

**合景泰富 (1813 HK, HK\$5.67, 目标价: HK\$6.24, 持有) — 未能达标**

- ❖ **至11月只完成销售目标79%。**2015年1-11月的合同销售金额及面积分别下跌6.3%至178亿元(人民币·下同)及12.6%至133万平方米。截至11月底,公司完成2015年销售目标225亿元的79.1%,这可能与广州物业市场较其他一线城市疲弱有关,我们恐怕合景泰富在2015年未能完成全年销售目标。如果合景泰富在12月再销售多20亿元的物业,公司只可以完成88%的目标,将影响2016年后的业绩。
- ❖ **下调2015-17年盈利预测2%/13%/8%。**失望的销售将会拖低未来的交付面积,我们将2015-17年的交付面积由原本的97万平方米、141万平方米及161万平方米下调至93万平方米、116万平方米及152万平方米。因此,我们将营业额的预测下降4.0%至148亿元、17.9%至164亿元及13.6%至229亿元,同时也将盈利预测下调2.2%至30.8亿元、12.7%至37.4亿元及7.6%至52.5亿元。
- ❖ **计划发行高达33亿元的境内债。**合景泰富将会发行两批共高达33亿元的境内债,一批是六年期,另一批为7年,现正在入标定价程序,两批债券都在上海交易所挂牌买卖。6年期债券的票面利率介乎4.2%至5.7%,7年期债券的票面利率介乎4.7%至6.2%。发行境内债可帮助公司将2016年底的借贷成本降至7.5%-7.6%。
- ❖ **缓慢销售可令负债率上升。**我们估算合景泰富2015年可完成销售金额为200亿元,比预期为慢的销售会减少现金流入。虽然我们调高2015年底的净负债比率预测由之前的56.0%增至61.4%,合景泰富的财政状况仍属健康水平。
- ❖ **下降评级。**我们下调2015年底的每股资产净值预测由14.01港元至12.49港元,而且我们增加资产净值折让目标率由40%至50%,因此目标价由8.41港元下调至6.24港元。评级下降至「持有」。

**合景泰富 (1813 HK)**

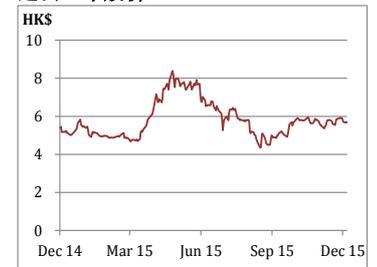
评级	持有
收市价	HK\$5.67
目标价	HK\$6.24
市值(港币百万)	16,990
过去3个月平均交易(港币百万)	38
52周高/低(港币)	8.7/4.25
发行股数(百万)	2,996
主要股东	孔健岷(60.8%)

来源:彭博

**股价表现**

	绝对	相对
1月	3.7%	8.9%
3月	16.5%	17.3%
6月	-17.3%	4.3%

来源:彭博

**过去一年股价**

**财务资料**

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万元人民币)	9,468	10,466	14,765	16,403	22,899
净利润(百万元人民币)	2,750	3,271	3,078	3,740	5,249
每股收益(人民币)	0.950	1.122	1.033	1.248	1.752
每股收益变动(%)	14.3	18	(6)	21	40
市盈率(x)	4.9	4.1	4.5	3.7	2.6
市帐率(x)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率(%)	6.3	7.1	7.1	8.6	9.7
权益收益率(%)	15.4	16.0	13.7	14.8	17.9
净财务杠杆率(%)	56.3	66.8	61.4	58.6	62.3

