0 | 2,292.6 | 1,409.3 | 1,049.7 | 1,064.4 |
| 净负债/总权益比率(%) | 69.0 | 66.8 | 75.1 | 77.0 | 81.4 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 资本回报率 | 15.3 | 14.5 | 14.4 | 15.2 | 15.1 |
| 资产回报率 | 4.3 | 3.1 | 3.1 | 3.4 | 3.6 |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 1.151 | 1.147 | 1.229 | 1.448 | 1.598 |
| 每股股息(人民币) | 0.290 | 0.510 | 0.480 | 0.560 | 0.650 |
| 每股账面值(人民币) | 7.46 | 7.84 | 8.56 | 9.53 | 10.57 |

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策。

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个人。