

### 合景泰富 (1813 HK, HK\$5.1, 目標價: HK\$8.41, 買入) — 聚焦於一線城市

- ❖ **核心中期盈利上升 5%**。因為交付面積減少 28.4%至 30 萬平方米，2015 上半年合景泰富營業額下跌 27.8%至 39 億元(人民幣·下同)。2015 上半年毛利率維持於 36.5%。因為合資項目交付面積達 14.6 萬平方米，所以合景泰富在聯營公司盈利增加 62.5%至 8.25 億元。2015 上半年純利增加 2.0%至 13.7 億元；在扣除投資物業重估稅後收益，2015 上半年的經常性盈利增加 4.9%至 12 億元。
- ❖ **至 7 月完成銷售目標 48%**。2015 年 1-7 月的合同銷售金額及面積分別下跌 6.1%至 108 億元及 3.6%至 82 萬平方米，公司完成 2015 年銷售目標 225 億元的 48%。公司在上半年主要針對剛需客及銷售分層寫字樓，2015 下半年可供銷售貨源 230 億元，其中 57%位於一線城市，6 個新項目會在下半年推出。約 220 億元的物業已預售仍待入賬，其中 150-160 億元的物業會在下半年入賬。
- ❖ **收購土地審慎**。合景泰富在 2015 上半年只購入 1 幅建築面積共 14 萬平方米的南京土地。此外，公司將佛山瀧景的持股量由 20%增加至 50%。目前，合景泰富在國內 11 個城市投資 55 個項目，總應佔權益的土地儲備為 1,060 萬平方米，其中 60.1%的土地位於一線城市。
- ❖ **第一家商場在 2015 年第 4 季開業**。由 2015 年至 2017 年，合景泰富旗下有 5 家商場及 1 家酒店開業。上海悠方(50%權益)將在 2015 年第 4 季開業，目前的預租率為 65%。5 家商場的總出租面積為 52.2 萬平方米，其中 3 個位於一線城市。以上的投資物業可帶動未來租金收益上升，我們預計未來 3 年的租金收益年複合增長率為 18.6%，至 2017 年可達 2.45 億元。
- ❖ **重申買入評級**。淨負債比率由 2014 年末的 66.8%上升至 2015 年中的 69.8%，我們相信其財政狀況健康。截至 2015 年 6 月，合景泰富手持現金為 102 億元，短期債務為 23 億元，合景泰富具能力應付債務要求。因為交付的單位減少，我們分別下調 2015-16 年盈利預測 5.5%至 31.5 億及 5.1%至 42.8 億元；我們並將 2015 年底的每股資產淨值預測由 14.61 港元下調至 14.01 港元，目標價因此由 8.77 港元下調至 8.41 港元，相等於與資產淨值折讓 40%。評級重申為「買入」。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額 (百萬元人民幣)	9,468	10,466	15,375	19,991	26,511
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,750	3,271	3,146	4,284	5,680
每股收益 (人民幣)	0.950	1.122	1.068	1.454	1.928
每股收益變動 (%)	14.3	18	(5)	36	33
市盈率(x)	4.4	3.7	3.9	2.9	2.2
市帳率(x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
股息率 (%)	7.0	7.9	8.4	9.6	10.6
權益收益率 (%)	15.4	16.0	13.9	16.6	18.7
淨財務槓杆率 (%)	56.3	66.8	56.0	53.2	55.2

來源: 公司、招銀國際證券預測

#### 合景泰富 (1813 HK)

評級	買入
收市價	HK\$5.10
目標價	HK\$8.41
市值 (港幣百萬)	15,282
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	56
52 周高/低 (港幣)	8.7/4.25
發行股數 (百萬)	2,996
主要股東	孔健岷(60.7%)