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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>收入</b>	<b>9,468</b>	<b>10,466</b>	<b>14,765</b>	<b>16,403</b>	<b>22,899</b>
物业发展	8,977	9,770	14,014	15,588	21,923
投资物业	145	147	152	157	245
酒店	203	332	349	377	396
其他	143	216	250	280	335
销售成本	(6,036)	(6,748)	(9,670)	(10,526)	(15,052)
<b>毛利</b>	<b>3,432</b>	<b>3,718</b>	<b>5,095</b>	<b>5,877</b>	<b>7,848</b>
销售费用	(261)	(298)	(295)	(328)	(481)
行政费用	(753)	(794)	(709)	(705)	(1,008)
其他收益	74	(214)	78	104	97
<b>息税前收益</b>	<b>2,492</b>	<b>2,411</b>	<b>4,169</b>	<b>4,947</b>	<b>6,456</b>
融资成本	(214)	(6)	(23)	(24)	(26)
联营公司	884	1,548	663	1,031	1,623
特殊收入	541	699	109	-	-
<b>税前利润</b>	<b>3,704</b>	<b>4,652</b>	<b>4,919</b>	<b>5,953</b>	<b>8,052</b>
所得税	(955)	(1,377)	(1,826)	(2,121)	(2,762)
非控制股东权益	(1)	(4)	(14)	(93)	(41)
<b>净利润</b>	<b>2,749</b>	<b>3,271</b>	<b>3,078</b>	<b>3,740</b>	<b>5,249</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,343</b>	<b>2,577</b>	<b>2,910</b>	<b>3,740</b>	<b>5,249</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)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>非流动资产</b>	<b>25,140</b>	<b>30,035</b>	<b>32,100</b>	<b>34,150</b>	<b>36,630</b>
物业、厂房及设备	4,035	4,524	4,700	4,950	5,350
投资物业	6,135	7,046	7,500	8,000	8,400
联营公司	13,974	17,390	18,800	20,000	21,500
无形资产	-	-	-	-	-
其他	996	1,075	1,100	1,200	1,380
<b>流动资产</b>	<b>36,451</b>	<b>41,512</b>	<b>44,837</b>	<b>50,170</b>	<b>53,745</b>
现金及现金等价物	10,859	10,871	12,157	13,170	12,305
应收贸易款项	2,476	2,087	2,500	2,800	3,200
存货	22,960	28,385	30,000	34,000	38,000
关连款项	0	0	-	-	-
其他	156	168	180	200	240
<b>流动负债</b>	<b>24,987</b>	<b>28,048</b>	<b>29,800</b>	<b>32,850</b>	<b>32,800</b>
借债	3,065	3,465	2,500	3,000	3,600
应付贸易账款	11,786	9,948	10,300	11,700	13,000
应付税项	3,735	3,933	4,000	4,150	4,200
关连款项	6,402	10,701	13,000	14,000	12,000
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>18,761</b>	<b>23,063</b>	<b>24,591</b>	<b>26,161</b>	<b>28,211</b>
借债	17,840	21,048	23,500	25,000	27,000
递延税项	910	1,013	1,080	1,150	1,200
其他	11	1,002	11	11	11
<b>少数股东权益</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>35</b>
<b>净资产总值</b>	<b>17,818</b>	<b>20,416</b>	<b>22,522</b>	<b>25,279</b>	<b>29,329</b>
<b>股东权益</b>	<b>17,818</b>	<b>20,416</b>	<b>22,522</b>	<b>25,279</b>	<b>29,329</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)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息税前收益	2,492	2,411	4,169	4,947	6,456
折旧和摊销	69	84	96	101	108
营运资金变动	635	(4,459)	(1,921)	(3,900)	(4,100)
税务开支	(549)	(1,168)	(1,693)	(1,901)	(2,662)
其他	1,409	2,756	1,581	2,817	157
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>4,056</b>	<b>(376)</b>	<b>2,232</b>	<b>2,064</b>	<b>(42)</b>
购置固定资产	(932)	(542)	(665)	(851)	(708)
联营公司	(3,743)	(1,882)	(1,410)	(1,200)	(1,500)
其他	-	-	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(4,675)</b>	<b>(2,424)</b>	<b>(2,076)</b>	<b>(2,051)</b>	<b>(2,208)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	5,558	3,121	1,487	2,000	2,600
股息	(434)	(644)	(972)	(983)	(1,199)
其他	2	1,000	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>5,126</b>	<b>3,477</b>	<b>515</b>	<b>1,017</b>	<b>1,401</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>4,507</b>	<b>677</b>	<b>671</b>	<b>1,030</b>	<b>(848)</b>
年初现金及现金等价物	4,927	9,414	10,094	10,748	11,761
汇兑	(20)	3	(17)	(17)	(17)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>9,414</b>	<b>10,094</b>	<b>10,748</b>	<b>11,761</b>	<b>10,896</b>
受限制现金	1,444	777	1,409	1,409	1,409
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>10,859</b>	<b>10,871</b>	<b>12,157</b>	<b>13,170</b>	<b>12,305</b>

来源: 公司、招银国际证券预测

**主要比率**

年结: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	94.8	93.4	94.9	95.0	95.7
投资物业	1.5	1.4	1.0	1.0	1.1
酒店	2.1	3.2	2.4	2.3	1.7
其他	1.5	2.1	1.7	1.7	1.5
<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	36.2	35.5	34.5	35.8	34.3
税前利率	39.1	44.5	33.3	36.3	35.2
净利润率	29.0	31.3	20.8	22.8	22.9
核心净利润率	24.7	24.6	19.7	22.8	22.9
有效税率	25.8	29.6	37.1	35.6	34.3
<b>增长 (%)</b>					
收入	(2.2)	10.5	41.1	11.1	39.6
毛利	(2.9)	8.3	37.1	15.3	33.5
息税前收益	(8.2)	(3.3)	72.9	18.7	30.5
净利润	14.2	19.0	(5.9)	21.5	40.4
核心净利润	4.9	20.1	10.0	12.9	28.5
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	47.7	36.4	30.9	31.2	25.5
平均应付帐款周转天数	657.7	587.8	382.1	381.4	299.5
平均存货周转天数	1,357.5	1,388.6	1,101.9	1,109.7	873.0
净负债/总权益比率 (%)	56.3	66.8	61.4	58.6	62.3
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	15.4	16.0	13.7	14.8	17.9
资产回报率	4.5	4.6	4.0	4.4	5.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.950	1.122	1.033	1.248	1.752
每股股息(人民币)	0.290	0.330	0.330	0.400	0.450
每股账面值(人民币)	6.16	6.93	7.52	8.44	9.79

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。