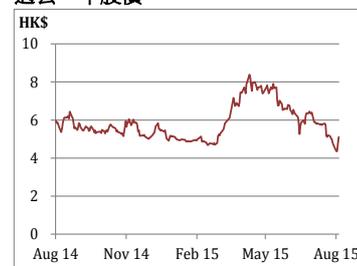
來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-18.5%	-8.6%
3 月	-35.1%	-18.5%
6 月	-4.4%	9.0%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>收入</b>	<b>9,468</b>	<b>10,466</b>	<b>15,375</b>	<b>19,991</b>	<b>26,511</b>
物業發展	8,977	9,770	14,624	19,176	25,535
投資物業	145	147	152	157	245
酒店	203	332	349	377	396
其他	143	216	250	280	335
銷售成本	(6,036)	(6,748)	(10,104)	(13,029)	(17,582)
<b>毛利</b>	<b>3,432</b>	<b>3,718</b>	<b>5,271</b>	<b>6,961</b>	<b>8,929</b>
銷售費用	(261)	(298)	(308)	(400)	(557)
行政費用	(753)	(794)	(738)	(860)	(1,167)
其他收益	74	(214)	80	104	98
<b>息稅前收益</b>	<b>2,492</b>	<b>2,411</b>	<b>4,306</b>	<b>5,806</b>	<b>7,304</b>
融資成本	(214)	(6)	(23)	(24)	(26)
聯營公司	884	1,548	663	1,143	1,623
特殊收入	541	699	109	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>3,704</b>	<b>4,652</b>	<b>5,055</b>	<b>6,924</b>	<b>8,900</b>
所得稅	(955)	(1,377)	(1,895)	(2,547)	(3,170)
非控制股東權益	(1)	(4)	(14)	(93)	(51)
<b>淨利潤</b>	<b>2,749</b>	<b>3,271</b>	<b>3,146</b>	<b>4,284</b>	<b>5,680</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>2,343</b>	<b>2,577</b>	<b>2,978</b>	<b>4,284</b>	<b>5,680</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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>非流動資產</b>	<b>25,140</b>	<b>30,035</b>	<b>31,500</b>	<b>34,150</b>	<b>36,630</b>
物業、廠房及設備	4,035	4,524	4,700	4,950	5,350
投資物業	6,135	7,046	7,500	8,000	8,400
聯營公司	13,974	17,390	18,200	20,000	21,500
無形資產	-	-	-	-	-
其他	996	1,075	1,100	1,200	1,380
<b>流動資產</b>	<b>36,451</b>	<b>41,512</b>	<b>46,011</b>	<b>51,239</b>	<b>55,265</b>
現金及現金等價物	10,859	10,871	13,331	14,239	13,825
應收貿易款項	2,476	2,087	2,500	2,800	3,200
存貨	22,960	28,385	30,000	34,000	38,000
關連款項	0	0	-	-	-
其他	156	168	180	200	240
<b>流動負債</b>	<b>24,987</b>	<b>28,048</b>	<b>30,300</b>	<b>33,350</b>	<b>33,300</b>
借債	3,065	3,465	2,500	3,000	3,600
應付貿易賬款	11,786	9,948	10,800	12,200	13,500
應付稅項	3,735	3,933	4,000	4,150	4,200
關連款項	6,402	10,701	13,000	14,000	12,000
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>18,761</b>	<b>23,063</b>	<b>24,591</b>	<b>26,161</b>	<b>28,211</b>
借債	17,840	21,048	23,500	25,000	27,000
遞延稅項	910	1,013	1,080	1,150	1,200
其他	11	1,002	11	11	11
<b>少數股東權益</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>17,818</b>	<b>20,416</b>	<b>22,590</b>	<b>25,843</b>	<b>30,344</b>
<b>股東權益</b>	<b>17,818</b>	<b>20,416</b>	<b>22,590</b>	<b>25,843</b>	<b>30,344</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	2,492	2,411	4,306	5,806	7,304
折舊和攤銷	69	84	96	101	108
營運資金變動	635	(4,459)	(1,921)	(3,900)	(4,100)
稅務開支	(549)	(1,168)	(1,761)	(2,327)	(3,070)
其他	1,409	2,756	2,086	2,928	147
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>4,056</b>	<b>(376)</b>	<b>2,805</b>	<b>2,607</b>	<b>389</b>
購置固定資產	(932)	(542)	(665)	(851)	(708)
聯營公司	(3,743)	(1,882)	(810)	(1,800)	(1,500)
其他	-	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(4,675)</b>	<b>(2,424)</b>	<b>(1,476)</b>	<b>(2,651)</b>	<b>(2,208)</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	5,558	3,121	1,487	2,000	2,600
股息	(434)	(644)	(972)	(1,031)	(1,178)
其他	2	1,000	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>5,126</b>	<b>3,477</b>	<b>515</b>	<b>969</b>	<b>1,422</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>4,507</b>	<b>677</b>	<b>1,844</b>	<b>925</b>	<b>(397)</b>
年初現金及現金等價物	4,927	9,414	10,094	11,922	12,830
匯兌	(20)	3	(17)	(17)	(17)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>9,414</b>	<b>10,094</b>	<b>11,922</b>	<b>12,830</b>	<b>12,416</b>
受限制現金	1,444	777	1,409	1,409	1,409
<b>資產負債表的現金</b>	<b>10,859</b>	<b>10,871</b>	<b>13,331</b>	<b>14,239</b>	<b>13,825</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	94.8	93.4	95.1	95.9	96.3
投資物業	1.5	1.4	1.0	0.8	0.9
酒店	2.1	3.2	2.3	1.9	1.5
其他	1.5	2.1	1.6	1.4	1.3
<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	36.2	35.5	34.3	34.8	33.7
稅前利率	39.1	44.5	32.9	34.6	33.6
淨利潤率	29.0	31.3	20.5	21.4	21.4
核心淨利潤率	24.7	24.6	19.4	21.4	21.4
有效稅率	25.8	29.6	37.5	36.8	35.6
<b>增長 (%)</b>					
收入	(2.2)	10.5	46.9	30.0	32.6
毛利	(2.9)	8.3	41.8	32.1	28.3
息稅前收益	(8.2)	(3.3)	78.6	34.8	25.8
淨利潤	14.2	19.0	(3.8)	36.2	32.6
核心淨利潤	4.9	20.1	10.0	15.6	43.9
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7
平均應收賬款周轉天數	47.7	36.4	29.7	25.6	22.0
平均應付賬款周轉天數	657.7	587.8	374.8	322.2	266.8
平均存貨周轉天數	1,357.5	1,388.6	1,054.6	896.4	747.3
淨負債/ 總權益比率 (%)	56.3	66.8	56.0	53.2	55.2
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	15.4	16.0	13.9	16.6	18.7
資產回報率	4.5	4.6	4.1	5.0	6.2
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.950	1.122	1.068	1.454	1.928
每股股息(人民幣)	0.290	0.330	0.350	0.400	0.440
每股賬面值(人民幣)	6.16	6.93	7.54	8.62	10.13

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: 香港中環夏慤道 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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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(D)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士。